

Wartość długoterminowa versus wartość rynkowa jako podstawa zabezpieczenia wierzytelności w sektorze bankowym

Ewa Kucharska-Stasiak*

Nadesłany: 2 sierpnia 2022 r. Zaakceptowany: 20 października 2022 r.

Streszczenie

Celem artykułu jest: (1) próba oceny wartości rynkowej i wartości bankowo-hipotecznej na potrzeby zabezpieczenia wierzytelności, (2) upowszechnienie wyników rozważań teoretycznych i empirycznych nad możliwością stosowania innych sposobów wyrażania wartości długoterminowej, (3) wskazanie wartości długoterminowych, które nie działają procyklicznie, ale wysyłają sygnały ostrzegawcze, i które powinny zachęcić do ograniczenia akcji kredytowej, gdy ceny na rynkach są zawyżone, oraz do jej wzmożenia, gdy są zaniżone. W artykule testowano następujące hipotezy badawcze: H1: wartość rynkowa nieruchomości nie powinna stanowić samodzielnej podstawy zabezpieczenia wierzytelności kredytodawcy, lecz powinna pełnić funkcję kontrolną w ocenie aktywności rynku; H2: podstawą zabezpieczenia i ustalania wskaźnika LTV powinna być wartość długoterminowa; H3: przyjęcie wspólnej koncepcji wartości długoterminowej w Europie nie musi oznaczać przyjęcia jednej metodyki jej określania, która sprawdzi się we wszystkich krajach. Artykuł ma charakter przeglądowy.

Słowa kluczowe: zabezpieczenie wierzytelności, wycena nieruchomości, wartość rynkowa, wartość długoterminowa, ryzyko kredytodawcy

JEL: D040, D460, D80, G01, G21, G28

* Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Katedra Inwestycji i Nieruchomości;
e-mail: ewa.kucharska@uni.lodz.pl; orcid: 0000-0002-9781-6537.

1. Wprowadzenie

Wysoka kapitałochłonność nieruchomości powoduje silne powiązania rynku nieruchomości z sektorem bankowym. O skali kredytów zaciąganych na zaspokojenie potrzeb mieszkaniowych świadczy ich relacja do PKB. W 2020 r. w krajach europejskich relacja ta była bardzo zróżnicowana: od 9,8% na Węgrzech do 98,8% w Szwecji, a w pięciu państwach przekroczyła 60%. W Polsce utrzymuje się na poziomie ok. 20% (EMF 2022). Wzrosty cen na rynkach nieruchomości podbijają średnią kwotę kredytów i wydłużają okres ich spłaty¹. Zaangażowanie sektora bankowego w finansowanie rynku nieruchomości oddziałuje na bezpieczeństwo kredytodawcy, a także całego systemu bankowego. Wpływa, co dobitnie wykazał kryzys z lat 2007–2008, na sferę realną w gospodarce (m.in. Kucharska-Stasiak 2018, s. 493–513).

W procesie kredytowania sektor bankowy ponosi ryzyko różnego rodzaju, m.in. kredytowe, rynkowe, płynności czy walutowe. Źródłem jego powstania może być kredytobiorca, kredytodawca, przedmiot zabezpieczenia, a także otoczenie zewnętrzne. Ryzyko kredytowe związane jest z kredytobiorcą oraz z jakością zabezpieczenia. Poziom tego ryzyka zależy od zdolności kredytobiorcy do obsługi długu, czyli spłaty rat kredytu, i jego kosztu w całym okresie kredytowania, od wiarygodności kredytodawcy (w tym chęci spłaty długu), a także od jakości zabezpieczeń (jakości nieruchomości i sposobu jej wyceny). Istotne dla kredytodawcy jest także ryzyko rynkowe, które wynika ze zmiennej aktywności gospodarki oraz rynku nieruchomości i wpływa na zmienność cen nieruchomości. Ważne jest także ryzyko płynności, rozumiane jako łatwość wejścia na rynek i wyjścia z niego za cenę zbliżoną do wartości rynkowej. Niestety, nieruchomości należą do aktywów mało płynnych. Oznacza to, że w sytuacji utraty zdolności kredytowej przez kredytobiorcę, co częściej występuje w warunkach spadku aktywności gospodarczej, kredytodawca z powodu małej płynności może długo czekać na odzyskanie kapitału w wyniku sprzedaży nieruchomości, a odzyskana kwota może być nieznaczna. W krajach europejskich, które nie przystąpiły do strefy euro, istotne dla jakości portfela kredytowego jest również ryzyko walutowe².

Ryzyko ponoszone przez kredytodawców ujawnia – co podkreśla Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego – rolę nieruchomości, szczególnie nieruchomości mieszkaniowych, dla stabilności finansowej danego kraju, a także stabilności międzynarodowej³. Bezpieczeństwo sektora wymaga, by akcja kredytowa opierała się na wartości, która nie podąża za cyklem, nie stanowi jego przedłużenia, ale działa przeciwko cyklowi i zachęca do ograniczenia akcji kredytowej, gdy ceny na rynkach są zawyżone, oraz do jej wzmożenia, gdy są zaniżone (RICS 2018, s. 2; Crosby 2021, s. 31–39). Wycena nieruchomości stanowi zatem jeden z głównych elementów składowych systemu hipotecznego. Ważny jest rodzaj wartości jako podstawy zabezpieczenia, a także metodyka jej określania. Jest ona bardzo zróżnicowana w krajach europejskich (Bauze 2018; ESW 2020, s. 50). Specyfika tego celu wyceny spowodowała, że obok wartości rynkowej została zaakceptowana wartość długoterminowa. Rozważane są różne jej przejawy. Toczą się dyskusje nie tylko nad koncepcjami wartości długoterminowej, lecz także nad sposobem jej wyznaczania.

¹ W I kwartale 2022 r. średnia wartość nowo udzielanego kredytu przekroczyła 351 tys. zł, a udział kredytów o okresie spłaty od 25 do 35 lat wzrósł o 1,55 pkt proc., do 68,64% (Amron-Sarfin 2022).

² W Polsce utrzymuje się wzrostowa tendencja kredytów zagrożonych we frankach szwajcarskich: na koniec I kwartału 2022 r. ich udział stanowił 5,70% portfela i był wyższy o 0,45 pkt proc. niż kwartał wcześniej (Amron-Sarfin 2022).

³ M.in. Zalecenie Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego z dnia 30 marca 2022 r. zmieniające zalecenie ERRS/2015/2 w sprawie oceny skutków transgranicznych oraz dobrowolnej wzajemności środków polityki makroostrożnościowej, Dz.U.UE.C.2022.206.3.

2. Uzasadnienie podjęcia rozważań

Wycena na potrzeby zabezpieczenia wierzytelności kredytodawcy jest celem szczególnym, bowiem: (1) ta sama nieruchomość może być wielokrotnie wyceniana – na etapie udzielania kredytu, w trakcie jego spłaty, gdy zachodzą istotne zmiany na rynku nieruchomości, i na etapie ewentualnego postępowania egzekucyjnego, gdy załamuje się zdolność kredytobiorcy do obsługi długu, (2) wymaga szczególnej ostrożności na etapie określania wartości, gdyż wpływa na bezpieczeństwo całego sektora bankowego, (3) stanowi podstawę udzielania kredytu długoterminowego, którego okres spłaty może przekroczyć 20–30 lat. Waga tego celu wyceny oraz jego znaczenie dla sektora bankowego i dla całej gospodarki powodują, że w środowisku akademickim i bankowym trwają dyskusje dotyczące rodzaju wartości jako podstawy zabezpieczenia wierzytelności, a także sposobu jej wyznaczenia.

W praktyce bankowej najbardziej popularną podstawą zabezpieczenia jest wartość rynkowa (MV). Jednak już w 1900 r. do celów zabezpieczenia Niemcy wprowadzili koncepcję wartości długoterminowej (MLV), nazwanej wartością bankowo-hipoteczną. W Niemczech wskaźniki LTV, stanowiące podstawę określania wysokości kredytu, odnoszą się do MLV. Do jej wyznaczenia zastosowano ostrożny sposób określania wartości wierzytelności, które stanowią podstawę emisji tzw. listów zastawnych (*Pfandbriefs*). Daje to bankom pasywa długoterminowe, a przez to możliwość długoterminowego kredytowania. Początkowo wartość długoterminowa była wykorzystywana w Niemczech w bankach hipotecznych, ale w latach 90. rozszerzono zakres jej stosowania na banki uniwersalne. Wartość bankowo-hipoteczną została przyjęta w Europejskich (ESW 2000) i Międzynarodowych (MSW 2005) Standardach Wyceny jako jedna z wielu technik analizy ryzyka długoterminowego. Była także stosowana do obliczania wagi ryzyka, którą można przypisać nieruchomości obciążonej hipoteką. Podkreślono, że w przeciwieństwie do wartości rynkowej nie jest odpowiednią podstawą wyznaczenia wartości na określony moment (MSW 2005, s. 98).

Dyskusja wokół wartości jako podstawy zabezpieczenia wierzytelności ożywiła się po pęknięciu bańki cenowej na rynku nieruchomości w wyniku globalnego boomu na tym rynku w latach 2004–2007 (Bauze 2018, s. 5–8). Kryzys obnażył słabą odporność systemu finansowania rynku nieruchomości i ujawnił, że wartość długoterminowa wprawdzie nie likwiduje ryzyka kredytodawcy (rząd niemiecki musiał wesprzeć m.in. Hypo Real Estate i Eurohypo), jednak zwiększa stabilność finansową rynków. Mimo że rynek nieruchomości nie jest przedmiotem regulacji w Unii Europejskiej, kryzys spowodował wzrost zainteresowania ostrożnym podejściem do wyceny nieruchomości i rozszerzenie unijnego prawa bankowego o kwestię kredytu hipotecznego. Dla sprawowania nadzoru bankowego przez UE powołano Europejski Bank Centralny. Ponadto przygotowano pakiet CRR/CRD IV (Umowa Bazylejska III), którego elementem jest Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych⁴. W Rozporządzeniu wskazano dwie podstawy zabezpieczenia wierzytelności: wartość rynkową (MV) i wartość bankowo-hipoteczną (MLV). Oznacza to, że wartość MLV, która dotychczas była traktowana

⁴ Rozporządzenie UE nr 575/2013 w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych. W 2019 r. opublikowano Sprostowanie do rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/876 z dnia 20 maja 2019 r. zmieniającego rozporządzenie (UE) nr 575/2013 w odniesieniu do wskaźnika dźwigni, wskaźnika stabilnego finansowania netto, wymogów w zakresie funduszy własnych i zobowiązań kwalifikowalnych, ryzyka kredytowego kontrahenta, ryzyka rynkowego, ekspozycji wobec kontrahentów centralnych, ekspozycji wobec przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania, dużych ekspozycji, wymogów dotyczących sprawozdawczości i ujawniania informacji, a także rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej L 150 z dnia 7 czerwca 2019 r.).

jako technika zarządzania ryzykiem kredytowym, została uznana za pełnoprawną podstawę wyceny. Rozporządzenie UE nie narzuca krajom członkowskim wartości bankowo-hipotecznej jako podstawy zabezpieczenia, ale wyraźnie ją promuje.

W Rozporządzeniu zobowiązano Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (EBA) do opracowania „surowych kryteriów oceny wartości bankowo-hipotecznej” (RTS). Według EBA celem MLV jest „zapewnienie długoterminowej, trwałej wartości jako stabilnej podstawy do oceny, czy dana nieruchomość nadaje się na zabezpieczenie kredytu hipotecznego, które będzie obowiązywać przez cały okres potencjalnych wahań rynkowych” (EBA 2015). Oznacza to, że powstała idea opracowania europejskiej koncepcji wartości długoterminowej.

