

Investering i seniorsikrede virksomhedslån gennem Collateralized Loan Obligations

Væsentlige konklusioner

- Investering i seniorsikrede virksomhedslån kan principielt foretages på 3 måder: 1) Direkte lån, 2) Investeringsfonde og 3) Collateralized Loan Obligations (CLO'er)
- CLO'er er variabelt forrentede obligationer med høj løbende forrentning, kvartårige terminer og lav renterisiko. CLO'er tilbyder højere forventet afkast end de fleste sammenlignelige investeringsaktiver.
- CLO'er har høj kreditkvalitet med meget lave historiske tabsrater - også gennem finanskrisen.
- CLO'er tilbyder gode porteføljeegenskaber med lav korrelation til andre aktivkasser, hvilket medvirker til at sænke volatiliteten og øge det risikostyret afkast i en diversificeret portefølje.

1 Investering i virksomhedslån

Virksomhedslån - kendt på engelsk som broadly syndicated leveraged loans - er store lån ydet af en gruppe af kreditorer. Lånene syndikeres og administreres af store, internationale investeringsbanker, som oftest beholder en del af lånene på egen balance. Resten udbydes til institutionelle investorer - bl.a. banker, pensionskasser og kapitalforvaltere, herunder CLO-managers, der i Europa aftager op mod 60% af de lån, der udbydes. Der er i alt lån for ca EUR 270 mia. på det europæiske marked.

Lånene, der optages af store, kendte virksomheder som fx. Birkenstock og Verisure, har en betydelig branchemæssig spredning, hvor de mest almindelige sektorer er sundhed, industri, elektronik, kemi og plastik.

Der er ligeledes en stor geografisk spredning. Godt halvdelen af lånene udstedes af virksomheder i Storbritannien, Frankrig og Tyskland, mens de resterende lån i overvejende grad udstedes af virksomheder i resten af Vesteuropa og i USA. Eksempler på danske virksomheder, der opnår finansiering på dette marked, er TDC, Stark og Nets.

Virksomhederne modtager en kreditvurdering af internationalt anerkendte bureauer i forbindelse med lånoptagelsen og vil sædvanligvis have en forpligtelse til at forsøge at vedblive med at have en given kreditvurdering. Efter udstedelsen kan lånene handles blandt institutionelle investorer på et aktivt sekundært marked.

I 2021 blev der i Europa udstedt 199 lån på det institutionelle lånemarked, svarende til EUR 130 mia., hvoraf langt de fleste er seniorsikrede. Lånene har en gennemsnitlig størrelse på ca. EUR 650 mio. og en løbetid på ca. 7 år ved optagelse.

I modsætning til forholdene, når der investeres i børsnoterede virksomhedsobligationer (fx investment grade eller high yield), har investorer på det institutionelle lånemarked adgang til information, der ikke er offentligt tilgængelig, og de vil efterfølgende modtage løbende regnskabstal fra de virksomheder, der har optaget lånene.

2 Hvad er Collateralized Loan Obligations (CLO'er)

CLO'er er en aktivklasse, der har været anvendt blandt de allerstørste investorer siden midten af 1990'erne som et redskab til at opnå allokering til virksomhedslån. Accunia Credit Management tilbyder

gennem eksempelvis sine CLO-fonde en bredere kreds af investorer adgang til det europæiske CLO-marked, der traditionelt har været forbeholdt store institutionelle investorer.

De bagvedliggende lån

En CLO er grundlæggende en portefølje af ca 130 virksomhedslån med en stor sektormæssig spredning. De bagvedliggende virksomhedslån i en CLO har som regel en individuel kreditvurdering mellem B+ og B-.

Minimum 90% af lånene skal være seniorsikrede i virksomhedens aktiver. Det betyder alt andet lige, at den forventede tabsrate i tilfælde af misligholdelser er mindre for disse virksomhedslån end for fx traditionelle erhvervsobligationer, der er efterstillede og usikrede og derfor har en ringere stilling i virksomhedens kapitalstruktur.

Opbygningen af en CLO

Med sikkerhed i porteføljen af virksomhedslån udstedes trancher i form af børsnoterede obligationer med individuel kreditvurdering, risiko og rente (Figur 1). Kreditvurderingen foretages af S&P, Moody's eller Fitch. Omkring 75% af en CLO har en kreditvurdering mellem AAA og BBB; dvs investment grade. 15% har en vurdering svarende til high yield (BB og B), mens de resterende ca. 10% er obligationer uden kreditvurdering kaldet CLO equity.

