

Placering af overskudslikviditet og CLO'er

v/Kenneth Kjeldgaard

2019 har generelt været et godt år for landbrugssektoren og mange har likviditetsoverskud. Spørgsmålet er, hvor overskuddet skal placeres? Valget er naturligvis individuelt. Dette notat ser på mulighederne og introducerer såkaldte CLO'er.

Indledning og sammenfatning

Landbruget og især svinesektoren har haft et godt år i 2019 med høj indtjening og store likviditetsoverskud. Foreløbige tal viser, at landbrugsvirksomheder i gennemsnit har et likviditetsoverskud før anlægsinvesteringer på 1,79 mio. kr. For svinebedrifter er det gennemsnitlige overskud på 2,39 mio. kr. Derfor vil mange landbrugsvirksomheder skulle tage stilling til, hvordan likviditetsoverskuddet bedst kan anvendes.

Generelt er kortsigtet placering af overskudslikviditet ikke længere så attraktivt som førhen. Negative indlånsrenter og negativt afkast på korte obligationer er selv efter korrektion af en pt. lav inflation kun anbefalelsesværdige på meget kort sigt. Et alternativ kan i stedet være et såkaldt Collateralized Loan Obligation (CLO), som forventes at give et positivt afkast efter omkostninger. Det anbefales dog, at placeringshorisonten er over 1 år.

CLO'er er et nyt produkt i Danmark til private. Førhen var muligheden kun forbeholdt intentionelle investorer. Der er flere fordele ved CLO'er, som er et værdipapir, der primært investerer i virksomhedslån. Produktet inddeles i risikoklasser med forskellige investeringshorisonter og passer derfor til næsten enhver investors risikoprofil. Historisk set har CLO'er givet et højere afkast end tilsvarende investeringsmuligheder, og der har aldrig været tab i de 3 bedste risikokategorier. Betalinger fra CLO'er er baseret på en variabel referencerente + et fast rentetillæg, og da referencens minimumsrente er nul, modtager investor løbende en positiv rentebetaling. Fremadrettet forventes det også, at CLO'er giver et højere (positivt) afkast i forhold til stats- og real-kreditobligationer samt virksomhedsobligationer med tilsvarende risiko.

For nærmere beskrivelse af produktet henvises til bilag 1 og bilag 2, som henholdsvis indeholder en generel beskrivelse og vurdering af CLO'er samt en specifik vurdering af Danmarks eneste udbyder, Accunias enkelte CLO-investeringsfonde.

Inden denne mulighed overvejes, skal virksomheden dog have klarhed over sit finansielle beredskab. Hvis det finansielle beredskab er tilstrækkeligt til at sikre virksomhedens overlevelse uanset konjunktursituation, anbefales det at placere overskudslikviditeten i langsigtede investeringer. Det kan være investeringer direkte i bedriften, afdrag på dyr gæld og investering i værdipapirer i Virksomhedsordningen (VSO) eller i en pensionsordning.

Hvis det finansielle beredskab ikke vurderes tilstrækkeligt, anbefales det, at likviditetsoverskuddet benyttes til at fremtidssikre virksomheden med et større økonomisk råderum. Det kan gøres på flere forskellige måder. En af de mest anbefalelsesværdige måder er at gennemføre kortsigtede investeringer, der reducerer virksomhedens fremstillingspris og sænker nulpunktet. Herved får virksomheden et en bedre konkurrenceevne og større økonomisk robusthed.

Samme effekt kan opnås ved nedbringelse af dyr gæld, og i øjeblikket er det svært at finde et bedre og mere sikkert investeringsafkast end at nedbringe dyr pengeinstitutgæld. I den henseende anbefales virksomheden at vurdere, hvor meget og hvilken gæld, der er fordelagtig at nedbringe, da det i mange tilfælde ikke er hensigtsmæssigt at afdrage ekstraordinært på billig realkreditgæld.

Virksomheden kan også vælge en langsigtet investering i værdipapirer og potentielt opnå et højere afkast end investering i bedriften og afdrag på gæld. Dette kan gøres i VSO eller i en pensionsordning. Vælges at investere i VSO, skal virksomheden være opmærksom på reglerne for værdipapirer indenfor ordningen. Er det opfyldt, vil en investering i VSO kunne gøres likvid igen ved at sælge hele eller dele af værdipapirporteføljen. Vælges i stedet at benytte overskudslikviditeten til indskud på en nyoprettet eller eksisterende pensionsordning, vil det også være muligt at investere i værdipapirer. Fordelene herved er, at det sker til en endnu mere gunstig skattesats end i VSO, samtidig med at indskud på pension er kreditorbeskyttet. Ulempen er, at pensionsordningen er dyr at gøre likvid, da det koster 60 % i afgift.

I begge situationer anbefales virksomheden at kontakte en uvildig formuerådgiver, som kan hjælpe med en hensigtsmæssig og omkostningslav placering af overskudslikviditet.

Landbrugets overskud i 2019

2019 har været et godt år for landbruget. Især svine sektoren har haft en høj indtjening og store likviditetsoverskud. Det skyldes høje afregningspriser på grund af afrikansk svinepest i Asien.

Foreløbige tal for 2019 viser, at en gennemsnitlig landbrugsvirksomhed har et likviditetsoverskud før anlægsinvesteringer på 1,79 mio. kr. og 530.000 kr. før ændringer i finansaktiver og gæld.

