

WSTĘP

Wycena aktywów jest kluczowym elementem prawidłowego funkcjonowania rynku finansowego. Przeprowadzenie właściwej wyceny okazuje się jednak wyjątkowo trudnym zadaniem, gdyż stanowi pomiar swego rodzaju konceptu społecznego, jakim niewątpliwie jest wartość. Sama wartość, a co za tym idzie i wycena są zmienne w czasie i trudne do jednoznacznego oraz obiektywnego określenia. Ze społecznym charakterem wartości wiąże się także inna bardzo istotna kwestia, którą należy brać pod uwagę przy sporządzaniu wycen. To samo aktyw może mieć inną wartość dla różnych inwestorów, co jest często opisywane jako wartość inwestycyjna. W literaturze można spotkać się również z pojęciem wartości wewnętrznej, którą definiuje się jako obiektywną, rynkową wartość, pokazującą zdolność danego aktywa do generowania korzyści pieniężnych. Wielość założeń, czynników wewnętrznych i zewnętrznych czy metod, które są wykorzystywane do wyceny aktywów, powoduje jednak, że staje się ona bardziej opinią jej autora niż obiektywną kalkulacją wartości. Precyzyjna wycena jest obszarem zainteresowania zarówno praktyków, jak i naukowców, dlatego w przypadku niektórych aktywów zostały wypracowane pewne standardy rynkowe, które umożliwiają wyceniającym odpowiednie wyznaczanie wartości i jak największe zobiektywizowanie procesu wyceny. Standardy te pozwalają oprzeć opinię wyceniającego na założeniach, które są zgodne z aktualną wiedzą i badaniami rynkowymi. Nadal jednak ostateczna formuła wyceny nie bazuje i prawdopodobnie nigdy nie będzie bazowała na uniwersalnym algorytmie niewymagającym ingerencji ze strony wyceniającego.

Wycena aktywów opiera się na konceptach społecznych, a skoro nasze otoczenie, w tym zwłaszcza ekonomia mająca wpływ na wartość godziwą aktywów, zmienia się bardzo dynamicznie, standardy wyceny nie nadążają za dynamicznym rozwojem gospodarczym i nowymi rozwiązaniami stosowanymi przez uczestników rynku. Z tego powodu konieczne jest, aby zarówno nauka, jak i praktyka starały się dostosować metodykę wyceny do zmieniających się warunków.

W nauce standardy wyceny analizowane są najczęściej w kontekście wyceny przedsiębiorstw. Należy jednak pamiętać, że decyzje podejmowane przez przedsiębiorstwa, ich modele biznesowe czy stosowane rozwiązania technologiczne wpływają także bezpośrednio na wartość pozostałych aktywów, które są składową

danego przedsiębiorstwa. Dotyczy to też portfeli wierzytelności, które stanowią przedmiot rozważań niniejszej monografii.

W opracowaniach naukowych najczęściej analizowanymi rodzajami wierzytelności są te pochodzące z banków. Odgrywają one znaczącą rolę na rynku finansowym, jednak nie należy pomijać znaczenia wierzytelności przedsiębiorstw innego typu. Niewątpliwie w przedsiębiorstwach finansowych, telekomunikacyjnych czy opierających swoją działalność na szeroko pojętym modelu subskrypcyjnym lub abonamentowym portfel należności obecnych lub przyszłych stanowi najczęściej najwartościowsze aktyw. Kluczowa dla powodzenia procesów inwestycyjnych jest wówczas odpowiednia wycena portfela wierzytelności. Z tego powodu główny temat niniejszej książki stanowi metodyka wyceny wierzytelności i wpływ modeli biznesowych przedsiębiorstw niebankowych na ich wartość. Zagadnienie to jest jeszcze ważniejsze, biorąc pod uwagę fakt dynamicznego rozwoju rynku obrotu wierzytelnościami, także niebankowymi. Co więcej, oprócz bycia przedmiotem sprzedaży wierzytelności mogą być również zabezpieczeniem długu. W praktyce gospodarczej bardzo często zdarza się, że podmioty, których istotnym aktywem są wierzytelności, przy zaciąganiu długów zabezpieczają ich spłatę całym posiadanym portfelem wierzytelności lub jego wydzieloną częścią. Koronnym przykładem takiej praktyki jest instrument finansowy zwany listem zastawnym, który mogą emitować banki hipoteczne, a ich zastawem są właśnie wierzytelności zabezpieczone hipoteką (Dżuryk, 2014). Poza listami zastawnymi na rynku zarówno publicznym, jak i prywatnym funkcjonuje w Polsce szeroki rynek obligacji zabezpieczonych wierzytelnościami. W przypadku zabezpieczenia mającego postać portfela wierzytelności niezbędna jest jego odpowiednia wycena, tak aby istniała możliwość weryfikacji, w jakim stopniu wierzyciel jest chroniony przez taki rodzaj zabezpieczenia i ile może odzyskać w przypadku braku spłaty długu przez dłużnika.

