

Anna Maszczyk

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

RATING NIERUCHOMOŚCI I RYNKU – PRZEGLĄD SYSTEMÓW ORAZ MOŻLIWOŚCI ZASTOSOWANIA W PROCESIE DECYZYJNYM

Wprowadzenie

Pierwsze koncepcje ratingu sięgają początku XX w., kiedy to agencje ratingowe, takie jak Moody's i Standard & Poor's korzystały z tego narzędzia w celu oceny wiarygodności finansowej i zdolności emitentów papierów wartościowych na rynkach kapitałowych, oraz do pełnego i terminowego wywiązania się z ich zobowiązań. Z czasem rosła wrażliwość na ryzyko, stymulowana przez Bazylejski Komitet ds. Nadzoru Bankowego i instytucje europejskie, spowodowała zwiększenie znaczenia systemów ratingowych zarówno dla inwestorów rynku kapitałowego, jak i nadzoru bankowego¹. Pojawiły się również inne możliwości zastosowania narzędzi ratingowych, m.in. w zakresie wspomaganie decyzji inwestycyjnych, oceny portfeli nieruchomości i kontrolingu.

Niniejszy artykuł pozwoli odpowiedzieć na następujące pytanie: czy rating nieruchomości i rynku, z uwagi na swoje przeznaczenie, metodologię oraz dane w nim wykorzystywane, może stanowić narzędzie wspomaganie decyzji inwestycyjnych?

Autorka dokonała przeglądu i wstępnej oceny systemów ratingowych funkcjonujących w wybranych krajach Europy, wskazała możliwości ich zastosowania, a następnie przedstawiła metodologię wybranych systemów.

1. Przegląd systemów ratingowych

Od niedawna systemy ratingowe są wprowadzane do innych sektorów, w tym nieruchomości. Większość systemów, funkcjonujących głównie komercyjnie, bazuje na współczesnej teorii portfelowej, która została rozwinięta w znacznej mierze

¹ Europejskie Standardy Wyceny 2012, Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, Warszawa 2012, s. 210-211.

na potrzeby inwestorów instytucjonalnych. Systemy te opierają się na założeniu obniżenia ryzyka inwestycyjnego poprzez dywersyfikację zasobów i lokalizacji w portfelu. Agencje ratingowe wypracowały podobny system dla instrumentów finansowych, wykorzystywany przy konstruowaniu portfeli inwestycyjnych².

Europejska Grupa Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych TEGoVA (The European Group of Valuers Associations) opracowała w październiku 2003 r. rating rynku i nieruchomości (Property and Market Rating – PAM) w celu oceny jakości nieruchomości. Na podstawie publikacji TEGoVA, we wrześniu 2006 r. Federalne Stowarzyszenie Banków Niemieckich opublikowało opracowanie dotyczące instrumentów analizy nieruchomości dla potrzeb szacowania ryzyka³. Niektóre banki w Niemczech, Austrii i Szwajcarii rozwinęły analogiczne systemy wewnętrzne uwzględniające wytyczne Nowej Umowy Kapitałowej, Basel II, opracowanej przez Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego. Systemy te nie są dostępne publicznie. Niemieckie firmy konsultingowe również oferują narzędzia zarządzania ryzykiem, dedykowane bankom, które wdrożyły w swojej działalności systemy ratingu rynku i nieruchomości. Zestawienie wybranych systemów ratingowych opracowanych w drodze wyżej wymienionej adaptacji założeń TEGoVA lub opracowanych indywidualnie przez stowarzyszenia bankowe i firmy konsultingowe zostało przedstawione w tabeli 1. Oprócz ratingu nieruchomości i rynku opracowanego przez TEGoVA, przegląd ograniczono do systemów ratingowych funkcjonujących w Niemczech, Austrii oraz Szwajcarii (tabela 2). Ograniczeń dokonano z uwagi na podobieństwa w zakresie uwarunkowań rynkowych, w tym wytycznych i regulacji unijnych wpływających na funkcjonowanie rynku, oraz ze względu na stopień rozwoju narzędzi ratingowych w tych krajach.

Tabela 1

Przegląd wybranych systemów ratingu rynku i nieruchomości

Nazwa	Podmiot tworzący	Rodzaje nieruchomości	Zastosowanie/stadium rozwoju	Dalsze informacje
1	2	3	4	5
Europejski rating rynku i nieruchomości (Property and Market Rating – PaM)	TEGoVA (The European Group of Valuers Associations)	Handlowe, mieszkaniowe, biurowe, magazynowe, dystrybucja (logistyczne) i produkcyjne, projekty inwestycyjne	Wytyczne dla rzeczoznawców i doradców	www.tegova.org

² Evaluation of Real Estate Property and Market Risk for Real Estate Backed Financial Products, Real Estate Market Advisory Group, Committee in Housing and Land Management, Genewa 2012, s. 13.

³ VÖB – Immobilien Analyse – Instrument zur Beurteilung des Chance-Risikoprofils von Immobilien, VÖB 2006.