Tabel 1: Likviditet og pensionsindbetalinger, gennemsnit og svine sektor

| | Alle | | Svine sektor | |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| | 2019* | 2018 | 2019* | 2018 |
| Likviditet før anlægsinvesteringer | 1.794.361 kr. | 1.155.872 kr. | 2.391.187 kr. | 945.846 kr. |
| Likviditetsoverskud/-behov | 530.832 kr. | - 573.917 kr. | 1.017.599 kr. | -572.151 kr. |
| Pensionsindbetaling | - 115.919 kr. | - 60.580 kr. | - 188.895 kr. | - 66.429 kr. |

Kilde: SEGES Økonomidatabase

Note: * Foreløbige tal

Resultatet før anlægsinvesteringer er 638.000 kr. bedre i forhold til 2018, mens det er 1,1 mio. kr. bedre inden ændringer i finansaktiver og gæld. Derudover er indbetaling til pension også øget. I 2019 er den gennemsnitlige pensionsindbetaling på 115.000 kr., hvilket er en stigning på 55.000 kr. Likviditeten er især forbedret for svine sektoren, som gennemsnitligt har 2,39 mio. kr. i likviditetsoverskud før anlægsinvesteringer og 1,155 mio. kr. før ændringer i finansaktiver og gæld. I forhold til 2018 er det en forbedring på hhv. 1,445 mio. kr. og 1,59 mio. kr. Svine sektoren har også den højeste pensionsindbetaling med 191.000 kr. i 2019 mod 67.000 kr. i 2018.

Dermed har sektoren i gennemsnit vendt et likviditetsunderskud til et overskud før ændringer i finansaktiver og gæld. Korrigeret for landbrug med likviditetsefterslæb fra tidligere år vil mange stadig have et betydeligt likviditetsoverskud. Spørgsmålet er, hvordan overskudslikviditeten bedst placeres.

Overskudslikviditet – muligheder for placering

Generelt kan overskudslikviditeten indgå i det finansielle beredskab eller placeres i lange investeringer i eller udenfor virksomheden. Når den enkelte landbrugsvirksomhed skal overveje sine muligheder for placering af overskudslikviditet, er det nødvendigt først at tage stilling til virksomhedens fremtidige likviditetsbehov. Det gøres ved at vurdere nuværende og fremtidige afsætningspriser i forhold til fremstillingsprisen. Er virksomhedens likviditet stærk nok til at modstå en eller flere indtjeningsfald, eller skal der oparbejdes et finansielt beredskab?

Et finansielt beredskab er kendetegnet ved, at landbrugsvirksomheden har tilstrækkelig likviditet til at servicere en holdbar drift. Derfor afhænger placeringen af likviditetsoverskud af, om virksomheden allerede har et finansielt beredskab, der er stort nok til at kunne servicere den daglige drift, nødvendige investeringer i beholdninger, besætning og bygninger, ejer aflønning samt afdrag på gæld. Derudover er der et indbygget krav til, at beredskabet også er tilstrækkelig robust til at kunne imødekomme udsving i afsætnings- og indkøbspriser på bedriftens råvaregrundlag.

Er det ikke tilfældet, anbefales det, at overskudslikviditeten anvendes til at sænke virksomhedens produktionsomkostninger. Enten ved direkte investering(er) i bedriften med kort tilbagebetalingstid eller ved at afdrage gæld. Alternativt skal overskuddet placeres på kassekrediten eller på en indlånskonto, således virksomheden har likviditet til rådighed til imødekomme af økonomiske og likviditetsmæssige stød.

Vurderes det finansielle beredskab at være tilstrækkeligt, kan likviditetsoverskuddet placeres i længerevarende investeringer. Enten direkte i virksomheden eller i værdipapirer/alternative investeringer i VSO eller på en pensionsordning.

Overordnet kan overskudslikviditeten anvendes til:

1. Nedbringelse af gæld
2. Investeringer i landbrugsvirksomheden
3. Værdipapirer i VSO eller pension
4. Indlån og andre muligheder

Ad 1: Nedbringelse af gæld

Fordelene ved at nedbringe dyr gæld er blandt andet lavere låneydelser i fremtiden. Derudover forbedres virksomhedens soliditet, hvilket kan medføre bedre kreditvurdering og deraf endnu lavere finansielle omkostninger.

Kaiser og Carlqvist (2019) har undersøgt konsekvenserne for svineproducenters gældssituation, hvis nuværende periode med høje priser anvendes til at nedbringe gæld i perioden 2019 og 2021. Under antagelse af at 75 % af likviditetsoverskuddet efter reinvesteringer og ejerløn benyttes til at nedbringe gæld, og 25 % anvendes til investeringer, pensionsopsparing og forbrug, viser beregninger, at svinesektoren vil kunne reducere 22 % af den samlede gæld til penge- og realkreditinstitutter.

Generelt vil gældsnedbringelse reducere landbrugsvirksomhedens finansielle omkostninger og styrke råderummet og dispositionsmulighederne kraftigt i forhold til fremtidige investeringer. En lavere gældsprocent vil i mange tilfælde give anledning til lavere renter/bidragssatser og øge virksomhedens mulighed for at modstå fremtidige økonomiske stød.

På nuværende tidspunkt er det svært at finde et bedre og mere sikkert investeringsafkast end at nedbringe dyr pengeinstitutgæld. I den forbindelse er det ikke nødvendigvis mest optimalt at nedbringe realkreditgæld, hvis gældsprocenten på realkreditlånene er lav, da realkreditfinansiering generelt er en meget billig finansieringsform. Hvis gældsprocenten derimod er høj, vil det oftest være en fordel at skaffe sig råderum til fremtidig finansiering af rentable investeringer og investeringer i miljø og klima.