W dyskusjach teoretycznych rozważane są różne propozycje wartości długoterminowej: skorygowana wartość rynkowa, wartość bankowo-hipoteczna, wartość inwestycyjna, wartość godziwa czy wartość ostrożna. Pytania: jaka wartość powinna stanowić podstawę zabezpieczenia wierzytelności, czy może być jedna ogólnoeuropejska koncepcja wartości długoterminowej i jaki powinien być sposób jej wyznaczenia, nie uzyskały jednoznacznej odpowiedzi i pozostają aktualne. Jednocześnie transgraniczna aktywność inwestycyjna może spowodować, że banki kredytujące, szczególnie banki niemieckie, mogą wymagać, by wartość ta była stosowana we wszystkich krajach, w których finansują one rynek nieruchomości.

3. Cel i zakres rozważań, hipotezy, przyjęte metody

Celem niniejszego opracowania jest: (1) próba oceny rodzajów wartości stosowanych jako podstawa zabezpieczenia pojedynczej nieruchomości – wartości rynkowej i bankowo-hipotecznej; (2) przegląd dotychczasowych badań nad wartością długoterminową, upowszechnienie wyników rozważań teoretycznych i empirycznych nad różnymi sposobami wyrażania tej wartości; (3) próba oceny ich przydatności do zarządzania ryzykiem na szczeblu banku przez wskazanie wartości, które nie działają procyklicznie, ale wysyłają sygnały ostrzegawcze, i które powinny zachęcić do ograniczenia akcji kredytowej, gdy ceny na rynkach są zawyżone, oraz do jej wzmożenia, gdy są zaniżone. Postawiono następujące hipotezy badawcze:

H1: wartość rynkowa nieruchomości nie powinna stanowić samodzielnej podstawy zabezpieczenia wierzytelności kredytodawcy; powinna pełnić funkcję kontrolną w ocenie aktywności rynku.

H2: bez względu na rodzaj banku podstawą zabezpieczenia i ustalania wskaźnika LTV powinna być wartość długoterminowa, niepowielająca niemieckiej koncepcji wartości bankowo-hipotecznej.

H3: przyjęcie wspólnej koncepcji wartości długoterminowej w Europie nie musi oznaczać przyjęcia jednej metodyki jej określania, która sprawdzi się we wszystkich krajach.

W artykule zostanie zastosowana metoda analizy krytycznej piśmiennictwa.

4. Wartość rynkowa nieruchomości jako podstawa zabezpieczenia wierzytelności

Tradycyjną podstawą zabezpieczenia wierzytelności jest wartość rynkowa. Została ona zdefiniowana jako: „szacunkowa kwota, jaką można uzyskać w dniu wyceny za nieruchomość w transakcji sprzedaży

zawieranej po odpowiedniej ekspozycji przedmiotu umowy na rynku pomiędzy kupującym a sprzedającym, którzy są od siebie niezależni, mają stanowczy zamiar zawarcia umowy, działają z rozeznaniem, postępują rozważnie i nie znajdują się w sytuacji przymusowej” (ESW 2020, s. 29–30). Definicję tę uzupełniono szczegółową interpretacją. W dalszych rozważaniach uwagę skupimy na jej niektórych elementach. Pojęcie „szacowana kwota” oznacza najbardziej prawdopodobną, czyli najczęściej występującą cenę płaconą za nieruchomość, możliwą do uzyskania na rynku w dacie wyceny, biorąc pod uwagę założenia definicji MV. Przy jej wyznaczaniu nie są uwzględniane korekty z tytułu szczególnych warunków lub okoliczności, jak na przykład sprzedaż z bonifikatą czy sprzedaż w drodze licytacji.

Pojęcie „można uzyskać (...) w transakcji” oznacza, że wartość nieruchomości jest hipotezą ceny, a nie kwotą z góry ściśle określoną lub faktycznie zapłaconą ceną. Sformułowanie „...pomiędzy (...) kupującym i sprzedającym, którzy (...) mają stanowczy zamiar zawarcia umowy” sugeruje hipotetycznego kupującego i hipotetycznego sprzedającego, a nie rzeczywistych uczestników transakcji. Obie strony są zmotywowane, ale nie „znajdują się w sytuacji przymusowej”. Nabywca kupuje w realiach aktualnego rynku, kieruje się aktualnymi oczekiwaniami rynkowymi i nie zapłaci ceny wyższej od aktualnej ceny na rynku. Sprzedający, który ma stanowczy zamiar dokonać transakcji, nie jest skłonny czekać na uzyskanie ceny niemożliwej do osiągnięcia obecnie na rynku, jest zmotywowany do sprzedaży nieruchomości na warunkach rynkowych za możliwie najkorzystniejszą cenę, jaką można osiągnąć po odpowiedniej ekspozycji nieruchomości na rynku, bez względu na wysokość tej ceny. Ważnym elementem interpretacyjnym jest wyjaśnienie, że okoliczności faktyczne, w jakich znajduje się rzeczywisty sprzedający, nie są brane pod uwagę, ponieważ sprzedający to podmiot hipotetyczny. Sformułowanie „w transakcji sprzedaży (...) pomiędzy kupującym a sprzedającym, którzy są od siebie niezależni” oznacza, że strony nie są połączone konkretnymi czy specjalnymi relacjami i każda działa niezależnie. Sformułowanie „działają z rozeznaniem” oznacza, że obie strony są odpowiednio poinformowane o charakterze i cechach nieruchomości, jej rzeczywistym i potencjalnym sposobie użytkowania, a także o sytuacji na rynku w dacie wyceny. Pojęcie „postępują rozważnie” sugeruje, że osoba rozważna będzie postępowała zgodnie z wiarygodnymi informacjami o rynku w dacie wyceny, bez uwzględnienia późniejszych zmian. Dla zrozumienia i interpretacji wartości niezmiernie ważne są dwa kolejne człony definicji: „...w dniu wyceny...” i „...w transakcji sprzedaży zawieranej po odpowiedniej ekspozycji przedmiotu wyceny”. Wskazują one, że szacowana MV jest określona na konkretny dzień, odzwierciedla rzeczywisty stan rynku i okoliczności na dzień wyceny, nie zaś w przyszłości czy przeszłości, nie stanowi zatem określenia wartości w ujęciu długoterminowym (ESW 2020, s. 34). Okres ekspozycji może się różnić w zależności od warunków rynkowych, ale przypada przed datą wyceny.

Z pojęciem wartości rynkowej nierozdzielnie łączy się zasada wyceny, nazwana najkorzystniejszym sposobem użytkowania (ESW 2020, s. 32–33). Określa ona sposób użytkowania nieruchomości, który jest fizycznie możliwy, odpowiednio rynkowo uzasadniony, jest lub prawdopodobnie stanie się prawnie dopuszczalny i jako taki wpływa na określenie najwyższej wartości nieruchomości w dacie wyceny. Odzworowuje ona potencjał nieruchomości, ujawniony już na rynku dla podobnych nieruchomości.

Definicja wartości rynkowej budzi liczne kontrowersje (m.in. Mooya 2016, s. 2–20). Opiera się na koncepcji *homo oeconomicus*, a więc zakłada, że uczestnicy rynku są racjonalni, działają na podstawie pełnej informacji i dążą do maksymalizacji użyteczności. W ekonomii decyzje są uważane za racjonalne, jeśli zostały gruntownie przemyślane, podjęte świadomie, po ostrożnym rozważeniu ceny relatywnej, kosztów oraz korzyści z uwzględnieniem możliwości podjęcia działań alternatywnych (Nogal 2014, s. 156).

Homo oeconomicus w takiej postaci, jak przedstawia go model, w świecie realnym nie istnieje. Racjonalne zachowania również nie eliminują możliwości popełniania przez ludzi błędów. Mogą one stanowić wynik zachowań egoistycznych, braku doskonałej informacji, ograniczeń umysłowych czy przyzwyczajień (Nogal 2014, s. 157). Brak dostępu do pełnej informacji oraz niemożność jej nieograniczonego przetwarzania powodują, że gospodarujące jednostki nie mogą maksymalizować użyteczności. Mogą jedynie osiągać jej satysfakcjonujący poziom. Jednocześnie, na co wskazuje dorobek ekonomii behawioralnej, ludzkie zachowania są wysoce niedoskonałe. Człowiek posługuje się heurystykami, popełnia błędy (Zaleśkiewicz 2012). Ponadto koncepcja MV słabo odwzorowuje specyfikę rynku nieruchomości. Jedną z jego cech jest niski poziom efektywności informacyjnej⁵, która stanowi warunek występowania efektywności operacyjnej i alokacyjnej. Pierwsza pozwala dokonywać transakcji po najniższych kosztach, druga zaś pozwala pozyskiwać kapitał jedynie tym uczestnikom rynku, którzy są w stanie ulokować go w sposób przynoszący najwyższą stopę zwrotu z dokonanej inwestycji (Kubacki 2017). Na rynku nieruchomości, czyli rynku o niskim poziomie efektywności, ceny nie odwzorowują szybko i w pełni zmian zachodzących w otoczeniu. Nie tylko nie mogą zastąpić wartości, lecz także nie mogą stanowić jedynej podstawy jej ustalania. Z kolei niska efektywność operacyjna utrudnia wybór najtańszej oferty. W efekcie niska efektywność informacyjna i operacyjna zmniejsza efektywność alokacyjną, utrudniając dochodzenie do najkorzystniejszego sposobu użytkowania (Brown 1991).

Istotną wadą wartości rynkowej jako podstawy wyceny nieruchomości jest założenie, że występuje stan klasycznej równowagi (jest chętny kupujący i sprzedający). Na rynku nieruchomości nie jest on nawet teoretycznie rozważany. Rynek ten pozostaje w stanie permanentnej nierównowagi (Kucharska-Stasiak 2016).

Reasumując, najczęściej stosowaną podstawą wyceny jest kategoria wartości, która słabo odwzorowuje zachowania uczestników rynku, zwłaszcza rynku nieruchomości.

