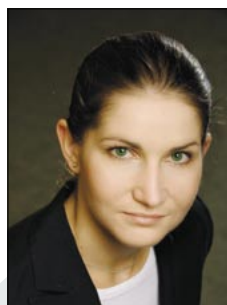


RYZYZKO FINANSOWE

w zarządzaniu nieruchomościami

Marta Kamionowska
PricewaterhouseCoopers



Czy można pozytywnie spojrzeć na ryzyko? Okazuje się, że tak, bo przecież jedna z interpretacji stopnia ryzyka to przecież stopa zwrotu z inwestycji. A więc wyższe ryzyko ma potencjalnie generować wyższy zwrot z zainwestowanego kapitału. Ponadto ryzyko jest mierzalne, istnieje więc możliwość określenia prawdopodobieństwa wystąpienia określonego zdarzenia.

Inwestorzy nie bardzo cenią sobie jednak drugą stronę związaną z ryzykiem - potencjalną stratę i dlatego starają się zarządzać ryzykiem, utrzymując akceptowalną dla siebie relację między jego poziomem a potencjalną korzyścią z inwestycji.

Prowadzenie, w jakiegokolwiek dziedzinie, działalności gospodarczej nastawionej na zysk, wymaga aktywności i podejmowania decyzji związanych z akceptacją istnienia ryzyka.

Rynek nieruchomości, na tle innych rynków inwestycyjnych jest bardzo często traktowany jako bezpieczne miejsce alokacji kapitału. Mówi się wręcz, że „na nieruchomościach nie można stracić”. I pewnie nie ma w tym stwierdzeniu przekłamania, o ile uwzględni się w domyśle specyficzne cechy inwestycji w nieruchomości:

- długoterminowy charakter inwestycji (spekulacja i szybki zwrot jest możliwy tylko na rynkach niedojrzałych, w fazie wzrostu)
- mała elastyczność podaży, wobec czego rynek prawie nigdy nie jest w stanie równowagi
- duża wrażliwość na zmiany na rynkach komplementarnych i alternatywnych.



Pomimo wymienionych, „słabszych” punktów, to właśnie nieruchomości są pierwszym krokiem do wielkich fortun, ich reinwestowania, zachowania lub pomnażania wartości majątku w czasie.

Zagadnienie ryzyka na rynku nieruchomości może być analizowane wieloaspektowo, ze względu na jego niejednorodność. Nie sposób wymienić wszystkie obszary ryzyka, więc w dalszej części skupię się tylko na tematyce ryzyka finansowego związanego z zarządzaniem nieruchomościami komercyjnymi.

Głównym zadaniem stawianym przed zarządcą nieruchomości jest wzrost lub utrzymanie wartości nieruchomości. Realizacja tego celu łączy się bezpośrednio z utrzymywaniem odpowiedniej relacji między przychodami i kosztami operacyjnymi nieruchomości. Stała relacja w długim okresie stanowi wykonanie planu minimum, ale i tak, w warunkach rynkowych, wymaga znacznego zaangażowania ze strony zarządcy.

Kontrola stabilności dochodu powinna obejmować identyfikację ryzyka zarówno na poziomie przychodów, jak i kosztów.

Ryzyko na poziomie przychodów

Bardzo często umowy o zarządzanie nieruchomością zdejmują z zarządcy obowiązek komercjalizacji obiektu, nakładając natomiast odpowiedzialność za realizację wynegocjowanych już warunków umów najmu. Podstawowym warunkiem spełnienia umowy najmu jest otrzymywanie czynszu w zamian za udostępnienie powierzchni. Implikacje słabej ściągłości czynszów mogą sięgać znacznie dalej niż tylko obniżenie dochodów w danym miesiącu. Poniżej niektóre z obszarów dotkniętych niską skutecznością ściągłości czynszów:

- **Obsługa długu.** Większość z obecnie realizowanych inwestycji jest finansowana kapitałem obcym (kredytem). W takim przypadku dochód z czynszu stanowi nie tylko zysk dla samego inwestora, ale również powinien wystarczać na zwrot kapitału obcego i koszty jego obsługi. W przypadku skrajnie niskich i niestabilnych przychodów czynszowych może pojawiać się ryzyko braku zdolności inwestora do obsługi długu.
- **Wartość nieruchomości.** Wszelkie opóźnienia w ściągłości czynszów, które mają charakter długofalowy, nie pozostają również neutralne z punktu widzenia wartości nieruchomości. Potencjalny inwestor uzna inwestycję za obciążoną większym ryzykiem i odpowiednio zdyskontuje to w cenie zakupu.
- **Wynagrodzenie zarządcy.** Właściciel antycypuje problem ściągłości czynszów i bardzo

często nie chce pozostawać z nim sam na sam, więc uzależnia procentowe wynagrodzenie zarządcy od czynszów efektywnych, a nie potencjalnych.