Ulemper ved at nedbringe gæld opstår, hvis det ikke er muligt at genbelåne aktivernes værdi ved et fremtidigt likviditetsbehov. Det kan ske, hvis økonomien og/eller landbruget rammes af en krise, hvor aktiver

og/eller indtjening falder. Belært af finanskrisen kan det i en sådan situation være svært at fremskaffe likviditet, selvom virksomheden "på papiret" burde kunne belåne sin aktiver.

Af den grund bør virksomheden først nedbringe gæld, når der er taget hensyn til dens finansielle beredskab og behov for likviditet til fremtidige investeringer.

Ad 2: Investeringer i landbrugsvirksomheden

En anden mulighed er at investere overskudslikviditeten direkte i landbrugsvirksomheden. Forudsat der er tale om rationelle investeringer, vil det fremtidssikre produktionen gennem et lavere nulpunkt og skabe øget indtjening. Ulempen opstår, hvis investeringerne slår fejl og medfører ekstra likviditets- og soliditetsmæssige udfordringer.

Derfor anbefales, at virksomheden gennemgår sin produktion for at få et overblik over, hvor produktionen kan effektiviseres. Efterfølgende kan gennemgangen benyttes til at sikre størst mulig sandsynlighed for, at investeringen giver den ønskede effekt og afkast. En gennemgang kunne evt. afsløre et investeringsefter-slæb, som kombineret med øget fokus på miljø og klima – foruden et lavere nulpunkt – også kan være med til at give virksomheden en "licence to produce" fremadrettet. Eksempler herpå kunne være investeringer i forbedret gylle- og gødningshåndtering, biogasanlæg eller andre klimavenlige energiproduktionsanlæg.

Alternativt kan likviditeten benyttes til at fremrykke nødvendige indkøb af foder og gødning eller til at opbygge kornlagre og potentielt opnå kontantrabat. Herved kan nuværende negative indlånsrente undgås, men fremrykning skal naturligvis kun foretages under forudsætning af attraktive priser.

Ad 3: Værdipapirer og pension

Hvis vurderingen er, at overskudslikviditeten ikke skal benyttes indenfor en længere tidshorisont, kan midlerne placeres i værdipapirer i VSO eller i en pensionsordning. Formålet herved er muligheden for et højere afkast på overskudskapitalen end ved placering på konto eller ved afdrag på gæld. Risikoen er, at værdipapirerne falder i værdi, og virksomhedens finansielle beredskab mindskes.

Fordelene ved at indskyde overskudslikviditet på pension er, at opsparingen er kreditorbeskyttet. Samtidig betales lavere afkastskat (PAL-skat) end ved andre opsparingsformer. Ulempen ved indskud på pension er, at likviditeten som udgangspunkt er låst og kun kan frigives igen ved hævning¹ med 60 % i afgift.

Opspares likviditeten derimod i værdipapirer i VSO, vil midlerne stadigvæk være til rådighed. Ved mangel på likviditet kan virksomheden sælge værdipapirerne og råde over pengene i løbet af to hverdage. Foruden risikoen for at realisere et tab ved salg af værdipapirer er en anden ulempe ved investering i VSO, at ordningen begrænser, hvilke værdipapirer der kan investeres i. Derudover er afkastskatten for virksomheder med overskud højere ved investering i VSO end ved investering i en pensionsordning.

Ønsker virksomheden ikke at binde penge i langsigtede investeringer, kan overskudslikviditeten placeres som indlån eller i andre tilsvarende alternativer.

Ad 4: Indlån og andre alternativer

I øjeblikket er det vanskeligt at placere indlånsmidler til en positiv rente. Generelt koster det op til 0,75 % at have indlånsmidler stående på en virksomhedskonto.

¹ Generelt anbefales aldrig at hæve pensionsmidler før udbetalingstidspunktet.

At placere penge til negativ rente behøver ikke nødvendigvis at være en dårlig idé, hvis likviditeten forventes anvendt på kort sigt. Det kan være, at virksomheden står overfor fremtidige investeringer, hvor midlerne skal benyttes som egenfinansiering for at opnå en samlet finansiering. Alternativt kan virksomheden også vurdere, at den nuværende økonomiske fremtid er meget usikker, hvorfor der ønskes et likvidt kapitalberedskab i form af kontante indlånsmidler.

Generelt har alternativer til placering på indlånskonto været koncentreret om investering i kortsigtede obligationer med lav kredit- og valutarisiko. I dag er udfordringen, at renterne på korte stats- og realkreditobligationer er negative. Dertil følger investeringsomkostninger og en usikker kursudvikling, medmindre obligationerne holdes til udløb. Samlet set medfører det, at korte stats- og realkreditobligationer kun giver et positivt afkast, hvis renten falder yderligere, og kursværdien af obligationerne stiger.

Derfor er virksomheder, som ønsker et positivt afkast henvist til at søge over i mere risikofyldte virksomhedsobligationer eller øge investeringshorisonten markant. Et andet alternativ er at placere en del af midlerne i såkaldte Collateralized Loan Obligationer (se bilag 1 og 2 for definition og vurdering), som historisk har leveret et merafkast i forhold til sammenlignelige korte stats-, realkredit- og virksomhedsobligationer.

