

Nemovitostní dluhopisy čekají problémy, varuje expert

14.6.2023 - Jan Topinka | HAVEL & PARTNERS

Řada emitentů nemovitostních dluhopisů nebude mít na výplatu úroků, říká v rozhovoru Jan Topinka, partner v advokátní kanceláři Havel & Partners. Vysvětluje, proč dluhopisy budou „padat“ a na co by si investoři měli dát pozor.

Na sociální síti LinkedIn jste nedávno napsal, že podle analýzy Havel & Partners nejméně 68 dluhopisových emisí splatných v příštích dvou letech tvoří emitenti podnikající v oblasti nemovitostí. A upozornil na možné problémy. Bylo by možné tu analýzu přiblížit?

Prošli jsme si parametry všech dluhopisových emisí s prospektem, které jsou splatné v letošním a příštím roce. Vynechali jsme emise bankovní, státní a municipální. Data o emisích bez prospektu bohužel nejsou veřejně dostupná, ale jde o malé emise do 25 milionů korun, tedy méně významné.

Nejméně 68 ze zhruba 140 dluhopisových emisí splatných 2023 a 2024 s odhadovaným objemem přibližně 37 miliard korun – ze zhruba 100 miliard celkového objemu – jsou vydány emitenty podnikajícími v oblasti nemovitostí. To je významná porce celého dluhopisového trhu.

Velmi zjednodušeně řečeno: český nemovitostní trh byl dlouho zvyklý na přibližně 10% každoroční růst cen nemovitostí, developéři využívali 70% úvěrovou páku za cca 3 % a potřebný 30% kapitál často nahrazovali právě dluhopisy s kupónem cca 6 %.

Situace se ale změnila. Ceny nemovitostí stagnují nebo klesají. Poptávka po bydlení prudce klesla s poklesem hypotečního trhu. Úvěrové financování je o pět procentních bodů dražší – pokud vůbec je. Náklady na výstavbu prudce vzrostly. Projekty se protahují nebo zastavují.

Nízká poptávka a drahé zdroje tak logicky povedou k obtížím zejména menších nemovitostních projektů financovaných dluhopisy namísto vlastního kapitálu emitentů. A problémy se objevují už nyní.

Co motivuje investory k nákupu dluhopisů právě od developérů?

K investici do nemovitostí potřebujete relativně dost peněz. Můžete si koupit investiční byt v řádu milionů korun a musíte se o něj starat. Můžete investovat do nemovitostních fondů, ale žádný předem daný výnos vám nikdo neslíbí.

Oproti tomu dluhopis vám developer nabídl třeba od deseti tisíc korun výše. Vypadá to lákavě, vždyť nabízí slušný pevný výnos 6 %, pravidelnou výplatu úroku a distributor vám říká, že je to přeci „cihla, která na hodnotě neztrácí“. Oproti tehdy zanedbatelným úrokům v bance to znělo jako dobrá investice, ne?

Distribuce hraje klíčovou roli. Developéři neměli nebo nechtěli dát vlastní kapitál, tedy provizemi motivovali zprostředkovatele k prodeji dluhopisů drobným investorům. Takto motivované distribuční sítě byly schopné do nezkušených a naivních retailových investorů natlačit obrovské objemy

dluhopisů.

Proč teď hrozí problémy takových emitentů? Jaké vlivy se nejvíce podepisují na jejich platební schopnosti?

Podívejme se na věc z pohledu finančního řízení emitenta. Jedna věc je samotný úrok z dluhopisů. Průměr těch splatných letos a v příštím roce je 5,83 % ročně. Ale pozor, je třeba vzít v úvahu celkové náklady peněz a také cashflow stránku věci.

K samotnému úroku je třeba připočítat nemalé náklady na distribuci (až 8-10 % objemu u velmi rizikových emisí) a přípravu a správu emise (typicky 2 % objemu). Rozloženo v čase, náklady na správu dluhu typických tříletých dluhopisů se 6% úrokem tak mohou být třeba 8-11 % ročně.

Jak cash flow emitenta ovlivní průběžné vyplácení úroků? Je obvyklé vyplácet úroky průběžně?

Tam, kde emitent vyplácí úrok průběžně, ale jeho výnosy závisí na realizaci projektů, se situace dále dramatizuje – developer prodá byty až na konec, pokud vůbec. Všechny emise splatné v letech 2023 a 2024 přitom vyplácejí úroky ročně nebo častěji.

Emitent si tak část výnosu z emise už na začátku musí vyhradit na průběžnou platbu úroků a jen zbytek použít v projektu. Málokdy se také časově setká realizace výnosů z projektu a splatnost dluhopisů.

Tím vším narůstá požadavek na výnosnost kapitálu v nemovitostních projektech, která musí být třeba až 15-20 %, aby bylo možné dluhopisy vůbec splatit a zaplatit úroky. Je jasné, že kvůli popsaným ekonomickým faktorům je dosahování takových výnosů, jemně řečeno, velmi obtížné.

Navíc, někteří emitenti mohli mít problémy už dříve, ale často je řešili nebo i dnes řeší vydáním nových emisí dluhopisů a použitím jejich výnosů na splacení emisí dřívějších. To bylo možné ve světě nízkých úrokových sazeb, který ale od roku 2022 skončil. Problém tak emitenti můžou už delší dobu hrnout před sebou, ale aktuální vysoké požadované výnosy z nových emisí nemusí být schopní splatit.

Čím dalším jsou nemovitostní dluhopisy specifické?

Právě projektovým modelem, který je náročný na řízení cashflow. Potřebujete hodně peněz na výstavbu. Dokud se nemovitosti nepostaví a neprodají nebo nepronajmou, peníze prostě nemáte. Ale dluhopisy mají předem danou splatnost, je to pořád dluh!