CLO'er er indrettet, så vilkårene på de bagvedliggende lån passer med de udstedte obligationer. Eksempelvis betaler hovedparten af både de bagvedliggende lån og obligationerne en

variabel rente bestående af en rentemargin tillagt 3 måneders Euribor med en kvartårlig termin. Den store spredning på de bagvedliggende lån gør, at størstedelen af obligationerne i en CLO opnår kreditvurderinger, der er højere end de enkelte lån i den bagvedliggende portefølje.

Strukturen med højere kreditvurdering af de udstedte obligationer end af de bagvedliggende lån kendes i øvrigt fra det danske realkreditmarked, hvor de udstedte obligationer typisk er kreditvurderet AAA eller AA på grund af det store antal låntagere samt sikkerhed i ejendomme, mens den individuelle låntager har en betydeligt højere risiko.

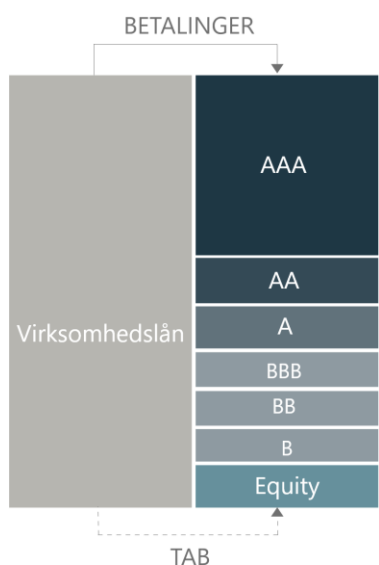
Betalingsforløbet i en CLO

Betalingsforløbet i en CLO er beskrevet og illustreret i figur 1. Både renter og tilbagebetalinger samt eventuelle tab fra virksomhedslånene tilflyder CLO'erne i prioriteret rækkefølge, således at obligationerne med den højeste kreditvurdering modtager betalinger først, mens de lavest vurderede har størst risiko for tab.

Forvaltningen af en CLO

Hver CLO forvaltes af en kapitalforvalter, og der er ca 70 forvaltere i det europæiske CLO-marked. Det er et krav ved udstedelse af en CLO, at forvalteren selv bærer en væsentlig del af risikoen gennem et ejerskab på minimum 5% af strukturen – enten ca. 50% af CLO equity eller alternativt 5% af hver enkelt obligation i strukturen. Investorerne har ingen kreditrisiko på CLO-manageren.

En ekstern part, fx Bank of New York Mellon, tilser, at alle betingelser løbende overholdes. Konkrete



Figur 1. CLO-struktur stiliseret

Betalinger og risiko

Logikken i strukturen er kort fortalt, at de renter og tilbagebetalinger, der modtages fra porteføljen af virksomhedslån, betales til obligationsinvestorerne "oppefra" (dvs AAA modtager rente, før AA og så fremdeles), mens tab, der måtte opstå blandt de bagvedliggende lån, absorberes "nedefra" startende med Equity. I tilfælde af misligholdelser i porteføljen af lån sikres forrentning og løbende tilbagebetaling af obligationerne med den højeste kreditvurdering, førend der betales renter og afdrag til obligationerne med den laveste vurdering. Dermed falder sandsynligheden for at pådrage sig hovedstolstab, desto højere i strukturen man befinder sig.

investeringsvilkår, der fastsættes ved udstedelsen af en CLO, bestemmer de præcise retningslinjer for sammensætningen af den bagvedliggende låneportefølje. De vigtigste retningslinjer er maksimal risiko, minimumsbetaling, samt minimum spredning over geografi og brancher. Der udarbejdes en månedlig rapport, som er tilgængelig for CLO'ens investorer.

Markedet for CLO'er

Der er et effektivt og velfungerende marked for handel med europæiske CLO'er, som oftest er noteret på børsen i Dublin og dermed underlagt EU regulering. Udbuddene til markedet kommer dels fra nyudstedelser og dels fra investorers salg gennem investeringsbanker som fx Citibank, BNP Paribas, Credit Suisse og Morgan Stanley. Købere er primært forsikringsselskaber, pensionskasser, banker, kapitalforvaltere, og andre institutionelle investorer. Totalt er der cirkulerende obligationer for ca EUR 170 mia i det europæiske CLO-marked.