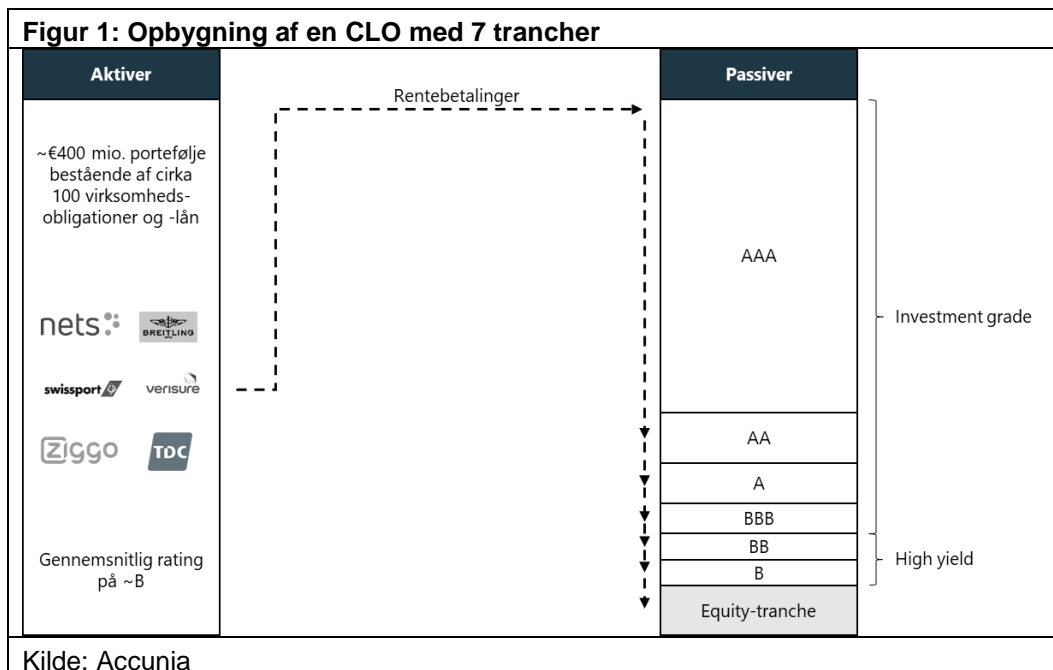
Bilag 1: Collateralized Loan Obligation (CLO)

Formålet med dette bilag er at introducere investeringsproduktet Collateralized Loan Obligation (CLO).

Hvad er en CLO

En CLO er et værdipapir, hvor forvalteren ud fra en pulje bestående af primært virksomhedslån med variabel rente får udstedt en række CLO-obligationer med forskellig risiko og afkastpotentiale. Eksempler på CLO-forvaltere er virksomheder som BlackStone og Credit Suisse i Europa samt Accunia i Danmark.

Figur 1 viser en CLO's opbygning.



En CLO opbygges ved, at der købes en række virksomhedslån- og obligationer med pant i virksomhedens aktiver og ret deres rente- og afdragsbetalinger (boks med aktiver til venstre). Lånene i porteføljen opsplittes herefter i forskellige grupper med CLO-obligationer (boks med passiver til højre), som videresælges til investorer.

Hver af disse grupper kaldes trancher og dækker over en obligationsserie med hver deres kreditvurdering, som sædvanligvis er klassificeret af to af de tre store ratingbureauer². Den øverste serie med AAA-rating har den laveste risiko og dermed den bedste kreditvurdering, mens serien uden kreditvurdering ("ikke ratet") har den højeste risiko. Investeringer med kreditvurdering fra AAA-BBB kaldes Investment Grade, mens kreditvurderinger fra BB-B kaldes enten Non-Investment Grade eller High Yield.

Ratingbureauernes kreditvurdering af den enkelte CLO-obligation er overordnet baseret på to forhold:

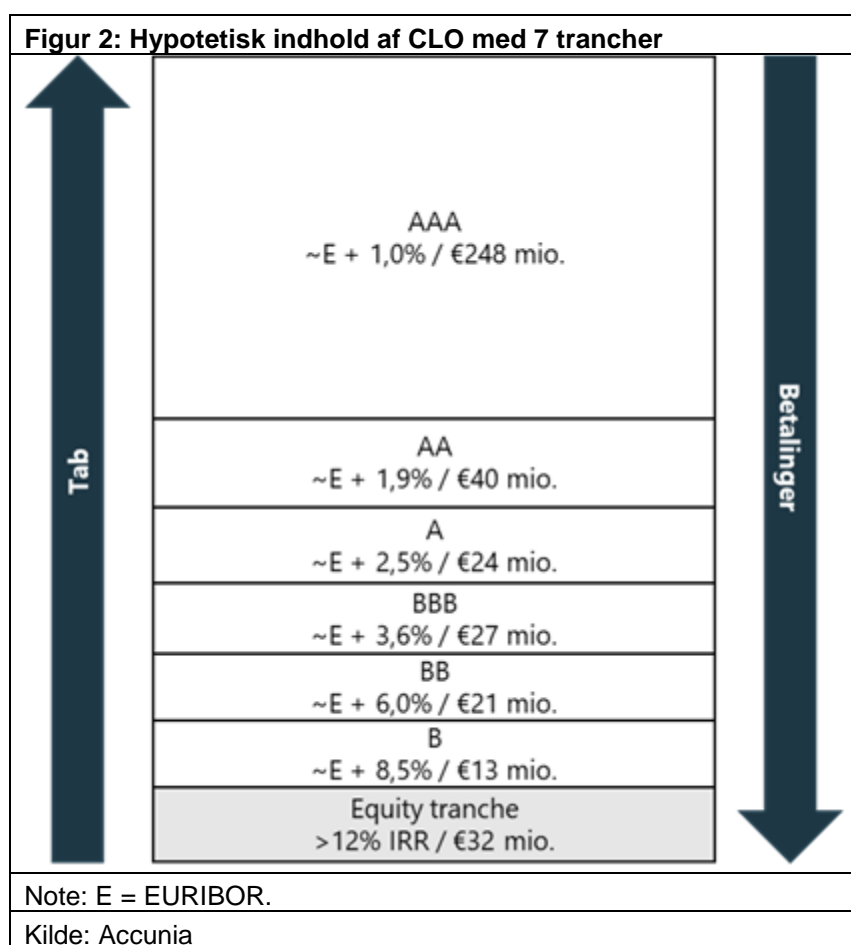
1. Kvaliteten og sammensætningen af låneporteføljen, der primært består af en lang række virksomhedslån med high yield rating.
2. Den pågældende CLO-obligations sikkerhedsstillelse i den underliggende portefølje.