cd. tabeli 1

1	2	3	4	5
Rating nieruchomości i rynku MoriX (MoriX Immobilien-Markt-und Objektrating)	HVB Expertise GmbH (członek grupy HVB Group HypoVereinsbank)	Handlowe, mieszkaniowe, biurowe, magazynowe, dystrybucja (logistyczne) i produkcyjne, projekty inwestycyjne	Stosowany przez ponad 100 rzeczoznawców Hypo-Vereinsbank, stale rozbudowywany	www.hvbexpertise.de. System opracowany na podstawie wytycznych TEGoVA
VÖB – Immobilienanalyse	Niemieckie Stowarzyszenie banków publicznych (VÖB), Komisja ekspercka wyceny nieruchomości	Biurowe i handlowe	Obecnie pracuje się nad implementacją systemu na potrzeby nieruchomości mieszkaniowych, produkcyjnych, dystrybucyjnych itd. System stosowany przez banki zrzeszone z VÖB	www.voeb.de. System opracowany na podstawie wytycznych TEGoVA
Sparkassen-Immobilien-Gesellschaft-Rating (DSGV-Rating)	S-Rating und Riskosysteme GmbH (DSGV)	Biurowe, handlowe, mieszkaniowe, inne (również instrumenty zabezpieczone nieruchomościami)	Stosowany przez większość banków oszczędnościowych (Sparkassen) i banki państwowe (Landesbanken) w Niemczech	www.dsgv.de. Publicznie dostępne informacje w ograniczonym zakresie
Feri Immobilien Rating	Feri Research GmbH	Wszystkie rodzaje nieruchomości i portfeli nieruchomości	Usługi ratingowe oferowane przy kooperacji z TÜV SÜD	www.feri-search.de. Publicznie dostępne informacje w ograniczonym zakresie
TRX-Immoring	Bank Austria Creditanstalt AG	Biurowe, handlowe i mieszkaniowe	Stosowany w zakresie oceny nieruchomości komercyjnych klientów banku	www.ba-ca.com. Publicznie dostępne informacje w ograniczonym zakresie

Źródło: Opracowanie na podstawie: D.P. Lorenz, The Application of Sustainable Development Principales to the Theory and Practice of Property Valuation, Universität Karlsruhe, School of Economics, Karlsruhe 2006, s. 208.

Wymienione systemy ratingowe, choć znajdujące zastosowanie w praktyce, są stale rozwijane. Część ratingów stosowanych przez organizacje zrzeszające banki, początkowo służyła zwiększeniu walorów informacyjnych wycen rzeczoznawców w kontekście zabezpieczenia kredytów hipotecznych lub określenia wartości rynkowej, przez uszczegółowienie oceny ryzyka. Dodatkowo agencje ratingowe oferują w drodze zleceń komercyjnych opracowanie ratingów nieru-

chomości rozumianych jako ocena jakości nieruchomości. Podsumowując, można dokonać rozróżnienia trzech podstawowych typów ratingów nieruchomości, ze względu na cel oceny:

1. Połączenie systemu ratingowego kredytobiorcy, dostosowanego do specyficznych uwarunkowań inwestycji w nieruchomości, z ratingiem nieruchomości ze szczególnym uwzględnieniem jej cech jako przedmiotu kredytowania.
2. Ratingi nieruchomości skupiające się jedynie na nieruchomości jako takiej, nieodnoszące się do zagadnienia wiarygodności i wypłacalności kredytobiorcy, ze względu na uwzględnienie uwarunkowań rynkowych wpływających na ocenę nieruchomości nazywane ratingiem nieruchomości i rynku.
3. Systemy ratingowe zorientowane wyłącznie na ustaleniu ewentualnych strat banku w przypadku braku spłaty wierzytelności zabezpieczonych na nieruchomościach (Loss Given Default – LGD)⁴.

Tabela 2

Systemy ratingowe funkcjonujące w Niemczech, Austrii i Szwajcarii

Typ	Nazwa ratingu	Podmiot opracowujący rating
1	Sparkassen-Immobilien-Geschäfts-Rating (DSGV-Rating)	Die Sparkassen Rating und Risikosysteme GmbH
	Scoringmodell der Volksbanken	BVR – Bundesverband der Volks- und Raiffeisenbanken
	Portfolio gewerbliche Immobilienfinanzierungen	Bank Verlag
	DIRA Immobilien Rating	DIRA – Immobilien Rating Agentur AG
	TRX-ImmoRating	Bank Austria Creditanstalt AG
	European Property and Market Rating (PAM)	TEGoVA
2	MoriX Immobilien – Markt- und Objektrating	HVB Expertise GmbH
	VDP Objekt- und Marktrating	VDP – Verband deutscher Pfandbriefbanken
	VÖB Immobilienmarkt- und Objektanalyse	VÖB – Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands
	Feri Immobilien Rating	Feri Research GmbH
	ImmoCheck	DIFA Deutsche Immobilien Fonds AG
	ABS-Immobilien-Rating	Alternative Bank ABS
3	LGD Grading	Hyp Real Estate Rating Services GmbH

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: T. Lützkendorf, D. Lorenz, Integrating Sustainability Issues into Property Risk Assessment – An Approach to Communicate the Benefits of Sustainable Buildings, Universität Karlsruhe, School of Economics, Karlsruhe 2012, s. 10-11.

⁴ T. Lützkendorf, D. Lorenz, Integrating Sustainability Issues into Property Risk Assessment – An Approach to Communicate the Benefits of Sustainable Buildings, Universität Karlsruhe, School of Economics, Karlsruhe 2012, s. 5.

Instytucje bankowe Wielkiej Brytanii rozważają wprowadzenie rozwiązań analogicznych do ratingu rynku i nieruchomości. W styczniu 2007 r. The Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) – światowa organizacja zrzeszająca profesjonalistów związanych z branżą nieruchomości i budownictwa – opublikowała dokument *Property Risk Scoring: The Reporting of Investment Risk to Clients*. Jego tematem jest ryzyko badane przy wykorzystaniu wielokryterialnych metod hierarchicznej analizy (analytic hierarchy process – AHP) z perspektywy inwestora nieruchomości komercyjnych. Jednym z wniosków zamieszczonych w opracowaniu jest wskazanie niezaspokojonego popytu na tego typu analizy⁵. W Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii, w porównaniu do Niemiec, Austrii i Szwajcarii, systemy ratingowe są mniej rozwinięte, rzadziej stosowane w praktyce oraz rozbudowywane na potrzeby oceny nieruchomości przez banki finansujące inwestycje. Przyczyn można upatrywać w mniejszej roli finansowania zewnętrznego inwestycji za pośrednictwem banków⁶. Niemniej jednak, również w tych krajach potrzeba rozwoju metod oceny ryzyka nieruchomości przez profesjonalistów jest widoczna i ewidentna. Przykładowo, w związku z brakami stosownej metodologii ratingu nieruchomości, proponowane są rozwiązania systemów oceny ryzyka opartych na standardowych modelach credit ratingu⁷.