Z punktu widzenia celu opracowania ważna jest przydatność wartości jako podstawy zabezpieczenia wiarytelności o długim okresie zapadalności. Łatwo dostrzec, że wartość rynkowa słabo pełni tę funkcję, bowiem:

- Jest ustalana na dany dzień (dzień wyceny), wskazuje bieżący poziom cen. Towarzyszy temu założenie, że okres ekspozycji i negocjacji minął, że dzień wyceny jest dniem realizacji celu, dla którego była ona określana. Ze względu na dynamikę rynku nieruchomości, którego cykliczność jest wywoływana nie tylko wahaniami koniunkturalnymi, lecz także czynnikami endogenicznymi i ludzkimi zachowaniami, wartość określona na dany dzień ma charakter chwilowy, a jej poziom w okresie obsługi długu podlega zmianom. Banki potrzebują natomiast informacji, które pozwalają ocenić możliwości odzyskania zabezpieczenia w każdym punkcie trwania umowy kredytowej.
- Opiera się na danych, które nigdy w pełni nie odwzorowują rynku w dniu wyceny. Na rynku nieruchomości często są bowiem notowane ceny historyczne, takie jak stawki czynszu z zawartych wcześniej

⁵ Efektywność rynku po raz pierwszy zdefiniował laureat Nagrody Nobla Eugene Fama w odniesieniu do rynków kapitałowych. Zdając sobie sprawę, że żaden rynek nie jest w pełni efektywny, wyróżnił trzy formy efektywności: formę słabą, która występuje wtedy i tylko wtedy, gdy odzwierciedlenie w cenach instrumentów finansowych znajdują jedynie informacje „historyczne”, dotyczące zarówno danego rodzaju aktywów, jak i całej gospodarki; formę półsilną, która występuje wtedy i tylko wtedy, gdy natychmiastowe odzwierciedlenie w cenach, prócz informacji zdefiniowanych w formie słabej, znajdują bieżące informacje publiczne, ogólnie dostępne; i formę silną, która występuje wtedy i tylko wtedy, gdy w cenach oprócz informacji zdefiniowanych w formach słabej i półsilnej znajdują natychmiastowe odzwierciedlenie bieżące informacje „prywatne”, o utajnionym charakterze, znane jedynie bardzo wąskiej grupie osób. Na rynkach wysoce efektywnych informacje mogą być w pełni bezzwłocznie uwzględniane w wycenie aktywów, czyli mogą odzwierciedlać ich rzeczywistą wartość.

umów najmu czy ceny transakcyjne nieruchomości wystawionych na sprzedaż w innym momencie cyklu rynku nieruchomości. Oznacza to, że podczas silnych wzrostów wartość jest niedoszacowana, a w okresie silnych spadków jest przeszacowana. Uczestnicy tego rynku, w tym rzeczoznawcy majątkowi, podlegają iluzji wiedzy, czyli towarzyszy im silne przekonanie, że znają rynek zdecydowanie lepiej, niż jest w rzeczywistości⁶.

- Wpływa na nią zachowanie klienta, co udokumentowano w licznych badaniach. W kontekście zabezpieczenia wpływ ten jest widoczny na etapie wyboru rzeczoznawcy majątkowego, na etapie wyceny, a także ustalania wyniku wyceny (m.in. Crosby, Hughes, Murdoch 2004). Niesie to zagrożenia dla przejrzystości i obiektywności wartości.
- Ma ona, podobnie jak wyznaczony na jej podstawie wskaźnik LTV, skłonność do zachowań procyklicznych, co oznacza, że jest pozytywnie skorelowana z ogólnym stanem gospodarki i stanem rynku nieruchomości. Na silnie ożywionych rynkach zachęca do udzielania kredytów, zamiast spowalniać ten proces. Z kolei na rynkach o tendencjach malejących zniechęca, powodując dalszy spadek cen i wartości zabezpieczeń. Daje zatem fałszywe sygnały kredytodawcy, utrudniając zarządzanie ryzykiem szczególnie w końcowej fazie wzrostu, kiedy zainteresowani coraz bardziej oczekują nasilenia się akcji kredytowej (m.in. IPF 2014, s. 4–8; Crosby 2014; Crosby 2021, s. 31–39).
- Odwzorowuje tylko to, co widać na rynku w dniu wyceny, natomiast to, co może się ujawnić w przyszłości, nie może być bezpośrednio odwzorowane w wartości rynkowej.

Wady wartości rynkowej, szczególnie jej tymczasowy, a także procykliczny charakter, nie tylko zmniejszają, ale wręcz przekreślają jej przydatność jako samodzielnej podstawy określania wysokości kredytu i jego zabezpieczenia. Długi okres kredytowania jest źródłem ryzyka wartości, wynikającego ze zmian cyklicznych w gospodarce i na rynku nieruchomości. Wady wartości rynkowej jako podstawy zabezpieczenia nabierają szczególnego znaczenia w sytuacji rosnących napięć w gospodarkach. Dlatego na potrzeby zabezpieczenia wiarygodności zaczęto poszukiwać wartości długoterminowej, która byłaby odporna na krótkookresowe zmiany w cyklicznym przebiegu procesów gospodarczych.

5. Wartość bankowo-hipoteczna jako podstawa zabezpieczenia wiarygodności

Wartość długoterminowa nie jest kategorią ekonomiczną, nie stanowiła zatem przedmiotu rozważań ekonomii głównego nurtu. Jest koncepcją teoretyczną, nie jest określona na dany dzień, tylko w danym dniu dla długiego okresu. Nie obiektywizuje zachowań uczestników rynku w dniu wyceny.

Koncepcja wartości długoterminowej pod nazwą „wartość bankowo-hipoteczna” powstała na gruncie niemieckiej metodyki wyceny. Ma ona szczególne zastosowanie w wycenie aktywów stanowiących zabezpieczenie emisji papierów wartościowych (listów zastawnych). Metodyka określania tej wartości została uregulowana prawnie⁷. Musi ona uwzględniać jej trwałość przez cały okres kredytowania,

⁶ Określenie „iluzja wiedzy” wprowadzili S. Sloman i P. Fernbach dla wyjaśnienia sytuacji, w których ludziom wydaje się, że mnóstwo wiedzą, chociaż jako jednostki wiedzą bardzo mało, traktują wiedzę znajdującą się w umysłach innych tak, jakby była ich własna. Z jednej strony iluzja wiedzy pozwala realizować cele bez konieczności podejmowania niemożliwych prób samodzielnego zrozumienia wszystkiego, z drugiej strony ludzie nie zdają sobie sprawy, jak mało wiedzą o otaczającym ich coraz bardziej komplikującym się świecie (por. Harari 2018, s. 282–283).

⁷ *Pfandbriefgesetz (PfandBG)*, <https://www.gesetze-im-internet.de/pfandbg/BJNR137310005.html>.

a także wszystkie rodzaje ryzyka (*value at risk*), które mogą mieć negatywny wpływ na bankowo-hipoteczną wartość nieruchomości, a więc zarówno ryzyko niepewności wartości rynkowej w chwili wyceny, jak i ryzyko przyszłych zmian wartości. Te dwa rodzaje ryzyka mogą spowodować, że w przyszłości ceny nieruchomości spadną. Ostrożność wyceny wymaga, by kredyt wyznaczony na podstawie wskaźnika LTV sięgał 60–80% tej wartości (Bienert, Brunauer 2007, s. 559).

Zarówno w Niemczech, jak i w Austrii wykorzystuje się dwa różne sposoby obliczania wartości MLV. Pierwszy, powszechnie obowiązujący, odwzorowuje konserwatywny sposób wyceny: zarówno w podejściu kosztowym, jak i dochodowym dochodzenie do wartości bankowo-hipotecznego opiera się na ostrożnych założeniach, wymaga wyeliminowania krótkotrwałych trendów, niepewnych wzrostów dochodów czy niepewnych wahań kosztów. Ostrożna wycena wymaga przyjęcia niskich parametrów, potwierdzonych długoletnim doświadczeniem rynkowym. Metodyka wyceny ma charakter nakazowy, np: dochód zostaje skorygowany o koszty operacyjne na poziomie 15%, ostrożnie wyznaczony dochód operacyjny netto jest pomniejszony o część dochodu przypisanego gruntowi. Stopa kapitalizacji (*Liegenschaftszinssatz*), która sprowadza skorygowany dochód do wartości kapitału, musi odzwierciedlać długotermałe lokalne trendy na rynku, możliwość alternatywnego użycia nieruchomości w przyszłości oraz pozostały okres życia budynku. Zgodnie z regulacjami prawnymi dla nieruchomości mieszkalnych nie może być ona mniejsza niż 5%, a dla nieruchomości dochodowych – niż 6%. Pomniejszenia są również stosowane w podejściu kosztowym i porównawczym. Koszty urządzeń zewnętrznych pomniejsza się maksimum o 5% kosztów całkowitych, koszty budowy koryguje się o co najmniej 10%; w podejściu porównawczym rabat bezpieczeństwa przyjmowany jest w wysokości co najmniej 10%⁸. Bez względu na podejście wartość nieruchomości jest wyznaczana jako suma wartości gruntu i budynku. Wartość MLV nie może przekroczyć wartości MV. Oznacza to, że rzeczoznawca w dokumencie z wyceny zwanym ekspertyzą musi określić dwie wartości: MV i MLV. Drugi sposób określania wartości bankowo-hipotecznego polega na wyznaczeniu MLV jako pochodnej MV przez zastosowanie odpowiednich pomniejszeń. Obecnie stosowany jest on rzadko i w mniejszych bankach (Bienert, Brunauer 2007, s. 547, 552). Ten sposób dochodzenia może być zawodny, bowiem MV jest określana na dany dzień. W przypadku tego celu wyceny rzeczoznawca powinien poinformować kredytodawcę o przyszłym kierunku zmian wartości.

Po kryzysie 2006–2009 wartość bankowo-hipoteczną została uznana na szczeblu UE za podstawę zabezpieczenia wierzytelności. Jej definicja nawiązuje do niemieckiej koncepcji wartości długoterminowej: to „wartość nieruchomości określona w drodze ostrożnej oceny przyszłej zbywalności nieruchomości przy uwzględnieniu długoterminowych cech nieruchomości, normalnych warunków rynkowych i warunków na rynku lokalnym, obecnego użytkowania oraz odpowiednich alternatywnych sposobów użytkowania”⁹. Nie odwzorowuje ona aktualnego stanu rynku, powinna odwzorować trwałą zdolność nieruchomości do generowania dochodu, alternatywne sposoby użytkowania nieruchomości, a także możliwości jej sprzedania w przyszłości (ESW 2020, s. 49–50). Utożsamiana jest z wartością bezpieczną, zrównoważoną, wewnętrzną. Istotą wartości bankowo-hipotecznego jest „wygładzanie” tendencji rynkowych, w tym stawek czynszowych i dochodów. Bieżące informacje stanowią bowiem odbicie krótkoterminowego popytu, mogą być zniekształcone krótkoterminowymi preferencjami konsumentów, w tym zachowaniami spekulacyjnymi, czy stanowić wynik małej efektywności rynku nieruchomości. Wygładzanie

⁸ BelWertV Verordnung über die Ermittlung der Beleihungswerte von Grundstücken nach § 16 Abs. 1 und 2 des Pfandbriefgesetzes (Beleihungswertermittlungsverordnung – BelWertV), <https://www.gesetze-im-internet.de/belwertvBJNR117500006.html>.

⁹ Rozporządzenie UE nr 575/2013 w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych.