² Standard & Poor's, Fitch Ratings eller Moody's Investors Service

Opbygningen af CLO-trancherne har betydning for kreditvurderingen, fordi CLO-obligationerne er rangeret i forhold til betaling og sikkerhedsstillelse. Obligationerne med den højeste rating får betaling først, mens investorer med obligationer i den laveste tranche modtager betaling sidst. Således har AAA-tranchen fortrinsret til låneporteføljens rente- og afdragsbetalinger, og først når AAA-tranchens afkast- og afdragskrav er opfyldt, opnår næste tranche, med AA-rating, ret til betalinger og så fremdeles.

Det betyder også, at misligholdelse af rente- og afdragsbetalinger eller konkurser i låneporteføljen afholdes nedefra med den laveste tranche og op. Derfor er den nederste "ikke ratede" obligationsserie - også kaldt "equity-tranchen" - den mest risikable, da serien tager tabene først. Til gengæld tilbyder equity-tranchen den største gevinstmulighed for risikovillige investorer, idet overskydende rente- og afdragsbetalinger fra låneporteføljen tilfalder denne gruppe.

Figur 2 illustrerer opbygningen af en hypotetisk CLO med 7 trancher.



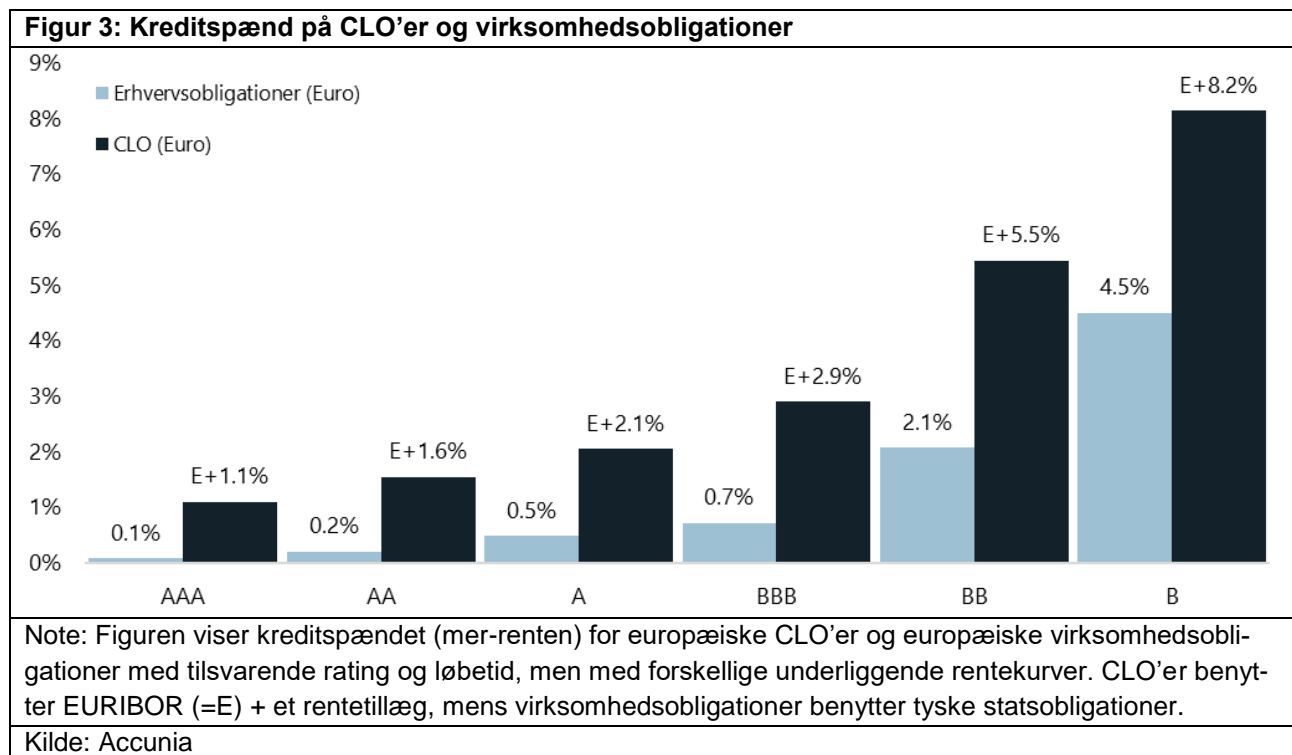
I eksemplet fylder AAA-tranchen 61% af låneporteføljen. Ses bort fra oprettelsesomkostninger af CLO'en skal den bagvedliggende låneportefølje tabe op mod 39% af værdien, før AAA-tranchen oplever tab. Tilsvarende skal tabet være op til 29% før AA-tranchen oplever tab og så fremdeles. Det gør, at de øverste trancher kan opnå AAA- og AA-rating, selvom CLO-obligationerne er baseret på en låneportefølje bestående af virksomhedslån med lavere kreditvurderinger.