Dotychczasowa literatura związana z wyceną portfeli wierzytelności skupia się głównie na matematyczno-statystycznych aspektach metod wyceny (np. Assefa i in., 2009; Bielecki i in., 2005; Cvitanic i in., 2011) czy wpływie na wycenę determinant makroekonomicznych (np. Dimitrios i in., 2016; Espinoza i Prasad, 2010; Foos i in., 2010; Muravetskiy i in., 2015; Pesola, 2007; Wszelaki, 2013). Obszary te są niezwykle ważne oraz szczegółowo przeanalizowane w kontekście wielu rynków. Z doświadczenia autora wynika jednak, że znaczący wpływ na wartość wyceny ma także charakterystyka posiadacza portfela, a zwłaszcza jego model biznesowy. W związku z tym głównym celem tej pracy jest identyfikacja determinant biznesowych występujących w ramach działalności prowadzonych przez właścicieli portfeli wierzytelności oraz zaproponowanie procedury, która umożliwiłaby kalkulację wpływu danego czynnika na wartość godziwą portfela wierzytelności.

Pierwszym wyzwaniem związanym z realizacją postawionego celu jest samo rozpoznanie determinant, które mogą mieć istotne znaczenie w wycenie portfela wierzytelności. Na podstawie literatury przedmiotu, analizy opracowań rynkowych

i na bazie własnego doświadczenia zawodowego autor dokonał identyfikacji i oceny elementów modeli biznesowych, strategii produktowych czy innych determinant wewnętrznych, które wpływają na wartość godziwą portfeli wierzytelności. Podjął też próbę analizy potencjalnego wpływu determinant na wycenę oraz potencjalnego sposobu ich uwzględniania. Wskazanie algorytmu postępowania, elementów charakterystycznych oraz praktyk mogących decydować o wartości portfela może mieć ważne znaczenie dla rynku finansowego. W pracy nie zaproponowano jednak modelu wyceny wierzytelności zaawansowanego pod względem metod statystycznych i matematycznych. W celu odpowiedniego wyjaśnienia źródeł występowania i wpływu determinant postanowiono skupić się bezpośrednio na nich, a także na samym pojęciu wierzytelności, miejscu rynku wierzytelności na rynku finansowym oraz metodach wyceny wierzytelności. Monografia ma zatem za zadanie pokazać sposoby udoskonalania procesów i modeli wyceny portfeli wierzytelności, co pozwoli precyzyjniej wyznaczać wartość godziwą tego rodzaju aktywów. Obiektywność wycen portfeli wierzytelności pozwoli zwiększyć zaufanie do tego rynku oraz bezpieczeństwo obrotu wierzytelnościami. Jest to istotne w kontekście teorii efektywności rynków, gdyż zmniejsza niedoskonałość informacyjną rynku finansowego.

Wypełnienie celu głównego monografii wiąże się z realizacją pięciu celów szczegółowych:

1. Opis i charakterystyka rynku wierzytelności niebankowych.
2. Wskazanie roli inwestora na rynku wierzytelności oraz istoty wyceny portfela dla inwestora niezależnie od jego charakteru.
3. Charakterystyka głównych metod wyceny portfeli wierzytelności niebankowych.
4. Identyfikacja i opisanie determinant biznesowych, które mogą znacząco zaburzyć wynik wyceny portfela wierzytelności niebankowych wykonywanej standardowymi metodami.
5. Przeprowadzenie kalkulacji uwzględniających determinanty wpływające na wartość wyceny portfela wierzytelności niebankowych.

Monografia ma charakter opisowo-badawczy, a jej cele są realizowane w ramach trzech rozdziałów. Rozdział pierwszy ukazuje rynek wierzytelności niebankowych na tle całego rynku wierzytelności. Rozpoczyna go zaprezentowanie pojęcia wierzytelności oraz określenie ich rodzajów według różnych kryteriów klasyfikacji. Następnie wskazano miejsce rynku wierzytelności na rynku finansowym oraz rodzaje portfeli wierzytelności, w tym bankowych i niebankowych. Przedstawiono też uczestników tego rynku ze szczególnym uwzględnieniem ich roli w transakcjach na portfelach wierzytelności bankowych i niebankowych. Na końcu rozdziału scharakteryzowano istotę obrotu rynkowego portfelami wierzytelności oraz właściwości portfeli kredytów konsumenckich udzielanych przez niebankowe przedsiębiorstwa kredytowe.