Wymienione sytuacje bardzo trudno wyeliminować. Opóźnienia w płatnościach czynszu zdarzają się nawet najlepszym i największym najemcom. Gorzej jednak, kiedy stają się cechą charakterystyczną jakiegokolwiek najemcy. Jak można się ustrzec przed nierzetelnymi najemcami?

Po pierwsze, należy nie bać się przeprowadzenia wieloaspektowego *due diligence* potencjalnego najemcy. Dobrze, jeżeli taki proces ma charakter jawny i na przykład sytuacja finansowa jest ustalana w oparciu o dokumenty i sprawozdania otrzymane od potencjalnego najemcy. W takim przypadku jesteśmy w stanie skonfrontować i wyjaśnić wszelkie niepewności.

Nawet pozytywne wyniki *due diligence* nie powinny jednak „uśpić” uwagi zarządcy, który nie może zapominać o ciągłym monitorowaniu wypłacalności najemców (o raportowaniu zarządcy wspomnę jeszcze w dalszej części).

Efektywność ściągłości przychodów jest ściśle uzależniona od precyzyjności zapisów umowy najmu. Należy pamiętać, że niejasny zapis może uniemożliwiać np. przeprowadzanie indeksacji czynszu lub też pełne rozliczenie kosztów operacyjnych z najemcą. Kiedy mamy do czynienia z umowami zawartymi na czas określony, tylko obopólna zgoda stron może zmienić treść takiego zapisu, a chęci ze strony najemcy do zwiększenia swoich wydatków w tej sytuacji nie powinniśmy raczej oczekiwać.

Ryzyko na poziomie kosztów operacyjnych

Można powiedzieć, że ziszczenie się ryzyka na poziomie kosztów operacyjnych jest podwójnie dotkliwe z punktu widzenia właściciela. W takiej sytuacji ponosi on faktyczną stratę wynikającą z pokrywania dodatkowych kosztów. Na rynku funkcjonują dwa modele rozliczania kosztów operacyjnych: ryczałt oraz zaliczka. Preferowany jest ten ostatni. Zaliczka pozwala na pełen zwrot poniesionych wydatków operacyjnych, ale wymaga uwzględnienia jej podstawowych cech:

- **Przesunięcie czasowe.** Rozliczenia z najemcami mają najczęściej miejsce raz w roku, w pierwszym kwartale po roku rozliczeniowym. Należy więc zwrócić uwagę na kwestie kredytowania wydatków najemcy w trakcie roku rozliczeniowego.
- **Katalog kosztów.** Rozliczyć można tylko te koszty, które znalazły się katalogu zawartym w warunkach umowy. A więc ponownie powraca kwestia precyzji zapisów treści umów.

Oprotestowanie wątpliwych wydatków jest bardzo prawdopodobne. Uzasadniony protest najemcy oznacza nie tylko brak możliwości przeniesienia wydatku, ale, co ważniejsze, nadszarpnięcie jego zaufania.

- **Weryfikacja rozliczenia.** Rozliczenia opłat eksploatacyjnych na zasadach zaliczkowych mogą być weryfikowane przez najemców. Oznacza to, że należy przygotowywać je w formie czytelnej, jasnej i wystarczająco szczegółowej, aby najemca nie miał wrażenia, że coś jest przed nim ukrywane. Praktyką jest również umożliwienie najemcy wglądu do konkretnych faktur.

Inna, ogólna zasada ograniczania ryzyka związanego z rozliczaniem kosztów, dotyczy wartości progowych. Jeszcze niedawno właściciele, w trakcie negocjacji warunków umowy, byli skłonni do oferowania tego typu zachęty. Polegała ona na określeniu progu, powyżej którego najemca nie będzie partycypował w kosztach operacyjnych nieruchomości. Zdarzały się też i długoterminowe zwolnienia z płacenia opłat serwisowych przez najemców lub rabaty procentowe. W praktyce należy unikać tego typu zapisów w umowach najmu.