Problémy mají všichni. Velcí hráči, renomovaní developeři si s nimi poradí – umí předvídat, umí řídit cashflow, mají kapitál. Podle našich zjištění si ale řada zejména menších emitentů zřejmě neuvědomuje složitost situace a nadhodnocuje svou schopnost splatit své dluhy. Nebo už je jim to jedno...

Jak by měli emitenti postupovat, pokud začínají tušit budoucí finanční obtíže?

Na začátku je jednoduchý algoritmus. Jste si jistí, že dluhopisy splatíte? Ano? Ještě jednou si to spočítejte. Udělejte si detailní a realistický cashflow plán. Pořád si myslíte, že splatíte? Pokud ano, super, cvičení pravidelně opakujte. Pokud to nevychází, nadechněte se, přiznejte si problém a začněte ho řešit. Udělejte si úpadkový test. Nestrkejte hlavu do písku, nečekejte, že to „nějak

dopadne“. Komunikujte s investory.

Při včasné řešení lze leccos zachránit a škody omezit. Něco prodat, protáhnout splatnosti, získat investora ... možnosti je řada. Necháte-li ale věc dojít do insolvence, ztratíte kontrolu. Budete čelit nuceným výprodejům aktiv za diskontní ceny, nevybíravým nájezdům pohledávkových dravců a obvykle i zájmu orgánů činných v trestním řízení. A vaši investoři ostrouhají každopádně.

Pokud má emitent problém a chce ho poctivě řešit, umíme efektivně pomoci. Pomáháme najít a realizovat řešení nejen ke spokojenosti klientů, ale také jejich věřitelů. Máme za sebou několik velmi úspěšných reorganizací i insolvencí s velkou výtěžností pro věřitele. Nepoctivce a lumpy nezastupujeme.

Na co si mají drobní investoři při nákupu nemovitostních korporátních dluhopisů dávat největší pozor?

Předně si musí uvědomit, že z povahy věci jde o rizikovou investici a podle toho k ní přistupovat. Nemluvíme o velkých renomovaných hráčích, ale o menších nebo „neznámých“ emitentech. Nepodlehnout tlaku distributora, dát si čas, nestydět se zeptat... Úspěšní investoři neinvestují do toho, čemu nerozumí.

Jaké mají investoři možnosti emitenty prověřit?

Možností ověření je řada, většina dat je volně dostupných na internetu.

Historie emitenta a jeho společníků, účetní výkazy emitenta a jeho skupiny pár let zpět, povaha a stav financovaných projektů, negativní zprávy v médiích. Nespoléhat na naleštěné webové stránky a medové řeči distributorů.

Číst emisní podmínky. Jsou dluhopisy zajištěné? Je emitent ochoten zavázat se k omezení zadlužení, držet výši vlastního kapitálu či poměr hodnoty projektu k zadlužení?

Neobvykle vysoký úrok, tlak ze strany distributora, velké plány do budoucna versus krátká historie, zdůrazňování „zaručeného výnosu“, zaklínání se schválením ČNB, nejasný účel použití peněz z dluhopisů... To jsou indicie, kdy je třeba zpozornět.

A pozor! Schválení prospektu Českou národní bankou neznamena, že emitent je finančně v pořádku a dluhopisy řádně splatí. ČNB hlídá, jen zda prospekt obsahuje potřebné informace – jejich vyhodnocení pak je vždy na samotném investorovi.

I když je emitentem společnost zvučného jména, konkrétní projekt se může dostat do problémů. Jak takové problémy může investor zachytit včas?

Věřitelé by si měli všimnout varovných signálů a nečekat pasivně „na splatnost“, to už bude často pozdě. Nejčastější takové signály jsou odkládání zaplacení úroků, odmlčení se v komunikaci či naopak neobvykle čilá komunikace emitentů, hlasité prodejní kampaně na vydání nových dluhopisů a intenzivní nabízení nových dluhopisů stávajícím věřitelům, často ve spojení s nedostupností jejich účetních výkazů.

Je emitent povinen na žádost investora před splatností dluhopis odkoupit

zpět? Využívají emitenti obvykle doložky o předčasné splatnosti či právu požadovat zpětný odkup?

Není. Naprostá většina emisních podmínek dluhopisů nedává investorovi právo zpětného odkupu či předčasného splacení. Nedá se utéct předčasně.

Pomůže v oblasti rizikových korporátních dluhopisů obecně ve vztahu k drobným investorům navrhovaná novela z dílny ministerstva financí?

Pomůže, ale situaci daleka nezachrání. Týká se navíc jen takzvaných podlimitních dluhopisů (pod 25 milionů korun), u kterých bude třeba dát investorovi informace o emitentovi, jeho hospodaření a plánech, včetně finančních výkazů za poslední dva roky. Tyto informace si však bude muset každý vyhodnotit sám.

Nejproblematictější je podle mého názoru spíše kombinace nedostatečné finanční gramotnosti drobných investorů, jejich naivity a chamtivosti ve spojení s intenzivní distribucí.

=====

Mgr. Jan Topinka

- * Jan Topinka vede v advokátní kanceláři Havel & Partners skupinu pro bankovníctví, financování a kapitálové trhy.
- * Zaměřuje se na oblast dluhového financování na straně věřitelů i dlužníků, na regulaci finančních služeb a transakce na kapitálových trzích.
- * Dříve pracoval pět let na různých právních pozicích v Komisi pro cenné papíry.

<https://www.havelpartners.cz/nemovitostni-dluhopisy-cekaji-problemy-varuje-expert>