Udstedelsen af CLO'er har været stigende gennem de seneste år. I 2021 blev der i Europa udstedt 94 CLO'er, svarende til EUR 38,6 mia., mens der i 2022 pr 30. april er udstedt for i alt EUR 11,8 mia.¹

3 Hvorfor CLO'er i porteføljen

Der er en række årsager til, at CLO'er kan være en attraktiv bestanddel i en portefølje. CLO'er oppebærer typisk en **højere forrentning** end traditionelle virksomhedsobligationer med tilsvarende kreditvurdering (Figur 2). Denne merrente kan groft sagt beskrives som en ekstra præmie grundet regulatoriske forhold, der forhindrer fx ECB i at investere i struktureret kredit, den kompleksitet, der kendetegner en CLO, samt markedets likviditet,

der umiddelbart kan være lavere end i de mest likvide aktivklasser.

Langt de fleste traditionelle stats-, realkredit- og virksomhedsobligationer er fast forrentede og vil derfor isoleret set opleve kursfald i forbindelse med et stigende renteniveau, ligesom man i de senere år har set både stats- og realkreditobligationer handlet med negativt forventet afkast.

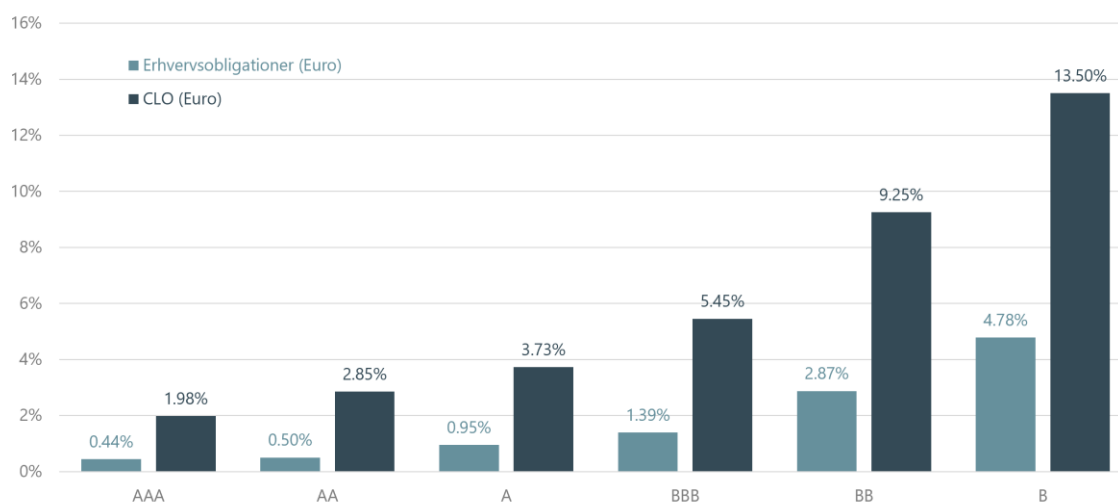
CLO'er er derimod **variabelt forrentede** og direkte **likviditetsgenererende** grundet strukturen med en fast rentemarginal over Euribor og kvartårige rentebetalinger. CLO'er har tilmed et såkaldt "zero-floor" på referencerenten, hvilket betyder, at skulle Euribor være negativ, som det har været tilfældet gennem de seneste år, udbetales rentespændet som rentekupon uden fradrag af den negative rente.

En anden positiv egenskab ved den variable forrentning er, at CLO'er med en varighed på ca 0,25 år har en meget **lav rentefølsomhed**. I et miljø med stigende korte renter vil afkastet på en CLO faktisk løbende blive højere i takt med, at Euribor stiger.

Faldende værdiansættelse af de bagvedliggende lån udgør isoleret set ingen risiko for CLO'er. Så længe lånene betaler renter, kører obligationerne videre, forrentes som planlagt og udløber i kurs 100. Derfor kan en faldende kurs fx grundet generelt faldende risikoappetit i markedet betragtes som et midlertidigt fænomen, hvis blot obligationen holdes til udløb.

Endelig har CLO'er **gode porteføljeegenskaber** som følge af en lav korrelation med øvrige aktiver som fx aktier, stats- og realkreditobligationer og tilbyder dermed en god risikospredning i en traditionel portefølje.