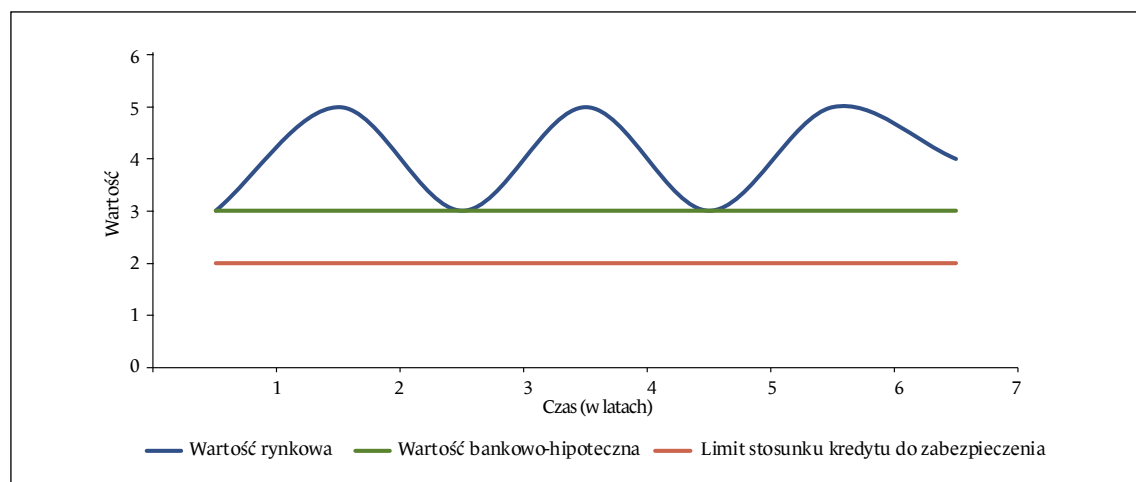
wymaga zatem dokonania korekt aktualnych stawek czynszowych, stóp kapitalizacji, stóp dyskontowych i kosztów zarządzania. Korekty te są dokonywane na podstawie długoterminowych, historycznie potwierdzonych trendów. Koncepcja tej wartości wyklucza uwzględnienie przyszłych wahań, wynikających z czynników ekonomicznych, w tym również z inflacji czy deflacji, a także przyszłych danych rynkowych (TEGOVA 2015). Chociaż wyznaczana jest jako wartość przyszła, nie uwzględnia zasady antycypacji. Wykorzystuje dane *ex post* – ustalana jest na podstawie długotrwałych trendów z przeszłości. Obliczanie tej wartości wymaga poznania przeszłych długookresowych trendów rynkowych oraz krytycznej oceny bieżących tendencji, aby oszacować ryzyko w przyszłości. Koniecznym warunkiem jej wyprowadzenia jest obszerna, długoterminowa baza danych (Niemcy sięgają po dane z 1914 r.), a także długookresowe doświadczenie rzeczoznawcy w wycenie. Historia rynków nieruchomości (np. kryzys kredytów *subprime*) udowodniła, że trendy z przeszłości niekoniecznie muszą powielać się w przyszłości.

Wartość bankowo-hipoteczną zdecydowanie różni się od wartości rynkowej:

- Wartość rynkową określa się według stanu i cen na dzień wyceny i/lub odpowiednio po zakończeniu zakładanego rozwoju i cen na dzień wyceny. Wartość bankowo-hipoteczną jest określana z uwzględnieniem jedynie tych cech nieruchomości, które przy założeniu właściwej eksploatacji nieruchomości mogą mieć trwały charakter i które może uzyskać każdy posiadacz nieruchomości.
- Wartość bankowo-hipoteczną wyraża ostrożne założenia dotyczące wartości w dłuższym okresie, a wartość rynkowa – na „moment” wyceny.
- Wartość bankowo-hipoteczną nie powinna przekraczać wartości rynkowej – por. wykres 1.
- Z definicji wartości rynkowej wynika występowanie stanu krótkoterminowej równowagi na rynku: są hipotetyczni chętni kupujący i sprzedający. Skoro wartość bankowo-hipoteczną pochodzi z długofalowych obserwacji, eliminuje krótkoterminowe stany rynku i odzwierciedla równowagę długoterminową (ESW 2017, s. 111).
- Definicja wartości bankowo-hipoteczną mocno podkreśla przyszłą zbywalność nieruchomości ocenioną na podstawie długoterminowych, a nie krótkoterminowych trendów rynkowych. Definicja wartości rynkowej nie zakłada konieczności zbycia nieruchomości.

Wykres 1

Wartość bankowo-hipoteczną a wartość rynkowa



Źródło: Bienert, Brunauer (2007, s. 546).

Pomimo że wartość bankowo-hipoteczna istotnie redukuje ryzyko kredytodawcy, nie uzyskała powszechnej akceptacji. Niemiecka koncepcja wyceny budziła i budzi wiele kontrowersji. Włączenie definicji wartości MLV do EVS nie doprowadziło do lepszego zrozumienia koncepcji tej wartości na poziomie międzynarodowym, a nawet europejskim. Przedstawiciele krajów, w których nie ma tradycji MLV, opowiadali się nawet za wyeliminowaniem MLV z ESV (Bienert, Brunauer 2007, s. 551). Również w opinii autorki niniejszego tekstu jest ona oparta na założeniach trudnych do zaakceptowania na gruncie rozważań ekonomicznych i prawnych. Między innymi rozdzielona jest wartość gruntu od wartości budynku, nie jest wyznaczana wartość prawa do osiągnięcia dochodu w nieskończonym okresie, co odpowiada koncepcji wyceny prawa własności, dochód z budynku jest uwzględniany tylko w okresie jego dalszej żywotności, podczas jej wyznaczania preferuje się podejście kosztowe, stopień zużycia jest ustalany na podstawie tzw. miar czasowych. Odwzorowuje to techniczne, a nie ekonomiczne i prawne podejście do zrozumienia wartości oraz sposobu jej określania.

Koncepcję wartości długoterminowej przyjęły Niemcy, Austria, Republika Czeska, Węgry, Luksemburg, Polska, Słowenia i Hiszpania (RICS 2018, s. 4). Jednakże nawet w krajach, które ją zaakceptowały, jest ona różnie definiowana. Zdarza się, że instytucje finansowe w jednym kraju posługują się odmiennymi definicjami tego terminu. Rzeczoznawcy korzystający z pojęcia wartości bankowo-hipotecznej muszą zatem wskazać konkretną definicję terminu i/lub ustawodawstwo, do którego się odwołują. Zróżnicowane są nie tylko definicje, ale także sposoby ustalania tej wartości. Wprawdzie kraje te przyjęły ogólną koncepcję wartości długoterminowej, jednak opracowały własne metodyki jej ustalania (RICS 2018, s. 4–5). Przykładem są rozwiązania stosowane w Polsce, gdzie obowiązująca Rekomendacja F zdecydowanie odbiega od niemieckiej koncepcji wyznaczania wartości długoterminowej¹⁰. Pomimo że koncepcje MLV są zróżnicowane, mają też cechy wspólne:

- Utożsamiane są z wartością bezpieczną, zrównoważoną, wewnętrzną.
- Wykorzystują uznane w skali międzynarodowej podejścia: podejście porównawcze, dochodowe i kosztowe.
- Wymagane jest wyeliminowanie krótkoterminowej zmienności rynku; dane, dobrze udokumentowane, muszą odwzorowywać długookresowe trendy. Dotyczy to stawek czynszów, kosztów wzniesienia, pustostanów czy stóp kapitalizacji. W krajach o niskiej amplitudzie wahań (Niemcy) ich poziom jest prawnie regulowany, w innych krajach ich bieżący poziom, po uwzględnieniu relacji między popytem i podażą na lokalnym rynku, jest odpowiednio korygowany, by uzyskać efekt trwałości.
- Często oddzielnie szacowana jest wartość gruntu i wartość budynku. Przy wyznaczaniu wartości budynku przyjmuje się ograniczony cykl życia i stopień zużycia budynku.
- Tak jak w przypadku wszystkich wycen należy odliczyć koszty ponoszone przez właściciela, typowe dla rynku lokalnego.
- Wartość bankowo-hipoteczna jest zwykle oparta na obecnym sposobie użytkowania nieruchomości. Alternatywny sposób użytkowania przyjmowany jest tylko wtedy, gdy uzyskane zostało pozwolenie na wprowadzenie zmian albo udowodniono zamiar wprowadzenia tych zmian.

¹⁰ Komisja Nadzoru Finansowego, Rekomendacja F, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/knf_123958_RekomendacjaF_39880.pdf.

Niewątpliwie jako podstawa zabezpieczenia wierzytelności wartość bankowo-hipoteczna ma wiele zalet dla kredytodawcy:

- Na rynkach nieruchomości długookresowy charakter tej wartości jest zgodny z horyzontem spłaty kredytu.
- Ponieważ jest ustalona na niższym poziomie niż wartość rynkowa, zmniejsza ryzyko kredytodawcy, jest również bezpieczniejsza dla kredytobiorcy.
- Uwzględnia wszelkiego rodzaju ryzyko (*value at risk*). Została zaakceptowana w zarządzaniu ryzykiem instytucji finansowych, uwzględnia szczególne wymagania dotyczące bezpieczeństwa, powoduje, że waga ryzyka jest niższa, czyli niższe są wymagania kapitałowe wobec instytucji kredytowych (ESW 2020, s. 49).
- Dostarcza sygnałów wyprzedzających: różnica pomiędzy poziomem wartości rynkowej i wartości bankowo-hipotecznej ujawnia miejsce w cyklu koniunkturalnym i cyklu rynku nieruchomości, pozwalając lepiej zarządzać ryzykiem kredytowym. Ta różnica rośnie podczas boomu, a maleje w okresie spadków.
- W przypadku niestabilnych warunków rynkowych przyjmuje rolę stabilizatora; ograniczając akcję kredytową, spowalnia ruchy cen nieruchomości.

Obok niewątpliwych zalet wartość bankowo-hipoteczna ma też istotne wady:

- Utożsamia się ją z wartością w przyszłości, ale ustalana jest na podstawie długotrwałych trendów w przeszłości.
- Jej wyznaczenie natrafia na barierę danych liczbowych.
- Wprawdzie spełnia funkcję regulatora na rynkach rosnących, jednak ogranicza akcję kredytową na rynkach słabnących, ponieważ nie pobudza aktywności gospodarczej.
- Chociaż stanowi pomocne narzędzie ograniczania akcji kredytowej wraz ze wzrostem cen nieruchomości, nie ma zdolności do przewidywania poważnych załamań na rynku (Clarke i in. 2017, s. 9–10).
- Słabo sprawdza się na rynkach odczuwających napięcia inflacyjne i wysoką cykliczność. Jest łatwiejsza do zastosowania w gospodarkach, w których inflacja jest niska, a rynki nieruchomości nie wykazują silnych cyklicznych zmian. Takie warunki na ogół spełnia gospodarka niemiecka. Na rynkach, na których występuje wysoka cykliczność, pojawia się natomiast trudność z przyjęciem bieżących czynszów rynkowych do wyznaczenia czynszu długoterminowego.

6. Poszukiwanie alternatywnych rodzajów wartości długoterminowych jako podstawy zabezpieczenia wierzytelności

Świadomość wad wartości rynkowej i zastrzeżenia pod adresem wartości bankowo-hipotecznej spowodowały poszukiwanie koncepcji wartości, która ma być nie tylko ostrożna, ale ma też rozpoznawać przebieg cyklu rynku nieruchomości, hamować akcję kredytową w okresie pobudzenia rynku nieruchomości i zachęcać do kredytowania w okresie spadków jego aktywności. Do prac nad poszukiwaniem wartości długoterminowej włączyły się: Wielka Brytania (wspierana przez Bank of England Long-term Value Working Group of the Property Industry Alliance Dept Group oraz RICS), Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego (BCBS), Europejski Urząd Nadzoru Bankowego, a także Stowarzyszenie Niemieckich Banków Listów Zastawnych (vdp) i HypZert. Alternatywne modele noszą ogólną nazwę *long-term*

value lub *long-term sustainable value*. Utożsamia się je z wartością długoterminową. Wszystkie stanowią próbę poszukiwania wartości ostrożnej (Crosby, Hordijik 2021, s. 6–9). Nie są obecnie częścią procesu wyceny kredytów bankowych, ale mogą być wymagane w przyszłości (RICS 2018, s. 2).

Wyraźnie ujawniły się dwa kierunki poszukiwań wartości długoterminowej:

– kierunek pierwszy: próba wyznaczenia MLV poprzez korektę MV; to koncepcja modelu wartości niższej od wartości rynkowej, czyli wartości „poniżej cyklu” (*under-the-cycle*);

– kierunek drugi: poszukiwanie niezależnej wartości długotrwałej, konkurencyjnej wobec wartości bankowo-hipotecznej; to poszukiwanie modelu wartości odwzorowującej cykl rynku (*through-the-cycle*).