Højere afkast end tilsvarende obligationsinvestering

CLO-strukturen med obligationsserier i forskellige risikoklasser gør det muligt at opfylde mange investorers behov. Derudover kan den enkelte CLO også tilbyde investor en højere rente til lavere risiko end tilsvarende investering i en eller flere virksomhedsobligationer eller virksomhedslån. Det skyldes en kombination af rangering af obligationsserierne, samt at investeringen i mange individuelle high yield-lån opnår fordelene af diversifikation fra traditionel porteføljet teori med højere afkast for samme risiko.

I modsætning til de fleste erhvervsobligationer betaler CLO-obligationer generelt en variabel rente sammensat af en (variabel) referencerente plus et fast rentetillæg. I de fleste tilfælde er referencerenten "floored" ved nul, hvilket vil sige, at renten ikke kan blive negativ. Europæiske CLO-obligationer benytter primært EURIBOR3M som referencerente. I øjeblikket er EURIBOR3M negativ, hvorved renten på CLO-obligationerne er lig det faste rentetillæg. Det ændrer sig, hvis EURIBOR3M bliver positiv. I det tilfælde vil renten på CLO-obligationerne stige, og give en indirekte beskyttelse mod stigende inflation.

Figur 3 viser merrenten (kreditspænd) på europæiske CLO'er i forhold til sammenlignelige europæiske virksomhedsobligationer med samme rating og løbetid.



CLO'er tilbyder således et merafkast i forhold til erhvervsobligationer med samme rating. Spørgsmålet er, om det blot er et udtryk for en højere generel risiko?

Risiko på CLO'er

En analyse fra Standard & Poor's³ viser, at europæiske CLO'er med kreditvurderinger fra AAA til A aldrig har lidt tab, samt at der kun har været minimale tab for obligationer med oprindelige kreditvurderinger fra BBB til B.

³ <https://www.spglobal.com/media/documents/2018-annual-global-leveraged-loan-clo-default-and-rating-transition.pdf>

Undersøgelsen er ingen garanti for, at der ikke kan komme tab i fremtiden, men giver en god indikation af risikoen, da analysen omfatter finanskrisen. En stresstest fra Bank of England i 2019 viser også, at CLO-obligationer ned til og med en BBB-vurdering ville være uden tab ved en gentagelse af finanskrisen⁴. Alt andet lige betyder det, at der skal en værre krise til end finanskrisen, før risikoen er stor for at tabe penge på AAA til A trancher.

Nu er alt andet ikke lige, og risikoen vil altid afspejle risikoen i den bagvedliggende låneportefølje. Er udstederne baseret på tvivlsomme lån, som efterfølgende pakkes om, så kan CLO'er i værste fald sidestilles med subprime CDO'er (Collateralized Debt Obligations), som tabte mange penge på subprimelån under finanskrisen.

CLO'er er ikke subprime

På grund af ligheder i opbygning sammenlignes CLO'er ofte med subprime CDO'er. Der er dog åbenbare forskelle. For det første var låneporteføljerne bagved subprime CDO'er i overvejende grad amerikanske boliglån. Derudover var det muligt at opsplitte allerede eksisterende CDO'er i nye CDO'er, hvorved risikoen for tab ved misligholdelse mangedobledes. Det resulterede i enorme tab i subprime CDO'er, da det amerikanske boligmarked kollapsede i 2007.

En anden grund, til at CLO'er ikke kan sammenlignes med subprime CDO'er, er, at CLO'er er underlagt omfattende krav opbygning og indhold. I Europa er der krav om, at forvalter ejer 5% af hver af deres CLO'er. Derudover skal virksomhederne i CLO-låneporteføljen være spredt over brancher i henhold til specifikke krav fra rating-bureauerne. Her er der krav om, at den enkelte virksomhed ikke fylder mere end 1,5 %⁵ af den samlede låneportefølje. Samlet medfører det, at den underliggende portefølje og sikkerheden er en helt anden og bedre end på subprime CDO'erne.

Er CLO'er en god idé?

Generelt findes der intet gratis afkast. Derfor er det nærliggende at konkludere, at CLO'ernes merafkast skyldes højere risiko. Undersøgelser viser dog, at CLO-konstruktionen historisk har været i stand til at levere et bedre risikojusteret afkast.

Det skyldes flere forhold. For det første tilbyder CLO'er stor risikospredning på mange underliggende lån fordelt indenfor mange brancher og med lav vægt i hver branche og lav andel i hver enkelt virksomhed. Derudover er lånene typisk seniorsikrede (førsteprioritetspant i virksomhedens aktiver), hvorfor dividenden i tilfælde af misligholdelse historisk har været markant højere end for børsnoterede virksomhedsobligationer, der som regel er usikrede. Sidst kan højere betaling på CLO'er relativt til virksomhedsobligationer med tilsvarende kreditvurdering også findes i en række forhold, der ikke relaterer sig til kreditrisiko, som eksempelvis lavere likviditet og en generel frygt for såkaldt struktureret kredit, hvor forskellige lån og obligationer omstruktureres i nye obligationsprodukter.

Risikoen er dog ikke bedre end kvaliteten af den underliggende portefølje og forvalter. Derfor er det vigtigt at undersøge investeringsstrategien og de bagvedliggende låneportefølje(r), hvis der er et ønske om at investere i CLO'er.

⁴ <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/financial-stability-report/2019/july-2019.pdf>

⁵ Den maksimale eksponering til de tre største virksomheder i porteføljen er typisk 2,5%-3,0%, mens den maksimale eksponering til resten er 1,5%.

Under antagelse af en veldiversificeret portefølje af virksomhedslån og en solid overdækning af underliggende trancher, så vurderes investering i CLO'er at være et godt supplement til en investeringsportefølje.