Kluczem do pełnego rozliczenia kosztów jest też poprawne skalkulowanie powierzchni wspólnej i przypisanie jej do powierzchni najmu netto. Standardem rynkowym jest bowiem ponoszenie przez najemców kosztów jej utrzymania proporcjonalnie do zajmowanej powierzchni najmu. Ideałem jest oszacowanie wskaźnika powierzchni wspólnej na samym początku wyodrębniania powierzchni najmu i przypisywanie jej według jednego ustalonego klucza. W ten sposób unika się sytuacji, kiedy pozostaje część powierzchni wspólnej, której koszty są permanentnie ponoszone przez właściciela.

Ponadto, zawsze, kiedy jest to możliwe, należy dążyć do zawierania umów bezpośrednich między najemcą i dostawcą usługi. Rozwiązanie to znajduje szczególnie zastosowanie w przypadku sklepów wielkopowierzchniowych czy też budynków biurowych dedykowanych jednemu najemcy. W ten sposób minimalizowane są koszty obsługi rozliczeń między stronami umowy najmu.

Gra zero-jedynkowa, czyli ryzyko kursowe

W dobie zawieszenia Polski w stanie „już w Unii Europejskiej”, ale nadal „poza Unią Monetarną”, w ramach analiz ryzyka finansowego należy zwracać uwagę na kurs wymiany walut. Standardem rynkowym stały się czynsze wyrażane w euro (kosztem dolara amerykańskiego, który został wyparty z zapisów umów najmu). Natomiast

opłaty eksploatacyjne coraz częściej kalkulowane są w złotych polskich. Właściciele wychodzą z założenia, że skoro rozliczają się ze swoimi dostawcami w złotych, to również opłaty serwisowe powinny być ściągane od najemców w złotych. Ułatwia to znacznie rozliczenia roczne, jak również umożliwia bardziej precyzyjne prognozy opłat eksploatacyjnych na kolejny rok.

Dlaczego więc nie minimalizować również w ten sposób ryzyka związanego z wpływami z czynszów? Otóż tu mamy do czynienia z sytuacją odwrotną niż przy opłatach serwisowych. Finansowanie inwestycji oparte jest w większości przypadków na kredytach denominowanych w walutach obcych, więc czynsze w walucie kredytu pozwalają na zachowanie względnej równowagi wpływów i wydatków.

Pewnym antidotum na nadmierne wahania kursów wymiany walut może być ustalenie wartości progowych, poniżej lub powyżej których nie będzie odbywało się przeliczenie wg faktycznego kursu wymiany, ale w oparciu o kurs progowy. Zapis taki pozawala na zachowanie wartości nieruchomości oraz uwiarygodnia długookresowe projekcje finansowe.

Ryzyko kursowe to jednak nie tylko problem bieżących wpływów i wydatków, ale również zachowanie realnej wartości zabezpieczenia warunków umowy. Kaucje lub też gwarancje bankowe są często ustalane jako równowartość w złotych polskich wymaganej kwoty zabezpieczenia czynszu. Przy obecnej sytuacji na rynku walutowym, raczej najemcy mogą się martwić „zbyt wysokimi” kwotami złożonych zabezpieczeń, ale przy słabnącym złotym to wynajmujący zabiegali o aktualizację wartości gwarancyjnych. W tej sytuacji podejmowanie działań zaradczych w obliczu zmian kursów powinno być poprzedzone analizą nakładów i korzyści z nich płynących. Zmiany kursów mają często charakter raptowny, a procedury ustalania zabezpieczeń są dosyć czasochłonne, więc należy zawsze skalkulować efekt netto podejmowanych działań.

Inne, czyli diabeł tkwi w szczegółach...

Ubezpieczenia

Bardzo często nieco ulgowo traktowane są zapisy dotyczące wymaganych od najemcy ubezpieczeń. Zapomina się o zdefiniowaniu w umowie podstawowych cech, jakie powinno spełniać ubezpieczenie od odpowiedzialności cywilnej najemcy.

- Po pierwsze, klauzula OC najemcy. Jest to ważny wymóg, ponieważ typowe ubezpieczenie OC z tytułu prowadzenia działalności gospodarczej nie obejmuje ryzyka najemcy.



- Po drugie, minimalna suma ubezpieczenia, korelująca z potencjalnymi szkodami, jakie mogą być spowodowane przez najemcę lub być jego udziałem.
- Po trzecie, prawo wynajmującego do corocznego sprawdzenia faktu odnowienia polisy i jej warunków.

W kwestii ubezpieczeń nie tylko powinno się wymagać zabezpieczenia od najemcy, ale również właściciel sam powinien chronić własne interesy. Jedną z form dodatkowej ochrony w sytuacjach sporych utrudnień w prowadzeniu działalności na nieruchomości lub też jej całkowitego wstrzymania jest opcja *Business Interruption* w ramach polisy majątkowej. Ta forma ubezpieczenia pozwala nie tylko na pokrycie wydatków związanych ze szkodą, ale również kompensuje utracone korzyści z tytułu niemożliwości wynajmu powierzchni.