Przeprowadzone badania sugerowały możliwość wyprowadzenia MLV z MV. Argumentem za takim kierunkiem rozważań jest rosnąca wartość rynku papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką z dużym udziałem niemieckich listów zastawnych. Powstały obawy, że przyjmowanie MLV, kategorii mało znanej i niezrozumiałej na rynkach międzynarodowych, może zmniejszyć popyt na listy zastawne (Bienert, Brunauer 2007, s. 553). Nabiera to szczególnego znaczenia wraz ze wzrostem liczby transakcji transgranicznych. Kolejnym argumentem przemawiającym za kalkulacją wartości MLV jako pochodną MV jest rosnąca przejrzystość rynków nieruchomości. Sprawą otwartą jest sposób określania MLV jako pochodnej MV. Ten kierunek poszukiwań nie oznacza prostej, procentowej korekty wartości rynkowej w dół. Wartość rynkowa zostaje skorygowana o parametry, które przyjmują najniższe wartości w normalnym cyklu nieruchomości. Jedną z koncepcji, oparta na danych historycznych, wykorzystuje współczynniki redukcji wartości rynkowej zależnie od położenia nieruchomości (Tajani, Morano 2017, s. 44–70). Do wyznaczenia współczynników posłużyły wyniki analizy historycznej wartości nieruchomości w 93 głównych włoskich miastach, wykorzystywanych do celów mieszkaniowych i komercyjnych w latach 1967–2015, w centralnej, półcentralnej i peryferyjnej lokalizacji nieruchomości. Autorzy zdefiniowali wartość MLV jako najniższą wartość rynkową nieruchomości w okresie spłaty kredytu hipotecznego. Uznaje się jednak, że takie korekty są zbyt proste – tak zwana pochodna wartości MLV nie może być oszacowana za pomocą zryczałtowanych pomniejszeń. W silnie zmieniającym się otoczeniu również analiza regresji może być zawodna przy dokonywaniu wiarygodnych prognoz nawet dla okresów do 10 lat. Wśród propozycji rozważane było zastosowanie wartości zagrożonej (Bienert, Brunauer 2007, s. 562). Koncepcję skorygowanej wartości rynkowej promował również wspomniany zespół z Wielkiej Brytanii. W sprawozdaniu (IPF 2014) członkowie zespołu uznali wartość długoterminową za narzędzie zarządzania ryzykiem (zalecenie 4), które umożliwi powiązanie współczynnika LTV z długoterminową miarą wartości zabezpieczenia, a nie z wartością rynkową. Ich raport z 2017 r. (Clarke i in. 2017) potwierdził możliwość ustalenia wartości długoterminowej i jej przydatność do zwiększenia świadomości cyklicznych zmian rynkowych. Jedną z wartości rozważanych przez zespół była skorygowana wartość rynkowa, którą początkowo uznano, w wyniku badań empirycznych, za najbardziej wiarygodną. Przy jej wyznaczeniu muszą być uwzględnione długookresowe trendy wartości kapitałowych oczyszczone z inflacji. Wyznaczając wartość długoterminową jako pochodną wartości rynkowej, rzeczoznawca musi określić ryzyko tej wartości i okres jej ważności. Na tej podstawie banki powinny ustalić rozsądne wskaźniki LTV.

Drugi kierunek badań zakładał poszukiwanie niezależnej wartości długotrwałej, konkurencyjnej wobec wartości bankowo-hipotecznej. To poszukiwanie modelu wartości odwzorowującej cykl rynku (*through-the-cycle*). Wyznaczanie tej wartości opiera się albo na oczekiwanych w przyszłości parametrach wyceny, albo na stosowanych zasadach. W poszukiwaniu takiej wartości prym wiedzie Wielka Brytania, która odrzuciła niemiecką koncepcję wartości długoterminowej. Własne prace nad

zdefiniowaniem i określeniem sposobu jej wyznaczania podjęła Long-term Value Working Group of the Property Industry Alliance Dept Group. W sprawozdaniu z 2017 r. oprócz promowania skorygowanej wartości rynkowej zespół wskazał na potencjał wartości inwestycyjnej (Investment Value IV), która jego zdaniem wymagałaby dalszego dopracowania. Z kolei w raporcie z 2020 r. (IPF 2020) skoncentrowano się na „zrównoważonej wartości” (*sustainable value*). Poszukiwano metod oszacowania trwałych rzeczywistych wartości czynszowych – czyli prawdopodobnych czynszów w dłuższym okresie, a nie w danym momencie – a także trwałych stóp kapitalizacji, które umożliwiłyby określenie trwałych wartości kapitałowych. Zastosowano trzy główne podejścia do szacowania: trend szeregu czasowego, ekonometryczne oszacowanie zgodne z bazowymi poziomami popytu i podaży oraz ekonometryczne oszacowanie zgodne z popytem i podażą powracającymi do trendu. Wykorzystano model *ex ante*, a nie jak dotychczas model *ex post*. Oznacza to, że koncepcja ta opiera się na zestawie założeń, a nie na historycznych zależnościach statystycznych (IPF 2020).

W dyskusji nad wartością długoterminową wziął również udział Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego (BCBS), uznawany za organ regulacyjny. Dąży on do uwzględnienia wyceny ostrożnościowej. W 2017 r. Komitet zaproponował nowe ramy wyceny. Aby ograniczyć nadmierną zmienność aktywów (w tym nieruchomości) ważonych ryzykiem, Komitet posługuje się pojęciem *prudent value of property* i *prudent valuation* (Basel III, s. 19, 21). Podkreśla, że przy wycenie nieruchomości muszą być stosowane dość konserwatywne kryteria, to znaczy „wycena musi wykluczać oczekiwania co do wzrostu cen i musi być skorygowana, aby uwzględnić możliwość, że aktualna cena rynkowa będzie znacznie wyższa od wartości, która byłaby możliwa do utrzymania przez cały okres kredytowania. Krajowe organy nadzoru powinny wydać wytyczne określające kryteria ostrożnej wyceny, jeśli takie wytyczne nie istnieją jeszcze w prawie krajowym. Jeśli możliwe jest określenie wartości rynkowej, wycena nie powinna być wyższa od wartości rynkowej” (Basel III, s. 21).

Z ciekawą propozycją wystąpił RICS, który wśród rozważanych alternatyw długoterminowych zwraca uwagę na wartość godziwą, rozumianą jako sprawiedliwa wartość ekonomiczna (Crosby, Hordijk 2021). Z kolei Europejski Urząd Nadzoru Bankowego nalega na wprowadzenie w Europie jednej metody wyznaczania wartości długoterminowej.

Krytyczne uwagi pod adresem niemieckiej koncepcji MLV spowodowały, że z inicjatywy Stowarzyszenia Niemieckich Banków Listów Zastawnych (vdp) i HypZert powołano międzynarodową sieć ekspertów ds. wyceny. Jej celem jest wypracowanie wspólnej europejskiej metodyki wyceny w celu określenia długoterminowej zrównoważonej wartości (*long-term sustainable value* – L-TSV). W pracach grupy uczestniczą przedstawiciele ośmiu krajów: Finlandii, Francji, Niemiec, Holandii, Polski, Hiszpanii, Szwecji i Wielkiej Brytanii. Ich celem jest ustanowienie zharmonizowanego standardu wyceny, który miałby zastosowanie przynajmniej w całej Europie.

Przyjrzyjmy się najważniejszym proponowanym koncepcjom wartości stanowiącej podstawę zabezpieczenia długoterminowych wierzytelności: skorygowanej wartości rynkowej, wartości inwestycyjnej, wartości godziwej, nazwanej ekonomiczną wartością sprawiedliwą, wartości zrównoważonej i wartości ostrożnej.

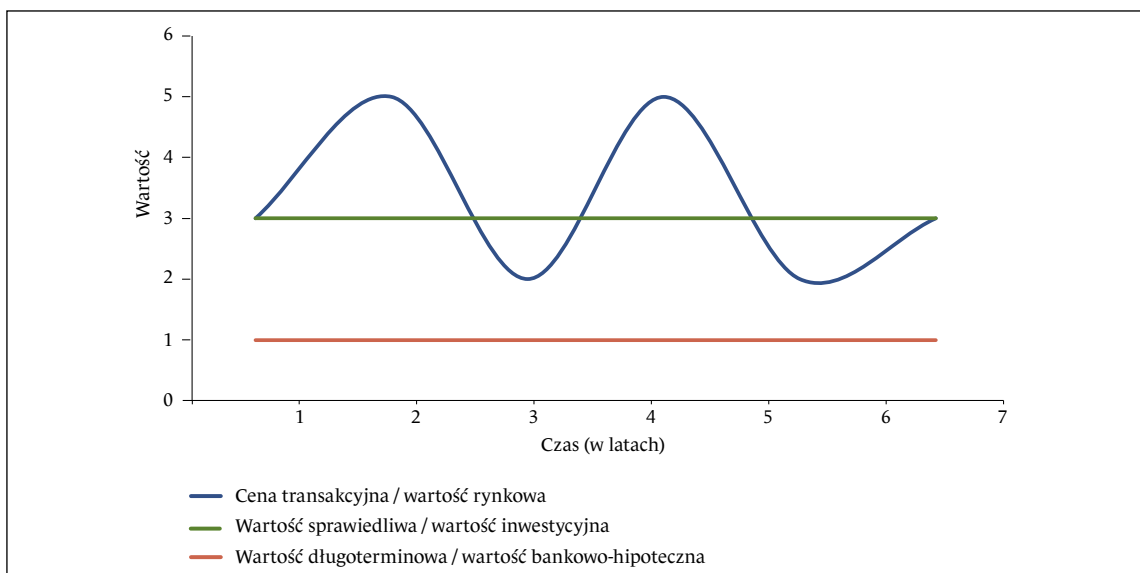
Skorygowana wartość rynkowa (AMV) to bieżąca wartość rynkowa skorygowana za pomocą wskaźnika korekty rynkowej, odzwierciedlającego różnicę między wartością rynkową a długookresowym trendem wartości kapitałowych nieuwzględniających inflacji. To model historycznego trendu liniowego. Dzięki pominięciu inflacji analiza wcześniejszych trendów może posłużyć do rozpoznawania i przewidywania przyszłych tendencji. Warunkiem stworzenia AMV jest

dostępność długoterminowych danych rynkowych. Koncepcja ta najbardziej nadaje się do analizy rynku jako całości, może być również stosowana w odniesieniu do indywidualnej nieruchomości (Clarke i in. 2017, s. 8).