W rozdziale drugim omówiono przyjęte standardy oraz metody wyceny wierzytelności niebankowych. Opisano istotę wykorzystywanych metod wyceny wartości rynkowej portfeli wierzytelności. Scharakteryzowano m.in. różnicę pomiędzy podejściem indywidualnym i podejściem portfelowym do wyceny portfela wierzytelności niebankowych, a także dobór kryteriów, które stosowane są do podziału portfeli na część aktywną i windykowaną. Następnie wymieniono najważniejsze elementy wyceny portfela wierzytelności niebankowych, czyli parametry EAD (*exposure at default* – wartość ekspozycji kredytowej w momencie niewykonania zobowiązania), PD (*probability of default* – prawdopodobieństwo niewykonania zobowiązania) oraz LGD (*loss given default* – strata z tytułu niewykonania zobowiązania). Zaprezentowano też różne metody modelowania parametru LGD, ze szczególnym naciskiem na metodę wartości odzyskiwanej oraz metody implikowanej wartości rynkowej LGD. Omówiono też wpływ konsekwencji wynikających z zastosowania tego rodzaju metod na pozostałe parametry wyceny, czyli PD i EAD. W przypadku parametru PD przedstawione zostały najczęściej wykorzystywane w praktyce metody jego szacowania. W ostatniej części opisano istotę uwzględniania w wycenie kosztów procesu windykacji należności wraz z podziałem na koszty stałe i zmienne oraz aspekt rachunkowy i podatkowy dotyczący wyceny portfela wierzytelności niebankowych.

W rozdziale trzecim zidentyfikowano determinanty biznesowe wpływające na wartość wyceny portfela wierzytelności. Scharakteryzowano te determinanty, które w sposób pozytywny lub negatywny mogą wpływać na wielkość wskaźników PD, EAD i LGD. Wymieniono potencjalne źródła zmian zidentyfikowanych determinant oraz szczegółowo przedstawiono mechanizmy i analizę wpływu omawianych determinant na wycenę portfela wierzytelności niebankowych. Badanie miało charakter symulacji wpływu zamodelowanych determinant, umożliwiającej odpowiednie odzwierciedlenie ich występowania w wycenie. Wskazano założenia, które posłużyły do stworzenia portfeli losowych. Następnie przeanalizowano wpływ poszczególnych determinant na wartość wyceny portfela wierzytelności i zaproponowano procedurę umożliwiającą uwzględnienie ich w wycenie. Przeprowadzone badanie opiera się na symulowanych danych portfeli wierzytelności, odzwierciedlających rzeczywiste zjawiska występujące w rzeczywistych portfelach. Prezentowany jest wpływ danego zjawiska na zaburzenie wartości wyceny portfela oraz proponowany algorytm pozwalający uwzględnić dane zjawisko w procesie wyceny portfela. Skuteczność algorytmu weryfikowana jest na bazie statystycznej miary jakości dopasowania modelu do danych R^2 .

Pracę podsumowuje zakończenie, w którym przedstawiono wnioski wynikające z analiz przeprowadzonych w poszczególnych rozdziałach. Poruszono także kwestie dotyczące przyszłości obszaru wyceny przedmiotowego rodzaju aktywów oraz wskazano podmioty, które mogą skorzystać z ukazanych w pracy procedur uwzględniania determinant biznesowych w wycenie wierzytelności. Zaproponowano też

dalsze badania, które mogą zostać zrealizowane w przyszłości w celu rozszerzenia wiedzy zawartej w przedmiotowej monografii.

W pracy wykorzystano bogatą literaturę naukową, w tym polskie i zagraniczne wydawnictwa zwarte, artykuły z krajowych i zagranicznych czasopism naukowych, working papers, a także inne materiały źródłowe, takie jak internet, raporty czy statystyki rynkowe. Dokonano systematyzacji i klasyfikacji wielu zjawisk i pojęć dotyczących rynku wierzytelności lub bezpośrednio wycen portfeli wierzytelności niebankowych. Praca ma wartość dodaną przede wszystkim w obszarze badawczym i metodologicznym. Część badawcza rozprawy dotyczy identyfikacji i oceny zjawisk biznesowych, które mogą mieć wpływ na wartość wyceny portfela wierzytelności niebankowych. Część metodologiczna z kolei proponuje procedury pozwalające uwzględnić zidentyfikowane zjawiska w procesie wyceny portfela wierzytelności niebankowych oraz przedstawia je na przykładzie symulowanych portfeli. Tym samym jest ona rozwinięciem dotychczasowych metod opisywanych w literaturze naukowej oraz stosowanych przez praktyków.

Praca ta nie powstałaby, gdyby nie mój mentor i opiekun naukowy, dr hab. Maciej Stradomski, prof. Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu w Katedrze Inwestycji i Rynków Finansowych. Chciałem wyrazić ogromne podziękowania Panu Profesorowi za poświęcony czas i trud włożony w powstanie mojej pracy doktorskiej i tej książki. Wyrazy wdzięczności kieruję również do poznańskiego przedsiębiorstwa CMT Advisory Sp. z o.o., dzięki któremu zrealizowałem wiele komercyjnych projektów dotyczących wyceny wierzytelności niebankowych i które sfinansowało wydanie tej monografii.