Temat identyfikacji, prezentacja ryzyka i niepewności w kontekście wyceny nieruchomości jest jednym z zagadnień, którym poświęca się najwięcej uwagi w anglojęzycznej literaturze przedmiotu. Ryzyko i niepewność są nierozdzielnie związane z wyceną nieruchomości, w związku z niemożnością określenia oraz wyceny przez rzeczoznawcę wszystkich bieżących i przyszłych uwarunkowań wartości aktywów⁸. Brytyjskie Forum Inwestycyjne Nieruchomości (UK Investment Property Forum) podkreśla konieczność zaawansowanej i ścisłej oceny ryzyka dotyczącego inwestycji w nieruchomości, wskazując na konieczność opracowania konkretnych wytycznych przynajmniej dla oceny pojedynczych składników aktywów i odejścia od podejścia opartego na teorii portfelowej⁹. Rating nieruchomości może pełnić rolę takiego narzędzia, a jednocześnie pozwala na czytelny przekaz treści osobom trzecim, jest możliwy do zastosowania w odniesieniu do każdego typu nieruchomości, a wyjściowe dane ułatwiają podejmowanie decyzji inwestycyjnych¹⁰.

⁵ Evaluation of Real Estate..., op. cit., s. 13-14.

⁶ Patrz m.in.: T. Lützkendorf, D. Lorenz, op. cit., s. 5; R. Holter, Die Bewertung von Immobilien vor dem Hintergrund von Basel II, Verband deutscher Hypothekenbanken, 2005, s. 12.

⁷ Patrz m.in.: A. Adair, N. Hutchison, The Reporting of Risk in Real Estate Appraisal Property Scoring, „Journal of Property Investment & Finance” 2005, Vol. 23, No. 3, s. 260.

⁸ Ibid., s. 254.

⁹ Patrz m.in.: The Assessment and Management of Risk in the Property Investment Industry. Investment Property Forum 2006; T. Lützkendorf, D. Lorenz, op. cit.; Risk Measurement and Management for Real Estate Investment Portfolios – Summary Report, Investment Property Forum 2006.

¹⁰ A. Adair, N. Hutchison, op. cit., s. 254.

2. Zastosowanie i funkcje ratingu nieruchomości

Zasadniczo rating nieruchomości i rynku stanowi ocenę jakości nieruchomości, jednak poszczególne moduły mogą być wykorzystywane do oceny potencjału konkretnej nieruchomości, wyceny dla celów sekurytyzacji, analizy portfeli nieruchomości, kontrolingu. Narzędzie umożliwia wykonanie obiektywnej i znormalizowanej oceny ryzyka, identyfikując zagrożenia oraz szanse zagospodarowania nieruchomości. Poprzez wskazanie profilu „ryzyka i możliwości” nieruchomości, PAM przyczynia się do zwiększenia poziomu przejrzystości wyceny nieruchomości¹¹.

Do głównych celów opracowania ratingów rynków nieruchomości i rynku można zaliczyć:

- wsparcie racjonalnego (proceduralnie) procesu decyzyjnego na rynku nieruchomości,
- określenie predyspozycji rynków nieruchomości do rozwoju ekonomicznego i przestrzennego,
- ocenę efektywności inwestycyjnej rynków nieruchomości z punktu widzenia opłacalności inwestycyjnej,
- predykcję zagrożeń rozwojowych, w tym przejściowych braków efektywności, zakłóceń w relacjach popytu, podaży i ceny nieruchomości,
- zneutralizowanie negatywnego wpływu rekomendacji i opinii osób do tego nieprzygotowanych, dających mylny obraz rynku nieruchomości i niekorzystnie wpływających na przejrzystość informacyjną na tym rynku¹².

Poniżej pokrótce opisano główne obszary zastosowań ratingów nieruchomości i rynku¹³:

1. Analiza kredytowa w procesie udzielania kredytu na zakup nieruchomości.

W kontekście finansowania nieruchomości, wycena wartości rynkowej lub wycena pod zabezpieczenie hipoteczne są podstawowymi składowymi decyzji kredytowej. Są one przeprowadzane w celu określenia oprocentowania kredytu adekwatnego do ryzyka oraz ograniczenia kosztów refinansowania kredytu. Rating rynku i nieruchomości czyni transparentnym średnioterminowe oceny ryzyka oraz możliwości dotyczące rynku i nieruchomości. W ten sposób zarówno pojedyncze nieruchomości, jak i całe segmenty rynku stają się porównywalne.

¹¹ European Property and Market Rating: A Valuer's Guide, TEGoVA 2003, s. 4-6.

¹² M. Renigier-Biłozor, R. Wiśniewski, Rating rynków nieruchomości – analiza teoretyczna, *Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości*, Vol. 20, Nr 2, Olsztyn 2012, s. 64.

¹³ Research on Property and Market Rating in China based on Basel II, Weidong QU, P.R. China, Integrating Generation FIG Works Week 2008, Stockholm 2008, 5-6.