Przyjęcie **wartości inwestycyjnej (IV)** jako podstawy wyceny do celów zabezpieczenia wierzytelności może wydawać się zaskakujące. Oznacza ona wartość nieruchomości dla właściciela lub potencjalnego kupującego, obliczoną na podstawie ich indywidualnych kryteriów inwestycyjnych. Oparta jest zatem na wartościach użytkowych. Ta kategoria była i jest jednak również rozumiana szerzej – jako wartość wyznaczona na potrzeby inwestorów z punktu widzenia rynku (Clarke i in. 2017, s. 8; French 2017, s. 2–3). Do koncepcji wartości inwestycyjnej odwoływał się także Międzynarodowy Fundusz Walutowy, zdefiniowana została również w standardach na szczeblu międzynarodowym (MSW 2000). Może być równa wartości rynkowej, wyższa albo niższa od niej (wykres 3). Istotnym celem rekomendowania wartości inwestycyjnej była zmiana spojrzenia na wartość długoterminową. Dotychczas wartość bankowo-hipoteczną jako wartość długoterminową wyznaczano „poniżej cyklu”, była bowiem niższa od wartości rynkowej. Wartość inwestycyjna jest wartością „w cyklu” (Crosby 2021, s. 31–39). Do wyznaczenia wartości inwestycyjnej służy model dyskontowanych strumieni dochodów. Wykorzystuje on zasadę antycypacji: prognozę wzrostu bieżących czynszów i długookresowe tendencje zmian stopy rentowności (15-letnią retrospektywną średnią krocząca odpowiednich szeregów rentowności). Strumień dochodów netto jest dyskontowany docelową stopą zwrotu, wyznaczoną jako suma stopy wolnej od ryzyka, ustalonej na podstawie 10-letnich brytyjskich obligacji rządowych w dniu wyceny, i premii za ryzyko ustalonej na podstawie ankiety niezależnych doradców finansowych (Clarke i in. 2017, s. 8). Wartość ta może mieć zastosowanie zarówno do pojedynczej nieruchomości, jak i do całego rynku. Zależność między wartością rynkową, bankowo-hipoteczną i inwestycyjną jako podstawą zabezpieczenia przedstawia wykres 2.

Wykres 2

Różne podejścia do wartości ostrożnej



Źródło: RICS (2018).

Promowana przez RICS **wartość godziwa** nie powiela koncepcji tej wartości zdefiniowanej w Międzynarodowych Standardach Rachunkowości. Dla odróżnienia nazwano ją **ekonomiczną wartością sprawiedliwą**. Jest to koncepcja dość niejednoznaczna (Crosby, Hordijk 2021). Nie stanowi ostrożnie ustalonej wartości rynkowej. Zakłada, że hipoteza ceny odwzorowuje długoterminową równowagę cenową. Jest to racjonalna wycena uwzględniająca przyszłe oczekiwania dotyczące zarówno nieruchomości, jak i rynku, podczas gdy wartość rynkowa/wartość przy wymianie wynika z warunków rynkowych panujących w dniu transakcji/wyceny i uwzględnia wyłącznie kwotę, jaką można uzyskać w tym momencie. Koncepcja wartości godziwej jako wartości ostrożnej odwzorowuje racjonalne oczekiwania dotyczące zarówno nieruchomości, jak i rynku. Może przekraczać wartość rynkową w ramach cyklu rynku nieruchomości. Ma wyższy poziom niż wartość bankowo-hipoteczna, ale nie podąża za zmianami poziomu wartości rynkowej. Różnica pomiędzy wartością rynkową a sprawiedliwą informuje o przeszacowaniu bądź niedoszacowaniu rynku.

Wartość długoterminową jako podstawę zabezpieczenia wiarygodności promował również Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego, nazywając ją **wartością ostrożną**. Koncepcyjnie jest zbliżona do ekonomicznej wartości sprawiedliwej. Różni się od wartości rynkowej i bankowo-hipotecznej, chociaż jest nieco podobna do drugiej z tych kategorii. W przeciwieństwie do wartości rynkowej nie jest ustalona na dany dzień (dzień wyceny), ma okres trwałości i może stać się podstawą wymiany w okresie kredytowania (Crosby 2021, s. 31–39). W przeciwieństwie do wartości bankowo-hipotecznej nie odnosi się do długoterminowych cech nieruchomości, normalnych warunków rynkowych i warunków na rynku lokalnym, obecnego użytkowania oraz odpowiednich alternatywnych sposobów użytkowania. Uwzględnienie długoterminowych cech nieruchomości, normalnych warunków na rynku lokalnym przez cały okres kredytowania, a także próba uwzględnienia wahań cen rynkowych zbliżają ją do koncepcji wartości bankowo-hipotecznej. Ostrożna wartość powinna być w miarę możliwości porównana z wartością rynkową, co sugeruje, że każdy proces ostrożnej wyceny powinien obejmować wycenę rynkową. Gdy wartość rynkowa jest niższa od wartości ostrożnej, znaczy to, że rynki są zaniżone – obecna cena rynkowa jest znacznie niższa od wartości, którą można utrzymać dzięki kredytowi. Kiedy wartość rynkowa jest od niej wyższa, wartość ostrożna wyznacza rozsądną wartość. Oznacza to, że ta wartość opiera się na modelu całego cyklu, zachęca do udzielania kredytów w czasie recesji i tłumi akcję kredytową w okresach boomu. Uwzględnia ewentualność, że bieżąca cena rynkowa może znacznie przekroczyć wartość, która byłaby możliwa do utrzymania w okresie kredytowania, oraz że ceny mogą spaść w okresie kredytowania. Jest to więc model rozważnie konserwatywny. Gdyby jednak w dniu wyceny wartość ostrożna okazała się wyższa od wartości rynkowej, różnica musiałaby być wyjaśniona. Wycena prowadząca do określenia wartości ostrożnej musi wykluczać oczekiwanie wzrostu cen i brać pod uwagę, że aktualna cena rynkowa może być znacznie wyższa od wartości, która byłaby możliwa do utrzymania w okresie kredytowania. Jej wprowadzenie wymaga stworzenia przez krajowe organy nadzoru wytycznych, określających kryteria ostrożnej wyceny.

Wartość zrównoważona, promowana przez międzynarodową sieć ekspertów ds. wyceny, wymaga wykorzystania zrównoważonych, czyli długoterminowych czynszów do monitorowania, czy na rynkach najemców nie dochodzi do przegrzania, a także przyjęcia zrównoważonych stóp kapitalizacji. W tym celu proponuje się wykorzystanie ekonometrycznego modelowania do oszacowania zrównoważonej wartości kapitałowej na podstawie zrównoważonych stóp kapitalizacji i zrównoważonych czynszów (Crosby 2021, s. 9–10).

7. Weryfikacja dotychczasowych rozważań w świetle badań empirycznych

Powyższe rozważania nie miały tylko teoretycznego charakteru. Niektóre z analizowanych kategorii wartości długoterminowych zostały poddane empirycznej weryfikacji na podstawie danych historycznych, by sprawdzić, czy mogą służyć do zarządzania ryzykiem. Grupa robocza ds. wartości długookresowej przeanalizowała rynek nieruchomości komercyjnych w latach 1982–2015 (Clarke i in. 2017). Weryfikacja uwzględniła przydatność danej kategorii wartości do oceny aktywności rynku nieruchomości czy jego segmentów oraz możliwość zabezpieczenia wierzytelności na poziomie pojedynczej nieruchomości. Dobra koncepcja wartości do celów zabezpieczenia, wyznaczana dla zagregowanego segmentu rynku nieruchomości (np. rynek nieruchomości komercyjnych), powinna umożliwić identyfikację bańki cenowej i w konsekwencji identyfikację możliwości silnej korekty cen rynkowych. Analiza uwzględniająca segmentację rynku powinna dać możliwość oceny, który z tych rynków jest najbardziej zagrożony. Badania wykazały, że na poziomie makro największą zdolność do przewidywania poważnych załamania ma skorygowana wartość rynkowa (AMV). Przy 10-procentowym zawyżeniu wartości istnieje aż 50-procentowe prawdopodobieństwo spadków rynkowych w ciągu następnych pięciu lat. Wskaźnik sprawdził się w analizie kryzysu z lat 2007–2008. Maksymalny spadek wartości rynkowej poniżej wartości długoterminowej (AMV) w ciągu następnych pięciu lat nie przekroczył 4%, podczas gdy wartość rynkowa zmniejszyła się o 42% (Clarke i in. 2017, s. 15–16). W opinii autorów przytoczonego powyżej raportu koncepcja wartości inwestycyjnej wymagała dopracowania, bowiem rynkowe prognozy wzrostu czynszów (które są kluczowymi danymi wejściowymi) okazały się zbyt optymistyczne. Nie zdołano przewidzieć załamania czynszów, które nastąpiło po okresie nadmiernego (i lewarowanego) spekulacyjnego inwestowania. Próbę dopracowania koncepcji tej wartości podjęto w 2020 r. (IPF 2020). Niedostępność danych spowodowała, że autorom tych badań nie udało się przetestować tych wskaźników wartości na poziomie pojedynczej nieruchomości (IPF 2020). Dopracowując koncepcję wartości inwestycyjnej, przyjęto „czynsz zrównoważony” przez wykorzystanie średniej ruchomej faktycznego wzrostu czynszów. Niestety, wnioski z próby weryfikacji rozważanych różnych koncepcji wartości nie były optymistyczne. Autorzy uznali, że z powodu skomplikowania podstawowych zależności, problemów z danymi i zmian strukturalnych (zmian zależności między rynkiem nieruchomości a podstawowymi czynnikami) rzetelna identyfikacja długoterminowej wartości stanowi wyzwanie i nie ma prostego rozwiązania (IPF 2020, s. 6).

Reasumując, przyjmowanie wartości rynkowej jako jedynej podstawy wyceny zabezpieczeń kredytów bankowych zostało uznane za błąd (Crosby 2021, s. 31–39), więc zaczęto poszukiwać jej alternatywy. Okazała się nią wartość długoterminowa. Sama idea poszukiwania tej wartości została zaakceptowana. Ścierają się trzy koncepcje: niemiecka, brytyjska i Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego. Istotny pozostaje sposób sprecyzowania tej wartości („poniżej cyklu” czy „w cyklu”), a także sposób jej pomiaru (czy wartość długoterminowa powinna być ustalona na podstawie danych historycznych czy przewidywanych tendencji w przyszłości, czyli jako kategoria *ex post* czy *ex ante*).

8. Dyskusja

Przegląd literatury ujawnia, że w dyskusjach nad wartością długoterminową w centrum zainteresowania jest dążenie do zmniejszenia ryzyka kredytodawcy. Wydaje się, że bezpieczeństwo sektora bankowe-

go nie powinno stanowić jedyne punktu odniesienia. W procesie kredytowania oprócz kredytodawcy występują kredytobiorcy i rzeczoznawcy majątkowi. Kredytobiorcy z powodu pogorszenia koniunktury są narażeni na spadek bieżącej wartości nieruchomości. Dowiódł tego kryzys z lat 2007–2009. Kolejne zagrożenia to pandemia i wojna w Ukrainie. Narastają trudności kredytobiorców, rośnie ryzyko inwestowania na rynkach nieruchomości, maleje aktywność rynków, co może doprowadzić do sytuacji, że wartość kredytu pozostającego do spłaty przewyższy wartość zabezpieczenia. Z kolei rzeczoznawcy ponoszą odpowiedzialność zawodową, cywilną (odszkodowawczą) i karną. Do zaostrzenia sytuacji przyczyniają się także: konflikt interesów wśród udziałowców oraz członków zarządu, konkurencja, indywidualne bodźce finansowe, zachowania kluczowych pracowników¹¹ i behawioralne aspekty wyceny, takie jak: odchodzenie od normatywnego procesu wyceny, nieracjonalne, a często także nieetyczne zachowania rzeczoznawców majątkowych czy wpływ klienta na proces wyceny, zainteresowanego podwyższaniem wartości. Behawioralne aspekty wyceny¹², w tym wpływ klienta na przebieg i wynik pracy rzeczoznawcy, potwierdziły liczne badania przeprowadzone w krajach o największej transparentności, takich jak USA czy Wielka Brytania, ale również badania podjęte w Nigerii, Malezji i Tajlandii (m.in. Chen, Yu 2009, s. 25–41; Palakavong, Swierczek 2014, s. 41–51). W dobie zarządzania przez wartość nie tylko klient, lecz także banki oraz akcjonariusze mogą być zainteresowani nadmiernym rozwojem akcji kredytowej¹³. Jak jednak pokazuje historia rynków nieruchomości, takie zarządzanie jest korzystne, ale tylko w krótkim okresie. W długim okresie prowadzi do kryzysu sektora bankowego. Wydaje się, że oddziaływanie czynników behawioralnych na proces wyceny i kredytowania dodatkowo potwierdza, że należy znaleźć wartość długoterminową, która byłaby podstawą zabezpieczenia wiarytelności i analizy stanu rynku nieruchomości. Oznacza to, że dyskusji nad wartością długoterminową nie można prowadzić tylko z punktu widzenia ryzyka kredytodawcy; należy także uwzględnić aspekty społeczne.