Figur 2. Rentespænd på CLO vs virksomhedsobligationer*



* pr. marts 2023

Kilde: S&P og Bloomberg

4 Høj kreditkvalitet og lave tabsrater

CLO'er har historisk udvist meget høj kreditkvalitet og ekstremt lave tabsrater. Der har således hverken i USA eller Europa været eksempler på misligholdelser af trancher kreditvurderet mellem AAA og A, og generelt er tabsraterne meget lave også i de mere yderligt liggende trancher (Figur 3) Selv gennem finanskrisen i 2007 – 2009 var der kun en beskedent stigning i misligholdelserne af CLO'er, mens både traditionelle lån og high yield

virksomhedsobligationer oplevede en ikke uvæsentlig stigning (Figur 4).

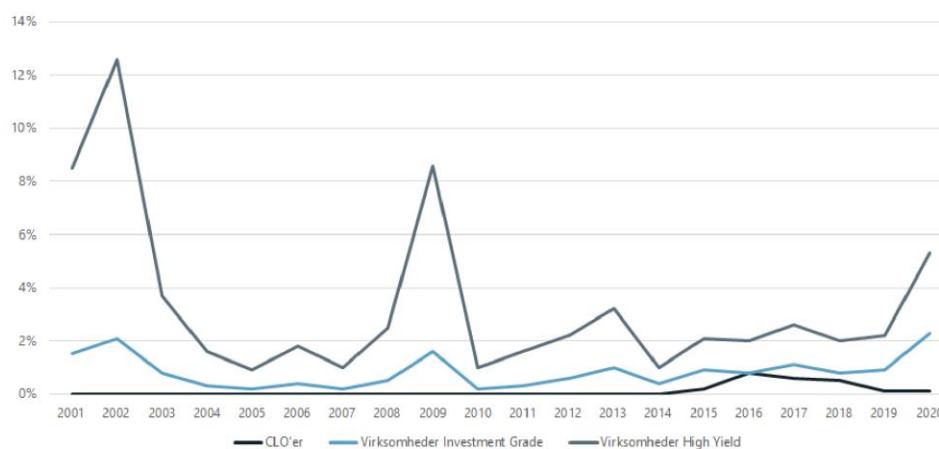
Efter finanskrisen er en række generelle krav til CLO'er tilmed blevet strammet, hvilket gør, at CLO'er udstedt efter 2013 (kaldet CLO 2.0) er endnu mere sikre end tidligere. Derfor er forventningen til tab i de CLO'er, der udstedes i dag - alt andet lige - mindre end de realiserede tab illustreret nedenfor. Stort set alle i dag cirkulerende obligationer er version 2.0.

Figur 3. CLO historiske misligholdelser (1993-2021)

Rating	Antal	Defaults	Hovedstolstab
Aaa	1466	0	0,0%
Aa	1347	0	0,0%
A	909	0	0,0%
Baa	836	3	0,4%
Ba	728	15	2,1%
B	537	0	0,0%
Total	5823	18	0,3%

Kilde: Moody's og Morgan Stanley

Figur 4. Europæiske misligholdelsesrater CLO, investment grade og high yield 2001 – 2020



Kilde: S&P

5 Accunia Credit Management

Accunia er en dansk kapitalforvalter og fondsmæglerselskab, der er specialiseret i forvaltning af kreditprodukter. Accunia blev etableret i 2008 og er under tilsyn af Finanstilsynet.

Aktiviteterne i CLO-markedet består overordnet af to ben: Accunia blev i 2016 den første nordiske CLO-manager, da vi udbød den første af indtil videre 4 CLO'er i eget navn. Derudover forvalter vi porteføljer af CLO'er i forskellige risikoklasser udbudt bredt af CLO managers i det europæiske marked – dels som diskretionære, skræddersyede mandater og dels bl.a. gennem investeringsfonde, der er noteret på Nasdaq Copenhagen (se <http://www.accunia.dk>). Vi har på vegne af vores kunder handlet CLO'er siden 2009.

Investeringsafdelingen består af 14 medarbejdere, herunder Christian Grane, der har ansvaret for investering i CLO'er. Christian har mere end 20 års erfaring med tilsvarende arbejde.

Endvidere styres forvaltningen af en investeringskomité bestående af Christian og yderligere fire ledende medarbejdere fra Accunias organisation, der sætter investerings- og risikorammerne samt godkender alle investeringsbeslutninger.

¹ S&P Global, Weekly Review d. 17/5, 2022

Disclaimer: Dette dokument er udarbejdet af Accunia Credit Management. Dokumentet er udelukkende tiltænkt at give information og udgør derfor ikke investeringsrådgivning, salgstilbud, eller en henvendelse om et tilbud om at købe værdipapirer. Oplysningerne er udfærdiget efter bedste evne. Historiske afkast ikke er en pålidelig indikator for fremtidige afkast.