Należy jednak nadmienić, iż nie prowadzi to do określenia ryzyka i potencjału nieruchomości w sensie absolutnym, lecz pokazuje relatywną pozycję aktywów w porównaniu do podobnych nieruchomości.

2. Analiza ryzyka portfeli do celów sekurytyzacji.

Sekurytyzacja na rynku nieruchomości polega na zamianie należności instytucji finansowych (w postaci kredytów hipotecznych) na instrumenty rynku kapitałowego (papiery wartościowe zabezpieczone tymi kredytami). Tego typu papiery wartościowe określa się mianem MBS (mortgage backed securities). Na potrzeby transakcji zostaje powołana spółka celowa (special purpose vehicle – SPV), która pełni rolę pośrednika. Następnie instytucja finansowa posiadająca kredyty hipoteczne sprzedaje pewną pulę tych kredytów spółce celowej. Spółka ta emituje MBS, które są kupowane przez inwestorów (inne banki, fundusze inwestycyjne i emerytalne, inwestorów prywatnych). MBS mogą być emitowane na podstawie kredytów hipotecznych udzielanych na cele mieszkaniowe (residential mortgage backed securities – RMBS) i udzielanych na cele komercyjne (commercial mortgage backed securities – CMBS). Podstawowym działaniem zabezpieczającym przed umieszczeniem MBS na rynku jest ocena ratingowa niezależnej agencji ratingowej, która skupia się głównie na jakości papierów wartościowych.

3. Podejmowanie decyzji inwestycyjnych (o rozpoczęciu lub niepodjęciu inwestycji).

Przy wsparciu narzędzi ratingowych możliwe jest wygenerowanie drugiej podstawowej wiązki informacji, obok wyceny nieruchomości. Podczas gdy wycena dostarcza informacji na temat ceny możliwej do osiągnięcia na dzień sprzedaży, rating pozwala określić przyszły rozwój nieruchomości na tle podobnych aktywów. Posiadając powyższe informacje, inwestor może podjąć racjonalną decyzję inwestycyjną. Przy wystarczającym dostępie do danych dotyczących rynku i nieruchomości odbiorca inwestycji, kupujący lub najemca, mogą otrzymać takie samo wsparcie swojej decyzji. Taka pomoc jest przydatna zarówno w odniesieniu do pojedynczych nieruchomości, jak i portfeli nieruchomości, których zarządzający pragną dokonać dywersyfikacji portfela w celu obniżenia ryzyka.

4. Analizy portfelowe i kontroling.

W kontekście zarządzania portfelem, ratingu nieruchomości i rynku mogą służyć identyfikacji strategii powiązanej z dywersyfikacją inwestycji. Co więcej, są skutecznym narzędziem określania ryzyka, które powstało w związku ze specyficzną strukturą portfela. Zarządzanie ryzykiem może adekwatnie wspierać strategię biznesową, tylko jeżeli przyczynia się do szybkiego identyfikowania problemów w składzie portfela w odniesieniu do regionu, materiałów i czasu. Dlatego przede wszystkim niezbędne jest rozpoznanie poszczególnych nieru-

chomości oraz ryzyka rynkowego, a także zależności pomiędzy nimi. W dalszej kolejności wyniki mogą być zastosowane w portfelu nieruchomości lub portfelu kredytów nieruchomości. Tak określony portfel może zostać przekształcony w mapę portfela ważonego ryzykiem rynkowym, która prezentuje elementy portfolio z wykorzystaniem Systemu Informacji Geograficznej (geographical information system – GIS). Jeśli warunki rynkowe się zmieniają, nieruchomości, na które zmiana będzie wpływać, mogą zostać zmodyfikowane w kontekście portfela, co będzie odzwierciedlać nowy, zmieniony profil ryzyka. W tym kontekście, celem ratingu nieruchomości i rynku jest stworzenie narzędzia niezbędnego dla opracowania profili ryzyka na potrzeby zarządzania portfelem.

Funkcje ratingów, w tym tych dotyczących nieruchomości i rynku, można sprowadzić najogólniej do poniższej listy:

- funkcja informacyjna – dostarczanie decydentom wiarygodnych, możliwie pełnych i wyczerpujących informacji przy zachowaniu wysokiego stopnia ich przejrzystości;
- funkcja porządkująca – eliminacja informacji zbędnych oraz wykrywanie informacji błędnych i nieprawdziwych, co powoduje niwelowanie szumów informacyjnych na rynku;
- funkcja racjonalizatorska – wspomaganie zwiększenia efektywności decyzji poprzez usprawnienie procesów informacyjnych oraz racjonalizację sytuacji decyzyjnych (dla profesjonalnych i nieprofesjonalnych odbiorców ratingu poprzez redukcję liczby zmiennych decyzyjnych);
- funkcja popularyzatorska – rozpowszechnienie informacji o przedmiotach poddanych analizie ratingowej;
- funkcja „wyrównywania szans” – umożliwienie podejmowania decyzji racjonalnych (proceduralnie) poprzez publikowanie wyników analizy ratingowej w powszechnie dostępnych periodykach – czasopismach¹⁴.

3. Metodologia TEGoVA

Poradnik rzeczoznawcy o europejskich ratingach nieruchomości i rynku, stanowiący jedną z dokumentacji technicznych Europejskich Standardów Wyce-ny 2012, wskazuje definicje ratingowe dla ukończonych nieruchomości oraz inwestycji (development). Rating nieruchomości i rynku jest znormalizowaną procedurą pokazującą jakość projektu na danym rynku. System ratingowy PAM rozróżnia cztery rodzaje nieruchomości:

¹⁴ M. Renigier-Biłozor, R. Wiśniewski, op. cit., s. 67.

- mieszkaniowe;
- handlowe;
- biurowe;
- magazynowe, dystrybucyjne (logistyczne) i produkcyjne¹⁵.