9. Podsumowanie

Uznanie wartości długoterminowej jako podstawy zabezpieczenia wiarytelności w Unii Europejskiej, a także podjęcie rozważań na ten temat w Wielkiej Brytanii stanowią wyraz rosnącej świadomości, że sprawne zarządzanie ryzykiem przez kredytodawcę wymaga poszukiwania wartości, która nie jest wrażliwa na zmiany w cyklu koniunkturalnym i cyklu rynku nieruchomości. Na ogół skłonność do udzielania i zaciągania kredytów rośnie w fazie wzrostu i drastycznie spada w warunkach osłabiania aktywności gospodarczej, a więc w okresie, kiedy pojawia się największe prawdopodobieństwo utraty

¹¹ Dyrektywa z 2006/48/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 14 czerwca 2006 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności kredytowej wskazuje na konieczność monitorowania wartości nieruchomości przez niezależnego rzeczoznawcę, czyli osobę mającą kwalifikacje, umiejętności i doświadczenie konieczne do przeprowadzenia wyceny niezależnej od procesu decyzyjnego w sprawie udzielania kredytu.

¹² Wycena nieruchomości została znormalizowana. Dostrzeżono jednak, że rzeczoznawcy nie przestrzegają modelu wyceny. Jako pierwsi ujawnili to psycholodzy amerykańscy, którzy w latach 90. XX w., stosując metodę eksperymentu, wykazali, że rzeczoznawcy podlegają pewnym heurystykom, które nie pozostają bez wpływu na wynik szacunku, np. heurystyce zakotwiczenia czy heurystyce dostępności, czyli nowości (Zaleskiewicz 2012). Podleganie heurystykom dowodzi tendencyjności wyceny (szerzej: Kucharska-Stasiak, Jarecki 2021).

¹³ Nieetyczne zachowania kredytodawców obnażył Stiglitz (2010, s. 363). Badania sondażowe wśród 500 rzeczoznawców majątkowych w 44 stanach ujawniły, że w okresie wzrostu liczby udzielonych kredytów 55% z nich doświadczyło nacisków, by zawyżyli wartość nieruchomości, a 25% odczuło takie naciski przy dokonywaniu co najmniej połowy zleconych im wycen. Kredytodawcy, reprezentujący bank jako podmiot zaufania publicznego, nie spełniali moralnych standardów, jakich się od nich oczekuje. Odmowa zawyżania wycen przez rzeczoznawców spowodowała, że banki zakładały własne firmy szacujące wartość (Stiglitz 2010, s. 103).

zdolności kredytowej. Kredytodawca podejmuje decyzję o wysokości kredytu najczęściej na podstawie wskaźnika LTV, określającego relację wartości kredytu do wartości rynkowej zabezpieczenia. Wzrost cen i wartości nieruchomości powoduje, że rosną: zabezpieczenie, wartość pojedynczego kredytu i akcja kredytowa, co napędza dalszy wzrost cen. Wartość rynkowa działa procyklicznie. Podjęte w niniejszej pracy teoretyczne rozważania miały wykazać, że stosowanie wartości długoterminowej i budowanie na jej podstawie wskaźnika LTV dla pojedynczego kredytu mogą dostarczyć przydatnych sygnałów wyprzedzających i pomóc wdrożyć strategię łagodzenia akcji kredytowej znacznie przed szczytem cyklu. Dotychczasowe rozważania upoważniają do wysunięcia kilku wniosków:

- Wartość rynkowa nie odwzorowuje wartości nieruchomości w całym okresie kredytowania. Może to sugerować, że z punktu widzenia kredytodawcy ważniejsza jest zdolność i wiarygodność kredytowa niż jakość zabezpieczenia, czyli nieruchomość. Zdolność i wiarygodność kredytowa mogą jednak bardziej zmieniać się w czasie niż wartość nieruchomości. Oznacza to, że z punktu widzenia kredytodawcy najważniejsza powinna być jednak jakość zabezpieczenia.
- Wartość rynkowa ustalana jest na dany dzień – dzień wyceny. Nie uwzględnia w wystarczającym stopniu przydatności nieruchomości jako podstawy zabezpieczenia w sytuacji kredytowania długoterminowego. Dlatego wartość ta nie powinna stanowić jedynej podstawy zabezpieczenia. Bez względu na rodzaj banku (uniwersalny czy hipoteczny) podstawą zabezpieczenia wiarygodności powinna być wartość długoterminowa.
- Przyjęcie wartości długoterminowej nie oznaczałoby, że wartość rynkowa nie byłaby przydatna do omawianego celu wyceny. Powinna zmienić swoją funkcję: z podstawy ustalania wskaźnika LTV na funkcję kontrolną. Ma ona na celu określenie miejsca w cyklu koniunkturalnym i cyklu rynku nieruchomości. RICS słusznie zaleca, aby wartość rynkowa pozostała ważnym, integralnym składnikiem każdej oceny do celów zabezpieczenia wiarygodności (RICS 2018, s. 1–2).
- Niemiecka koncepcja wartości długoterminowej (wartości bankowo-hipotecznej) okazała się „hitem eksportowym” (Bienert, Brunauer 2007, s. 571). Wyklucza ona: czynniki specyficzne dla niektórych stron, czynniki krótkoterminowe, które mogłyby wpłynąć na wartość, takie jak zakłócenia na rynku, oraz czynniki spekulacyjne. Dzięki temu ogranicza ryzyko kredytodawcy, chociaż go nie likwiduje. Sposób określania wartości bankowo-hipotecznej budzi jednak zastrzeżenia. Brytyjczycy zarzucają, że jest pozbawiona logiki inwestycyjnej i ekonomicznej. Budzi również zastrzeżenia na obszarze niemieckojęzycznym (m.in. Bienert, Brunauer 2007; Lorenz 2006).
- Dyskusje na temat koncepcji wartości długoterminowej trwają. Uwzględniają dwa aspekty: przydatność danej kategorii wartości do oceny aktywności rynku nieruchomości czy jego segmentów oraz jej przydatność do zabezpieczenia wiarygodności na poziomie pojedynczej nieruchomości.
- Wszystkie próby wyznaczenia wartości długoterminowej jako kategorii *ex post* natrafiają na wspólną przeszkodę: brak danych z rynku dla długiego okresu. Nawet w Wielkiej Brytanii, gdzie rynek nieruchomości zgodnie z analizami globalnej firmy doradczej Jones Lang LaSalle (JLL) jest najbardziej przejrzysty, rozważania dotyczące wartości długoterminowej natrafiły na przeszkodę w postaci braku danych.
- Dotychczasowe rozważania skłaniają do wniosku, że powinna być rozwijana koncepcja wartości ostrożnej, utożsamianej z ekonomiczną wartością sprawiedliwą. Odwzorowuje ona przyszłe oczekiwania dotyczące zarówno nieruchomości, jak i rynku oraz pozwala ograniczać akcję kredytową na rynkach o zawyżonych cenach i pobudzać ją na rynkach słabnących.

- Podjęto prace nad stworzeniem ogólnoeuropejskiej koncepcji wartości długoterminowej. Idea ta nie została jeszcze zrealizowana. Zgodnie z opinią Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego zastosowanie ogólnoeuropejskiej koncepcji wymagałoby zmian legislacyjnych w tych państwach członkowskich UE, które stosują MLV w swoim ustawodawstwie dotyczącym listów zastawnych, co podważyłoby pozycję konkurencyjną niemieckich banków za granicą. Według EBA w perspektywie krótkoterminowej wady takiego rozwiązania byłyby większe niż korzyści wynikające z harmonizacji koncepcji wartości MLV (EBA 2015). Oznacza to, że obecnie, pomijając dumę narodową i istniejące przyzwyczajenia, nie można opracować zestandaryzowanej wspólnej koncepcji wartości w skali Europy i jednej metody dochodzenia do niej, która mogłaby być równie skutecznie zastosowana na wszystkich rynkach¹⁴.

Idea opracowania europejskiej koncepcji wartości długoterminowej nie powinna zostać odrzucona. Wspólna europejska metodyka określania L-TSV może się jednak opierać tylko na ogólnych zasadach, a szczegóły muszą być ustalane na poziomie krajowym i dostosowane do cech rynków nieruchomości oraz praktyk wyceny. Stworzenie ogólnych ram mogłoby wpłynąć na praktykę wyceny nieruchomości na świecie (Crosby, Hordijk 2021).

- Skoro wyznaczając wartość długoterminową, trzeba uwzględnić poziom rozwoju krajowego rynku nieruchomości, jego aktywność i przejrzystość, trudno się spodziewać, że nawet po zaakceptowaniu europejskiej koncepcji wartości zostanie określony jeden sposób jej wyznaczania. Pomimo możliwej przydatności koncepcji wartości długoterminowej w zarządzaniu ryzykiem kredytodawcy temperatura dyskusji nieco spada. Dzieje się tak nie dlatego, że kategoria ta została uznana za zbędną, ale dlatego, że trudno uzyskać konsensus. W wytycznych Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego z 2021 r. uznano (zgodnie z rozporządzeniem UE nr 575/2013) wartość rynkową lub wartość bankowo-hipoteczną za wartości referencyjne zabezpieczenia, jednak ani EBA, ani państwa UE nie mają nowych propozycji wartości bankowo-hipotecznej. Również Europejska Grupa Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych (TEGOVA) po nieudanej próbie harmonizacji metodyki przyjęła postawę wyczekującą. Aktywność wykazują w dalszym ciągu Brytyjczycy (Crosby i in. 2022, s. 30–55). W najnowszych rozważaniach uznali, że wartość czynszu przyjmowana do wyznaczania IV, LMV i AMV nie uwzględnia podstaw ekonomicznych, bowiem czynsze na rynkach najemców mogą znacznie odbiegać od swoich poziomów równowagi. Powodują to takie czynniki, jak struktury najmu i długotrwałe procesy rozwojowe, które sprawiają, że reakcje zarówno popytu, jak i podaży na zmieniające się warunki rynkowe są powolne. W efekcie autorzy ci podjęli próby zastosowania modelu ekonometrycznego do szacowania trwałych wartości czynszów. Wyniki sugerują, że podejście to warto dalej badać i udoskonalać (Crosby i in. 2022).