Kilder og yderligere information om CLO'er:

<https://accunia.com>

<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/financial-stability-report/2019/july-2019.pdf>

<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/de/Documents/financial-services/deloitte-uk-fs-banking-clo-structures.pdf>

https://www.dnb.nl/en/binaries/Working%20paper%20No.%20643_tcm47-384971.pdf

<https://www.investopedia.com/terms/c/clo.asp>

https://www.naic.org/capital_markets_archive/primer_180821.pdf

<https://www.opendemocracy.net/en/oureconomy/attack-clones-return-complex-debt-instruments/>

<https://www.pinebridge.com/insights/investing/2019/09/clo-beyond-the-complexity>

<https://www.pinebridge.com/insights/investing/2019/07/late-cycle-investing-how-to-position-and-protect-portfolios-within-leveraged-finance>

[https://ratingagency.morningstar.com/PublicDocDis-](https://ratingagency.morningstar.com/PublicDocDisplay.aspx?i=6B9mipsY8sY%3D&m=i0Pyc%2Bx7qZZ4%2BsXnymazBA%3D%3D&s=LviRtU-KXqs8kml5dHt7FTeE2SZmY0Fvqd4iX49Mk%2F9UapyiFTEO6TA%3D%3D)

[play.aspx?i=6B9mipsY8sY%3D&m=i0Pyc%2Bx7qZZ4%2BsXnymazBA%3D%3D&s=LviRtU-](https://ratingagency.morningstar.com/PublicDocDisplay.aspx?i=6B9mipsY8sY%3D&m=i0Pyc%2Bx7qZZ4%2BsXnymazBA%3D%3D&s=LviRtU-KXqs8kml5dHt7FTeE2SZmY0Fvqd4iX49Mk%2F9UapyiFTEO6TA%3D%3D)

[KXqs8kml5dHt7FTeE2SZmY0Fvqd4iX49Mk%2F9UapyiFTEO6TA%3D%3D](https://ratingagency.morningstar.com/PublicDocDisplay.aspx?i=6B9mipsY8sY%3D&m=i0Pyc%2Bx7qZZ4%2BsXnymazBA%3D%3D&s=LviRtU-KXqs8kml5dHt7FTeE2SZmY0Fvqd4iX49Mk%2F9UapyiFTEO6TA%3D%3D)

https://www.spglobal.com/_media/documents/2018-annual-global-leveraged-loan-clo-default-and-rating-transition.pdf

<https://www.stout.com/en/insights/article/primer-valuation-clo-equity-financial-reporting>

Bilag 2: Vurdering af CLO-investeringsfonde fra Accunia

Formålet med dette bilag er at præsentere og vurdere CLO-produktudvalget fra den alternative investeringsfond Accunia.

Sammenfatning

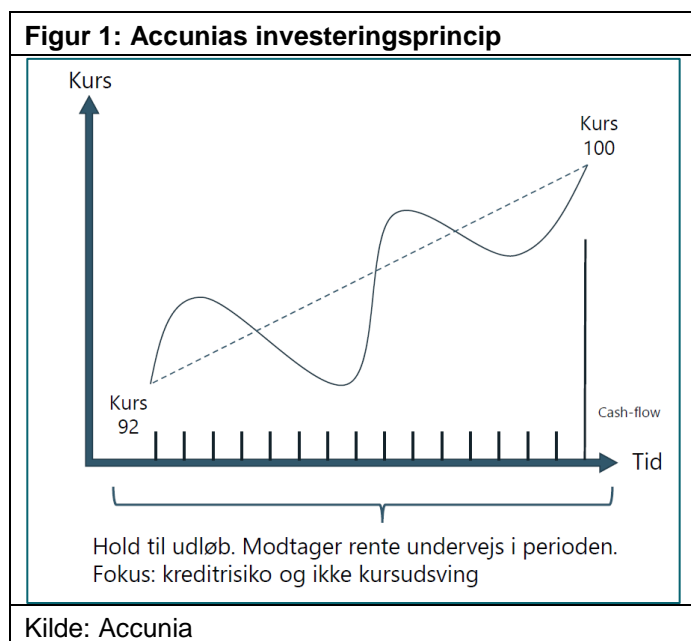
Ud fra nedenstående beskrivelse og analyse af Accunias produkter er vurderingen, at en eller flere afdelinger kan anbefales som en erstatning eller et supplement til indlånsmidler eller til en investeringsportefølje. Anbefalingen tager naturligvis udgangspunkt i kundens risikoprofil og risikoevne, og det anbefales ikke at investere alle midlerne i CLO'er.

Ønskes en alternativ placering af indlånsmidler, kan Accunias nyeste afdeling – EU CLO AAA/AA – anbefales, hvis placeringshorisonten er mellem 1-2 år, og beløbet er over Accunias minimumsinvestering på EUR 100.000. Ved mellemlang eller lang investeringshorisont, så vil Accunias European CLO Investment Grade DKK og European CLO Opportunity DKK være relevante erstatninger eller supplementer til mellemlange og lange obligationsinvesteringer.

Investeringen er dog ikke bedre end kvaliteten af Accunias underliggende investeringsporteføljer. Derfor anbefales det at undersøge Accunias investeringsstrategi og bagvedliggende låneportefølje(r), inden der investeres i en af deres CLO-afdelinger.