Jakość nieruchomości jest oceniana przez średniookresowe perspektywy sprzedaży po cenie, która zostanie uzgodniona między stronami posiadającymi dostęp do informacji o nieruchomości i rynku. W odniesieniu do inwestycji – perspektywy sprzedaży określa się na dzień ratingu, z uwagi na stale zmieniające się okoliczności dotyczące inwestycji, wynikające m.in. ze stanu pozwoleń na budowę, realizacji zamierzenia inwestycyjnego, poziomu komercjalizacji itd.¹⁶.

System ratingu nieruchomości i rynku opracowany przez TEGoVA opiera się na wzorze stosowanym przez agencje ratingowe oraz wewnętrzne skale ratingowe banków (tabela 3). Składa się z 10 klas, gdzie 1 oznacza ocenę doskonałą, a 10 – katastroficzną. Ocena poniżej 5 przedstawia możliwości, ocena powyżej 5 wyraża zagrożenia. Dla porównania w tabeli poniżej przedstawiono skalę ratingową TEGoVA na tle skali wykorzystywanych przez agencje ratingowe.

Tabela 3

Porównanie skali modeli ratingowych

Nazwa agencji ratingowej	Moody's	Standard & Poor's	Przykładowy wewnętrzny rating bankowy	TEGoVA (PAM)	
Skala ocen	Aaa do AA3	AAA do AA	doskonała	1	(doskonała)
	A1 do A3	A+ do A-	bardzo dobra	2	(bardzo dobra)
	Baa1 do Baa2	BBB+ do BBB	dobra	3	(dobra)
	Baa3 do Ba3'	BBB- do BB+	powyżej przeciętnej	4	(trochę powyżej średniej)
	B1	BB do BB-	przeciętna	5	(średnia)
	B2	B+	poniżej przeciętnej	6	(trochę poniżej średniej)
	B3 do Caa	B	słaba/wyróżnienie	7	(mierna)
		B- do C	bardzo słaba/poniżej normy	8	(niska)
			wątpliwa	9	(bardzo niska)
			stracona (katastroficzna)	10	(katastroficzna)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Evaluation of Real Estate Property and Market Risk for Real Estate Backed Financial Products, Real Estate Market Advisory Group, Committee in Housing and Land Management, Genewa 2012, s. 17; P. Champness, Real Estate Risk Assessment. Sustainable Real Estate Markets-Restoring Confidence in Financial Markets, MIPIM, Cannes 2011, s. 7.

¹⁵ Europejskie Standardy Wyceny 2012, op. cit., s. 212.

¹⁶ Ibid., s. 211-212.

Cechy wpływające na jakość nieruchomości podzielone są na cztery klasy kryteriów: rynek, lokalizację, nieruchomość i jakość przepływów pieniężnych nieruchomości. Każda klasa składa się z kilku podkryteriów, ważonych ze względu na ich wpływ na średniookresowe perspektywy sprzedaży nieruchomości na właściwym jej rynku. Wyróżnia się obiektywne podkryteria, takie jak siła nabywcza lub efektywność wykorzystanej przestrzeni, oraz podkryteria subiektywne, takie jak jakość architektury, wykończenie obiektu, wizerunek siedziby czy lokalizację gruntu. Sposób ważenia danego podkryterium może różnić się między poszczególnymi rodzajami nieruchomości¹⁷.

W przypadku inwestycji pod uwagę brana jest jakość hipotetycznie zakończonej nieruchomości oraz ryzyko i możliwości inwestycji. Zatem dla dokonania ratingu inwestycji w nieruchomości, wszystkie klasy kryteriów oceniane są, tak jakby na dzień ratingu inwestycja została zakończona. Ocena musi być zorientowana na perspektywy sprzedaży hipotetycznie zrealizowanej inwestycji, gdyż stanowi to konkluzję przedsięwzięcia, dla podmiotów które podjęły decyzje o zainwestowaniu w nieruchomość. Do tak określonego ratingu należy dodać piątą klasę kryteriów, ryzyko i szanse inwestycji nieruchomości oraz jej projekt (tabela 4). Projekt rozumiany jest jako planowanie, budowa i komercjalizacja budynków na działce w ramach istniejących przepisów budowlanych. Ocena perspektywy sprzedaży projektu w dniu ratingu odbywa się przy użyciu matrycy, która bierze pod uwagę wszystkie kombinacje ratingów hipotetycznie zakończonych inwestycji w odniesieniu do ratingów ryzyka i szans inwestycji¹⁸.

Tabela 4

Piąta klasa kryteriów wpływających na ocenę nieruchomości –
„ryzyko i szanse inwestycji nieruchomości oraz jej projekt”

Podkryteria		Wagi	
		podkryteria	klasa kryteriów
5.1.	wynajem i sprzedaż	60%	wg matrycy rating ukończonych nieruchomości/rating ryzyka i szans inwestycji
5.2.	planowanie i pozwolenia	15%	
5.3.	konstrukcja/budowa i koszt	25%	
Wyniki dla ratingu ryzyka i szans inwestycji		100%	

Źródło: Europejskie Standardy Wyceny 2012, Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, Warszawa 2012, s. 214.

Poradnik rzeczoznawcy o europejskich ratingach nieruchomości i rynku zawiera ogólne wytyczne dotyczące standardów pomiaru. Wymierne podkryteria

¹⁷ European Property and Market..., op. cit., s. 8-9.