Uznanie wyceny nieruchomości za źródło ryzyka kredytowego wcale nie oznacza, że tylko na tym obszarze kumuluje się zagrożenie dla sektora bankowego. Kryzysy bankowe wywołane finansowaniem rynku nieruchomości ujawniają, że o wiele większe znaczenie mają: sytuacja makroekonomiczna i polityka finansowa sektora bankowego, jakość tworzonych portfeli nieruchomości, a także skłonność kredytodawców do szybkiego reagowania na sygnały dochodzące z rynku. Historia rynków nieruchomości dowodzi, że nawet gdyby kredytodawcy byli świadomi przeszacowania wartości, nie chcieliby zrezygnować z bieżących korzyści. Niemniej jednak nie można pominąć wyceny jako potencjalnego źródła ryzyka. Rozważając wycenę w kontekście ryzyka kredytowego, należy zwrócić uwagę na: wartość jako

¹⁴ Przykładowo Crosby sugeruje, że jedyną możliwą metodą lub podejściem jest opracowanie współczynników korekty na zagregowanych poziomach i stosowanie ich do indywidualnych wycen na rynku nieruchomości (Crosby 2021).

podstawę wyceny, proces określania wartości, specyfikę przedmiotu wyceny, tj. nieruchomości, i na rynek, na którym ona funkcjonuje.

Warto zwrócić uwagę, że obszar zastosowania wartości długoterminowej może wykraczać poza zabezpieczenie wiarytelności; można ją np. wykorzystywać do określania tzw. wartości katastralnej w naliczaniu zobowiązania podatkowego. Oznacza to, że ma ona znaczny potencjał i warto kontynuować dyskusję nad jej istotą i sposobem pomiaru.

Bibliografia

- Amron-Sarfin (2022), *Ogólnopolski raport o kredytach mieszkaniowych i cenach transakcyjnych nieruchomości*, 1/2022, <https://www.amron.pl/strona.php?tytul=raporty-amron-sarfin>.
- Bauze K. (2018), *Collateral valuation in the CESEE region – best practices*, The World Bank Group, <https://npl.viennainitiative.com/resources/themes/npl/wpcontent/uploads/sites/2/2018/06/Collateral-valuation-in-the-CESEE-region.pdf>.
- Bienert S., Brunauer W.A. (2007), The mortgage lending value: prospects for development within Europe, *Journal of Property Investment and Finance*, 25(6), 542–578.
- Brown G.R. (1991), *Property Investment and the Capital Markets*, Spon.
- Chen F.Y., Yu S.M. (2009), Client influence on valuation: Does language matter? A comparative analysis between Taiwan and Singapore, *Journal of Property Investment & Finance*, 27(1), 25–41.
- Clarke R. i in. (2017) *Long-term Value Methodologies and Real Estate Lending. A report by the Long-term Value Working Group of the Property Industry Alliance Debt Group*, C:/Users/ewaku/Downloads/Long%20term%20Value%20Methodologies%20and%20Real%20Estate%20Lending-1.pdf.
- Crosby N. (2014), *Commercial Property Valuation – Useful or Useless?*, ERES.
- Crosby N. (2021), Prudent or “long-term” property valuations: concepts, definitions and methods, *Housing Finance International*, 36(2), <https://centaur.reading.ac.uk/102192/>.
- Crosby N., Devaney S., Lizieri C., Mansley N. (2022), Modelling sustainable rents for estimation of long-term or fundamental values of commercial real estate, *Journal of Property Research*, 39(1), 30–55.
- Crosby N., Hordijik A. (2021), *Approaches for Prudent Property Valuations across Europe*, IVSC, TEGOVA, RICS.
- Crosby N., Hughes C., Murdoch J. (2004), *Influences on secured lending property valuation in the UK*, Working Papers in Real Estate and Planning, 14, The University of Reading Business School, <https://centaur.reading.ac.uk/27086/1/1404.pdf>.
- EBA (2015), *Opinion of the European Banking Authority on Mortgage Lending Value (MLV)*, EBA/Op/2015/17, European Banking Authority.
- EMF (2022), *Hypostat 2021*, European Mortgage Federation, <https://hypo.org/ecbc/press-release/emf-hypostat-2022-an-in-depth-look-at-european-housing-mortgage-markets-in-2021/>.
- French N. (2017), Professor Nick French presents the art of real estate valuation, *European Valuer*, 7 April.
- Harari Y.N. (2018), *21 lekcji na XXI wiek*, Wydawnictwo Literackie.
- IPF (2014), *A Vision for Real Estate Finance in the UK*, Investment Property Forum, <https://www.ipf.org.uk/industry-involvement/vision-for-real-estate-finance.html>.

- IPF (2020), *Long-term Value Methodologies in Commercial Real Estate Lending*, Investment Property Forum, <https://www.ipf.org.uk/resourceLibrary/ipf-long-term-value-methodologies-in-commercial-real-estate-lending-july-2020--full-report.html>.
- Kubacki D. (2017), Porównanie efektywności informacyjnej rynku finansowego w wybranych krajach Unii Europejskiej, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2/2017(86), 123–133.
- Kucharska-Stasiak E. (2016), *Ekonomiczny wymiar nieruchomości*, Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Kucharska-Stasiak E. (2018), Dysfunkcje na rynku nieruchomości w warunkach kryzysu gospodarczego, *Bank i Kredyt*, 5, 493–514.
- Kucharska-Stasiak E., Jarecki P. (2021), Market value as an attempt to objectivize the behavior of real estate market, *Świat Nieruchomości*, 117.
- Lorenz D. (2006), *The Application of Sustainable Development Principles to the Theory and Practice of Property Valuation*, Universitätsverlag Karlsruhe.
- Mooya M.M. (2016), *Real Estate Valuation Theory. A Critical Appraisal*, Springer.
- Nogal P. (2014), Racjonalność ekonomiczna w kontekście teorii użyteczności, *Studia Ekonomiczne*, 180(1), 154–162.
- Palakavong na Ayuthaya N., Swierczek W. (2014), Factors influencing variation in value and investor confidence, *Journal of Business and Management*, 16, 41–51, <https://www.google.com/search?client=firefox-b-d&q=Journal+of+Business+and+Management>.
- RICS (2018), *Bank Lending Valuations and Mortgage Lending Value*, https://www.isurv.com/downloads/download/2199/bank_lending_valuations_and_mortgage_lending_value_archived.
- Stiglitz J.S. (2010), *Freefall. Jazda bez trzymanki. Ameryka, wolne rynki i tonięcie gospodarki światowej*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne.
- Tajani F., Morano P. (2018), An empirical-deductive model for the assessment of the mortgage lending value of properties as securities for credit exposures, *Journal of European Real Estate Research*, 11(1), 44–70.
- TEGOVA (2015), TEGoVA doradza Europejskiemu Urzędowi Nadzoru Bankowego ws. wartości bankowo-hipotecznej i niezależności rzeczoznawców, *Magazyn Uznanego Europejskiego Rzeczoznawcy Majątkowego*, 10, www.tegova.org.
- VDP, *The mortgage lending value – sustainability since 1900. Ten questions and answers*, Verband Deutscher Pfandbriefbanken, https://www.ipav.ie/sites/default/files/the_mortgage_lending_value.
- Zaleśkiewicz T. (2012), *Psychologia ekonomiczna*, Wydawnictwo Naukowe PWN.

Regulacje prawne

Basel III: Finalising post-crisis reforms, BIS, <https://www.bis.org/bcbs/publ/d424.htm>.

BelWertV Verordnung über die Ermittlung der Beleihungswerte von Grundstücken nach § 16 Abs. 1 und 2 des Pfandbriefgesetzes (Beleihungswertermittlungsverordnung – BelWertV), <https://www.gesetze-im-internet.de/belwertv/BjNR117500006.html>.

Dyrektywa 2006/48/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 14 czerwca 2006 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności kredytowej, *Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej*, L 177/1, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/ALL/?uri=CELEX%3A32006L0048>.

- ESW (2017), *Europejskie Standardy Wyceny – 2016*, TEGOVA, Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych.
- ESW (2020), *European Valuation Standards. 9th edition – 2020*, The European Group of Valuers' Associations.
- ESW (2021), *Europejskie Standardy Wyceny 2000* (wydanie polskie), TEGOVA, Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych.
- Komisja Nadzoru Finansowego, Rekomendacja F, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/knf_123958_RekomendacjaF_39880.pdf.
- MSW (2000), *Międzynarodowe Standardy Wyceny 2000*, IVSC, PFSRM.
- MSW (2005), *Międzynarodowe Standardy Wyceny 2005*, IVSC, PFSRM.
- Pfandbriefgesetz (PfandBG), <https://www.gesetze-im-internet.de/pfandbg/BJNR137310005.html>.
- Rozporządzenie UE nr 575/2013 w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych z dnia 26 czerwca 2013 r., Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej, L 176/1, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX:32013R0575>.
- Zalecenie Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego z dnia 30 marca 2022 r. zmieniające zalecenie ERRS/2015/2 w sprawie oceny skutków transgranicznych oraz dobrowolnej wzajemności środków polityki makroostrożnościowej, Dz.U.U.E.C.2022.206.3.

Long-term value versus market value as a basis for securing receivables in the banking sector

Abstract

The real estate market is highly cyclical, challenging the concept of value taken as the basis for loan collateral purposes. The type of value and the method of obtaining it determine the level of risk incurred by the banking sector. The 2006–2009 global crisis revealed that decisions based on the LTV ratio calculated with market value maximize credit risk. The market value is pro-cyclical. The security of the banking sector requires that the lending action is linked with a value that does not follow the cycle, does not extend the cycle, but would act against the cycle and encourage lending to be reduced when markets are overpriced and stimulate lending activity when they are understated. Therefore, it is safer to make credit decisions based on an LTV ratio estimated with a long-term value, not a market value determined at given measurement date. The first concept of a long-term value was developed in Germany in the early 1900's and is known in literature as a mortgage lending value. It did not receive universal recognition.

It also met with criticism in the German-speaking countries. However, it made a significant contribution to the discussion about the search for long-term value for loan collateral purposes.

The aim of the article is (1) to assess the market value and mortgage lending value to secure claims and (2) to disseminate the results of theoretical and empirical studies on the possibility of using other methods of expressing long-term value, such as adjusted market value, investment value, economic fair value or prudent value, (3) to indicate the types of real estate values that do not act pro-cyclically but send warning signals and which should encourage a reduction in lending activity before the peak of the cycle.

The article is a narrative review that deepens the understanding of the real estate value as the basis for securing claims and shows revolutionary changes in the approach to the valuation for this purpose, the directions of research in this field and proposed solutions.

The author has attempted to justify the following research hypotheses: H1: the market value of real estate should not be the only basis for loan collateral purposes. It should play a control role in assessing market activity, current phase of business cycle, and the real estate market cycle. H2: regardless of the type of bank, the basis for the collateral valuation and determining the LTV ratio should be a long-term value, that not duplicate the German concept of mortgage lending value. The long-term value does not have to be lower than the market value, i.e. it should not be set "below the cycle" but "in the cycle". It should also be determined as an ex-ante category based on forecasts and not historical data. The results of existing research lead to the conclusion that among the considered concepts of long-term value, the most significant potential is shown by the idea of prudent value, commonly equated with the economic fair value, which limits lending action of banking sector when markets are overpriced, and stimulates the lending channel when markets are undervalued. H3: adopting a common concept of long-term value on a European scale does not necessarily mean adopting a single methodology for its determination that will work in all countries.

Recognizing real estate appraisal as a source of credit risk does not mean that this is the only area that poses a threat to the stability of the banking sector. Banking crises caused by financing the real estate market reveal that the macroeconomic situation and the financial policy of the banking sector, the quality of real estate portfolios, and the willingness of lenders to react quickly to signals from the market are much more critical.

Keywords: loan collateral, real estate appraisal, market value, long-term value, lender risk