



## Markedskommentar

JT, 10. november 2009

### Der er fortsat aktiver, som er forkert prisfastsat

#### CLO's

Allerede ca. 1790 f.Kr. regulerede Hammurabis lov blandt andet låneforhold\*, men siden – og specielt de seneste 10 år – er der sket meget på låne markedet.

Et af de mest almindelige nye instrumenter er de såkaldte Collateralized Loan Obligations (CLOs), der er trancher af obligationer udstedt med sikkerhed i porteføljer af lån til virksomheder.

Banker har anvendt CLOs til at få lån ud af deres balance, hvilket virkede så godt, at da det holdt op med at virke for to år siden, var der blot de foregående 12 måneder udstedt CLOs for i størrelsesordenen USD 500 milliarder.

Udbud og efterspørgsel gør derfor nu CLOs til fornuftige investeringer.

#### Skye CLO I Limited, Class D

Skye CLO I Limited, klasse D, er et eksempel på en CLO.

Obligationen blev udstedt den 17. marts 2004 til kurs 100, den er variabelt forrentet med en pålydende rente på 3,50 procent over pengemarkedet og skal indfries til kurs 100 senest den 17. marts 2017.

De underliggende aktiver består af lån på i alt EUR 321 millioner til 44 europæiske erhvervsvirksomheder. Der er ikke noget enkeltengagement, der overstiger EUR 10 millioner, og det sidste lån i porteføljen forfalder den 30. januar 2017.

Den faktiske afdragsprofil er gengivet i vedlagte figur 1. Som det fremgår, vil obligationen blive indfriet til kurs 100 i 2016, hvis der hverken kommer førtidsindfrielse eller misligholdelser i porteføljen.

#### Forventet afkast og sikkerhed

Accunia har købt obligationen på kurs 37,75 af en tysk bank, der skal nedbringe sin balance.

I prioritetsrækkefølgen står obligationen med sikkerhed fra 70,0 til 77,7 procent af restgælden på de underliggende lån. Disse er for den overvejende dels vedkommende (86 procent) senior lån, der sædvanligvis giver en dividende på omkring 55 procent i tilfælde af konkurs.

Økonomien er derfor sådan, at obligationen vil blive indfriet til kurs 100, selv hvis 12-13 procent af virksomhederne går konkurs hvert år i obligationens levetid, svarende til ca. halvdelen af de 44 virksomheder.

Sker det ikke, bliver den effektive rente 23,1 procent.

Ovennævnte kan sammenlignes med, at 2,2 procent af lånene blev misligholdt i 2007, 3,6 procent blev misligholdt i 2008 og i 2009 er 5,5 procent blevet misligholdt frem til 10. oktober. I årene før 2007 var der ikke misligholdelser.

#### Konklusion

Prisfastsættelsen af CLOs er fortsat præget af det betydelige overhæng af udstedelser, der har været siden medio 2007.

Isoleret set – men specielt i forhold til aktier i banker – tilbyder disse obligationer derfor fine afkast. Før man foretrækker aktier i for eksempel Danske Bank, skal man være ret sikker på, at deres udlån på DKK 860 milliarder til erhvervsvirksomheder er af en bedre kvalitet end de underliggende lån i Skye CLO I.

\* <http://www.constitution.org/ime/hammurabi.htm>, nr. 48.

## Udviklingen i restgælden på de underliggende lån Ingen førtidsindfrielse eller misligholdelser