¹⁸ Europejskie Standardy Wyceny 2012..., op. cit., s. 213.

mogą być oceniane na podstawie standardowego porównania, jednak kluczowe dla wiarygodności systemu ratingowego TEGoVA jest wspólne rozumienie przez rzeczoznawców ratingu subiektywnych podkryteriów. Dla osiągnięcia takiej jednolitości oceny podkryteriów subiektywnych normy pomiarowe muszą być określone na poziomie kraju dla każdego z podkryteriów i przy założeniu rozróżnienia dla poszczególnych rodzajów nieruchomości. Normy te muszą ustalić standard reprezentujący średnią dla każdego kryterium na danym rynku, co pozwala na relatywną ocenę nieruchomości względem średniej (tabela 5).

Tabela 5

Szablon ratingowy dla oceny nieruchomości handlowej

Klasa kryteriów „rynki” (krajowe i regionalne) – handlowe			
Podkryteria		Wagi	
		podkryteria	krajowy/ regionalny
1.1.	krajowe		klasa kryteriów 1 20%
1.1.1.	siła wyższa	5%	
1.1.2.	rozwój socjodemograficzny	20%	
1.1.3.	ogólny rozwój ekonomiczny i poziom międzynarodowej atrakcyjności	20%	
1.1.4.	warunki polityczne, prawne, podatkowe i pieniężne	15%	
1.1.5.	rynek nieruchomości: handlowych	40%	
1.2.	regionalne		
1.2.1.	siła wyższa	5%	
1.2.2.	rozwój socjodemograficzny	25%	
1.2.3.	sytuacja i poziom atrakcyjności ekonomicznej	25%	
1.2.4.	rynek nieruchomości: handlowych	45%	
Wyniki dla ratingu rynkowego			100%
Klasa kryteriów „lokalizacja” – handlowe			
Podkryteria		Wagi	
		podkryteria	klasa kryteriów
2.1.	odpowiedzialność mikro lokalizacji dla rodzaju nieruchomości i docelowych najemców	30%	klasa kryteriów 2 30%
2.2.	wizerunek siedziby i lokalizacji	20%	
2.3.	jakość infrastruktury transportowej działki i siedziby	15%	
2.4.	jakość lokalnej infrastruktury zaopatrzenia działki i siedziba dla docelowych najemców	15%	
2.5.	siła wyższa	20%	
Wyniki dla ratingu lokalizacji			100%

cd. tabeli 5

Klasa kryteriów „nieruchomości” – handlowe			
Podkryteria		Wagi	
		podkryteria	klasa kryteriów
3.1.	architektura/rodzaj konstrukcji	20%	klasa kryteriów 3 20%
3.2.	wykończenie	10%	
3.3.	stan konstrukcji	15%	
3.4.	usytuowanie na gruncie	25%	
3.5.	zrównoważenie środowiskowe	10%	
3.6.	rentowność koncepcji budynku	10%	
Wyniki dla ratingu nieruchomości		100%	
Klasa kryteriów „jakość przepływów pieniężnych nieruchomości” – handlowe			
Podkryteria		Wagi	
		podkryteria	klasa kryteriów
4.1.	sytuacja najemcy/jednostki zajmującej	20%	klasa kryteriów 4 30%
4.2.	potencjał wzrostu najmu/wartość	30%	
4.3.	perspektywy wynajmu	20%	
4.4.	pustostany/sytuacja wynajmu	10%	
4.5.	koszty operacyjne zwrotne i niepodlegające zwrotowi	10%	
4.6.	użyteczność przez osoby trzecie	10%	
Wyniki dla ratingu jakości przepływów pieniężnych nieruchomości		100%	

Źródło: Ibid., s. 211-212.

Jak wcześniej wspomniano, inne wagi przypisane do klas kryteriów pozwalają uwzględnić specyficzne uwarunkowania oceny różnych rodzajów nieruchomości. Przykładowo klasie kryteriów „lokalizacja” i „jakość przepływów pieniężnych nieruchomości” dla nieruchomości handlowych przypisano wagi po 30% każda, natomiast nieruchomościom magazynowym, logistycznym i produkcyjnym, ze specyfiki których wynika, iż lokalizacja jest jedną z najistotniejszych zmiennych określających jakość nieruchomości, klasie kryteriów „lokalizacja” przypisano wagę 40%, co oznacza, iż ta cecha w większym stopniu wpływa na ocenę jakości nieruchomości.

4. System wskaźników na potrzeby oceny jakości nieruchomości i rynku

Szczególnie istotnym dla wiarygodnej oceny jakości nieruchomości jest dobór adekwatnych do potrzeb oceny wskaźników, które pozwolą nadać poszczególnym podkryteriom rankingi, co stanowi pierwszy etap procedury ratingowej.

Teoretycznie, system wskaźników powinien w pełni oddawać wszystkie uwarunkowania ocenianej nieruchomości. Treść oceny powinna uwzględniać różnorodne czynniki, nie tylko określające historycznie cechy nieruchomości, związanych z nią przepływów pieniężnych itd., ale również predykcje co do przyszłych trendów, uwarunkowań zewnętrznych nieruchomości i wiele innych. System wskaźników powinien zatem odzwierciedlać pośrednie i bezpośrednie efekty, dynamiczne oraz statyczne uwarunkowania, celem zapewnienia wiarygodnej i porównywalnej oceny nieruchomości¹⁹.

Pozostałe cechy, które powinny charakteryzować system wskaźników wykorzystywanych w ocenie jakości nieruchomości, to m.in.:

- racjonalność,
- zwięzłość,
- reprezentatywność,
- użyteczność²⁰.