Umowy serwisowe

Zarządca nieruchomości bywa zawodem mało wdzięcznym, szczególnie, kiedy musi odpowiadać za błędne decyzje lub czyny innych osób. Problem ten uwidacznia się np. na płaszczyźnie kosztów umów serwisowych. Nowoczesne budynki komercyjne są w większości przypadków wyposażane w maszyny i urządzenia, które wymagają dedykowanych serwisów ze strony producenta. Rezygnacja z tego typu profesjonalnego serwisu może grozić utratą gwarancji. Ekipy generalnego wykonawcy, prowadząc negocjacje zakupowe, często zapominają o późniejszym serwisie takich urządzeń, co powoduje, że cena zakupu zostaje obniżona do minimum, podczas gdy koszty obsługi serwisowej rosną. Nie tylko zresztą wysokie koszty serwisu mogą stać się utrapieniem zarządcy, ale również wszelkie nietypowe cechy wyposażenia oraz wykończenia budynku. Dokonanie naprawy lub też wymiany zużytych elementów takiego innowacyjnego urządzenia wymaga często dużo więcej czasu niż w przypadku standardowego elementu. I kiedy najemca czeka miesiącami na wymianę np. pękniętej szyby lub zabrudzonej płytki wykładziny, tylko dlatego, że „produkuje” się ona dla niego na specjalne zamówienie w dalekim kraju, to siłą rzeczy zmienia dla niego znaczenie wyrażenie „niepowtarzalny budynek”... Można by zadać pytanie: a jakie ryzyko generuje niezadowolony najemca z umową podpisaną na czas określony? I tu chyba nie trzeba być zarządcą nieruchomości, aby dać sobie jasną odpowiedź.

Minimalizacja ryzyka jest prosta – zaprośmy zarządcę do konsultacji już na etapie projektowania, budowy i skorzystajmy z porad praktyka, który na co dzień będzie się borykał z ustaleniami naszych negocjacji.

Raportowanie

Zarządca prowadzi budynek na rzecz i rachunek właściciela. A więc musi na bieżąco informować go o stanie jego własności. Jako standard przyjmuje się raportowanie miesięczne oraz kwartalne lub roczne podsumowania. Raportowanie jednak to nie tylko informacja dla właściciela, ale również narzędzie pracy samego zarządcy. Śledząc zmiany poszczególnych parametrów funkcjonowania budynku, jest on w stanie identyfikować obszary potencjalnego ryzyka i podejmować działania prewencyjne. Dobrze więc, jeżeli raport ma formę szablonu, standardu, przedstawiającego „historię budynku w odcinkach”. Kluczowymi sekcjami takiego raportu powinny być między innymi:

- zestawienie planu budżetowego z jego wykonaniem na moment raportowania oraz aktualizacja planów budżetowych na kolejne miesiące
- zestawienie należności czynszowych oraz innych
- opis działań podejmowanych w celu odzyskania należności
- lista wierzytelności obciążających nieruchomość z podaniem przyczyny ich istnienia
- aktualny poziom pustostanów w budynku
- aktualną listę gwarancji i kaucji z wyszczególnieniem tych, których ważność wygasa w najbliższym czasie
- informacje o stanie technicznym budynku, niezbędnych naprawach i kosztach z nimi związanych.

Jak widać, jest szereg kwestii, które powinny być poruszane w raporcie. To właśnie one są w stanie zapalać żółte światło dla podjęcia działań w ramach minimalizacji ryzyka.

Analiza parametrów ryzyka

Ryzyko może zostać opisane poprzez prawdopodobieństwo jego pojawienia się oraz wartość spodziewanego efektu finansowego, jakie ono ze sobą niesie. Na podstawie łącznej analizy powyższych elementów można ustalić, czy koszt podejmowanych działań zaradczych nie przekracza potencjalnych start związanych z wystąpieniem ryzyka, innymi słowy, jaka jest efektywność podejmowanych działań. Oczywiście, określenie parametrów prawdopodobieństwa i spodziewanego efektu finansowego opiera się w dużej mierze o doświadczenie decydenta i trudno poprzeć je obiektywnymi dowodami. A więc ponownie, zarządzanie ryzykiem generuje dodatkowe ryzyko indywidualnych decyzji zarządcy/decydenta, ale mówi się przecież „no risk, no fun”... ■ ■ ■