Rating nieruchomości i rynku powinien stanowić logiczną i naukową ocenę, a wskaźniki, na podstawie których się jej dokonuje powinny być wzajemnie sprzężone, tworząc system. Treść ekonomiczna każdego ze wskaźników nie ma jednoznacznej interpretacji w odniesieniu do wszystkich sektorów nieruchomości; wpływają na nią specyficzne uwarunkowania sektorowe. Dobór wskaźników oraz ustalenie benchmarku wiąże się z koniecznością analizy znacznej liczby danych historycznych. Niektóre wskaźniki jakościowe powinny być kwantyfikowane w jak najwyższym stopniu, aby uniknąć losowej oceny. Co więcej, wartość oceny powinna mieć formę naukowego opisu, a intencja zastosowania każdego ze wskaźników powinna być jasna.

Odnosząc się do zwięzłości systemu ratingowego, powinien on stanowić jednolitą i spójną ocenę, zapewniającą porównywalność nieruchomości tego samego typu.

Elementy biorące udział w ocenie nieruchomości i rynku są zróżnicowane, wzajemnie powiązane, oddziałujące na siebie, co wpływa na zwiększenie stopnia skomplikowania analiz oraz może grozić zmniejszeniem ich przejrzystości. Jako całościowy i logiczny system, wskaźniki stosowane w ocenie ratingowej powinny być wybierane spośród wszelkich dostępnych danych o rynku i nieruchomości, aby odzwierciedlić zróżnicowanie systemu oceny, a jednocześnie dobrać takie wskaźniki, które nie uczynią oceny zbyt skomplikowaną.

System wskaźników powinien wykazywać praktyczność i precyzję, jednocześnie będąc dogodnym do modyfikacji. Konfiguracja systemu wskaźników

¹⁹ Research on Property..., op. cit., s. 6.

²⁰ Ibid., s. 7.

powinna być zgodna z aktualnymi wskaźnikami z zakresu rachunkowości, statystyk makro- i mikroekonomicznych oraz wielu innych, w celu umożliwienia pozyskania danych koniecznych dla oceny ratingowej. Każdy wskaźnik i metody jego wyliczenia powinny być standaryzowane oraz znormalizowane. Dla tych wskaźników jakościowych, niemierzalnych, które są trudne do kwantyfikacji, należy je formalizować poprzez łączenie kilku narzędzi, takich jak kwestionariusz ankietowy, wywiad pogłębiony²¹.

Dobór wskaźników w znacznej mierze jest uzależniony od specyficznych uwarunkowań rynkowych, charakteru nieruchomości oraz możliwości pozyskania pełnych, porównywanych, wiarygodnych i aktualnych danych rynkowych lub dotyczących nieruchomości.

Część cech jakościowych, subiektywnych, niemożliwych do wyrażenia w wartościach absolutnych można ocenić na podstawie przyporządkowania uwarunkowań do opisu poszczególnych ocen, czyli interpretacji danej oceny. Poglądowo można przytoczyć interpretację podkryterium „jakość infrastruktury transportowej działki i siedziby”, podawaną w opracowaniu Stowarzyszenia Niemieckich Banków Federalnych VÖB (tabela 6)²².

Tabela 6

Przykład interpretacji/pomiaru podkryterium „jakość infrastruktury transportowej działki i siedziby” dla nieruchomości magazynowych, dystrybucyjnych (logistycznych) i produkcyjnych

Ocena	Interpretacja, opis pomiaru
1	optymalne połączenia drogami regionalnymi lub krajowymi (np. bezpośrednie skomunikowanie z autostradą lub do węzła autostrady), możliwość dostawy 24 h na dobę
2	bardzo dobre połączenie z drogami krajowymi (np. bezpośrednie skomunikowanie z autostradą), możliwość dostawy 24 h na dobę
3	odległość od autostrady do 5 km, drogi bezpośrednio komunikujące nieruchomość dobrze rozwinięte, możliwość dostawy 24 h na dobę
4	odległość od autostrady do 10 km, drogi bezpośrednio komunikujące nieruchomość dobrze rozwinięte, możliwość dostawy co najmniej w godzinach 6-22 (oznakowanie)
5	ulepszony, bezpośredni dostęp do głównej arterii komunikacyjnej, możliwość dostawy co najmniej w godzinach 6-22 (oznakowanie)
6	ulepszony, pośredni dostęp do głównej arterii komunikacyjnej, możliwość dostawy co najmniej w godzinach 6-22 (oznakowanie)
7	połączenie za pośrednictwem drogi dwupasmowej, określony termin dostawy (oznakowanie)
8	połączenie za pośrednictwem drogi jednopasmowej, określony termin dostaw (oznakowanie)
9	ograniczona dostępność dla ruchu lokalnego, określony termin dostaw (oznakowanie)
10	brak skomunikowania z drogą publiczną, ograniczenia w możliwości dostaw

Źródło: VÖB: Immobilien Analyse – Instrument zur Beurteilung des Chance-Risikoprofils von Immobilien, VÖB 2006, s. 29-30.

²¹ Research on Property..., op. cit., s. 7.

²² VÖB: Immobilien Analyse – Instrument zur Beurteilung des Chance-Risikoprofils von Immobilien, VÖB 2006.

Należy zaznaczyć, iż interpretacja ocen podkryterium transportu, stosowana przez VÖB, odnosi się do niemieckich warunków funkcjonowania użytkowników i kontrahentów korzystających z obiektów magazynowych, logistycznych oraz produkcyjnych, w szczególności do poziomu infrastruktury drogowej, która nadal w znacznym stopniu wyprzedza polskie warunki drogowe, oraz poziomu rozbudowy sieci komunikacyjnej.

Dwie najwyższe oceny przyznawane są nieruchomościom, których podstawowe połączenie komunikacyjne odbywa się za pośrednictwem autostrad. W rozumieniu wytycznych VÖB doskonale skomunikowane nieruchomości pozwalają na natychmiastowe opuszczenie terenu i komunikację w dwóch kierunkach strategicznych, przecinających się za pośrednictwem autostrad. Jednocześnie możliwe jest funkcjonowanie obiektu w systemie całodobowym przez cały tydzień, z nieograniczonymi dostawami o dowolnej porze. Oceny 3 i 4 są zróżnicowane pod względem odległości od najbliższych autostrad, kolejno 5 km i 10 km. Możliwość pracy w trybie całodobowym i równoczesnego, nieograniczonego, dostępu dla dostawców pozostaje określona jak dla ocen 1 i 2. Czasowe ograniczenia w tym zakresie powodują zakwalifikowanie nieruchomości do oceny „średniej” lub „poniżej średniej”, a rozróżnienie pomiędzy nimi następuje na podstawie ewentualnych utrudnień bądź oddalenia od głównych arterii komunikacyjnych. Znacznie poniżej średniej oceniane są nieruchomości, w odniesieniu do których wyznaczono ograniczenia czasowe dostaw, bardziej rygorystyczne niż przedział 6-22, a dodatkowo zlokalizowane są przy drogach niższej kategorii lub nieposiadających pełnej relacji skrętnej względem tych dróg. Ograniczenia w możliwości dostaw do obiektów zazwyczaj wynikają z przepisów regulujących transport pojazdami o wysokim tonażu. Znaczne ograniczenia prędkości, podyktowane bliskością osiedli mieszkalnych lub szkół, również powinny być pośrednio uwzględniane jako utrudnienie mogące wpływać na rentowność obiektu. Ocena 10 praktycznie dyskwalifikuje nieruchomości logistyczne ze względu na niekorzystne usytuowanie działki lub brak możliwości skomunikowania poprzez drogę publiczną²³.

Podsumowanie

Zważywszy na znaczenie nieruchomości w ogóle procesów inwestycyjnych, rolę jaką rynki nieruchomości odgrywają w kształtowaniu sytuacji gospodarczej większości krajów, oraz rosnący poziom skomplikowania procesów zachodzących na rynku nieruchomości, narzędzia o wysokiej wartości informa-

²³ VÖB – Immobilien Analyse..., op. cit., s. 31-32.

cyjnej, stosowane na potrzeby podejmowania decyzji inwestycyjnych, stały się koniecznością. Główne cele tworzenia ratingów, czyli wprowadzenie zobiektywizowanego kryterium dla oceny porównawczej rynków nieruchomości w przyjętej perspektywie odniesienia, pomoc w podejmowaniu racjonalnych proceduralnie decyzji na rynku nieruchomości oraz redukcja liczby zmiennych decyzyjnych w procesach decyzyjnych są elementami, które mogą stabilizować zachowania podmiotów działających na rynku nieruchomości²⁴. Niniejszy artykuł nie wyczerpuje tematyki możliwości zastosowania ratingu, a przedstawione systemy ratingowe stanowią jedynie fragmentaryczne ujęcie praktycznego zastosowania narzędzia. Jednak, jak wykazano m.in. poprzez zestawienie systemów ratingowych stosowanych i udoskonalanych przez organizacje w wybranych krajach europejskich, rating nieruchomości i rynku stanowi przydatne narzędzie wspomagania decyzji inwestycyjnych.

Literatura

- Adair A., Hutchison N., The Reporting of Risk in Real Estate Appraisal Property Scoring, „Journal of Property Investment & Finance” 2005, Vol. 23, No. 3.
- Champness P., Real Estate Risk Assessment. Sustainable Real Estate Markets-Restoring Confidence in Financial Markets, MIPIM, Cannes 2011.
- European Property and Market Rating: A Valuer’s Guide, TEGoVA 2003.
- Europejskie Standardy Wyceny 2012, Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, Warszawa 2012.
- Evaluation of Real Estate Property and Market Risk for Real Estate Backed Financial Products, Real Estate Market Advisory Group, Committee in Housing and Land Management, Genewa 2012.
- Holter R., Die Bewertung von Immobilien vor dem Hintergrund von Basel II, Verband deutscher Hypothekenbanken, 2005.
- Lorenz D.P., The Application of Sustainable Development Principales to the Theory and Practice of Property Valuation, Universität Karlsruhe, School of Economics, Karlsruhe 2006.
- Lützkendorf T., Lorenz D., Integrating Sustainability Issues into Property Risk Assessment – An Approach to Communicate the Benefits of Sustainable Buildings, Universität Karlsruhe, School of Economics, Karlsruhe 2012.
- Renigier-Biłozor M., Wiśniewski R., Rating rynków nieruchomości – analiza teoretyczna, Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości, Vol. 20, Nr 2, Olsztyn 2012.

²⁴ M. Renigier-Biłozor, R. Wiśniewski, op. cit., s. 67.

Research on Property and Market Rating in China based on Basel II, Weidong QU, P.R. China, Integrating Generation FIG Works Week 2008, Stockholm 2008.

Risk Measurement and Management for Real Estate Investment Portfolios – Summary Report, Investment Property Forum 2006.

The Assessment and Management of Risk in the Property Investment Industry, Investment Property Forum 2006.

VÖB – Immobilien Analyse – Instrument zur Beurteilung des Chance-Riskoprofils von Immobilien, VÖB 2006.

PROPERTY AND MARKET RATING – REVIEW AND DECISION-MAKING PROCESS CAPABILITIES

Summary

With the development of the real estate market, there are new possibilities for the use of rating tools, including investment decision support, evaluation of real estate portfolios and controlling. The author tries to answer the question, whether the market and real estate rating, due to its purpose, methodology and data used in it, can support investment decisions? Therefore, a review of the initial evaluation, rating systems operating in selected European countries, pointing to the possibility of their use, and relying on the methodology selected systems has been taken.