Accunias investeringsprincip

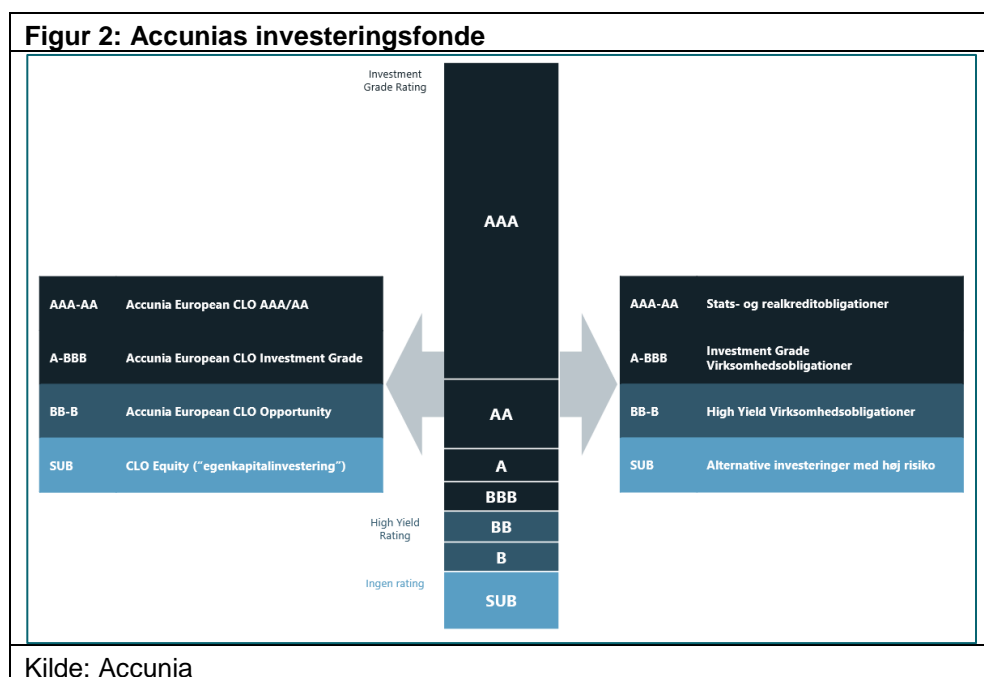
Accunias investeringsprincip er at købe aktiver til underkurs (under kurs 100) og lade aktivet løbe ud til kurs 100. Herved realiseres en kursgevinst, som sammen med en løbende rentebetaling baseret på EURIBOR + et fast rentetillæg giver et positivt afkast.



Investeringsstrategien giver således investor et positivt afkast, hvis afkastet overstiger Accunias løbende omkostninger og evt. misligholdelse af rente- og afdragsbetalinger. For at imødekomme tab har alle lån 1. prioritetspant i virksomhedernes aktiver, hvilket reducerer risikoen for, at det primære afkast bliver negativt.

Accunias CLO-investeringsfonde

Accunia har 3 forskellige investeringsfonde i sin portefølje som vist i figur 2.



Hver investeringsfond er inddelt efter risiko, hvilket er forsøgt illustreret i figur 2. Til venstre er Accunias fonde, og til højre er Accunias vurdering af fondens risiko i henhold til andre afdelinger på de finansielle markeder.

To af Accunias investeringsfonde, Opportunity og Investment Grade kan handles direkte på fondsbørsen, mens CLO AAA/AA handles ved kontakt til Accunia.

Tabel 1: Accunias investeringsfonde

| Afdelingsnavn | ISIN | Indre værdi | Opdateret pr |
|-----------------------------------|--------------|-------------|--------------|
| EU CLO Inv. Grade | DK0060804136 | 999,48 | 12-02-2020 |
| EU CLO Opportn. | DK0060804052 | 1011,37 | 12-02-2020 |
| EU CLO AAA/AA | DK0061267747 | 991,25 | 12-02-2020 |

Kilde: Accunia

Hver fond er baseret på investering i CLO'er med virksomhedslån fra store europæiske virksomheder med indtjening (EBITDA) i omegnen af EUR 50 mio. om året. Typisk investerer manageren i de underliggende CLO'er i niveauet 3-4 mio. euro pr. lån til hver enkelt CLO, som har en størrelse i niveauet 400 mio. euro.

Ifølge Accunia, kan EU CLO AAA/AA benyttes i VSO, da investeringen er akkumulerende og er udstedt af et investeringsselskab omfattet af aktieavancebeskatningslovens §19. For at være sikker, inden der investeres i fonden, anbefales kontakt til revisor eller anden professionel rådgiver. Fælles for de andre afdelinger er, at de er udbyttebetalende, og derfor ikke kan placeres i virksomhedsordningen. Alle fonde kan dog frit investeres i selskabsregi, pensionsordning og frie midler.

Tabel 2 viser en oversigt over Accunias fonde inddelt efter afdelingsrisiko, effektiv rente, årlige omkostninger i procent (ÅOP), investeringshorisont, mulighed for VSO, spredning og risikoklasse i forbindelse med rådgivning.

| | Risiko | Effektiv rente (p.a.) | ÅOP (p.a.) | Horisont | VSO | Antal virksomhedslån | Risikoklasse |
|--|--------|-----------------------|------------|----------|-----|----------------------|--------------|
| Accunia European CLO AAA/AA Akk. | Lav | 1,30% | 0,48% | 2 år | Ja | Under opbygning | Rød |
| Accunia European CLO Investment Grade DKK | Lav | 2,70% | 0,71% | 3 år | Nej | 515 | Gul |
| Accunia European CLO Opportunity DKK | Mellem | 6,20% | 1,17% | 5 år | Nej | 454 | Gul |

Kilde: Accunia

Accunia forventer et positivt afkast for alle fonde efter omkostninger. Afkastet stiger med risikoen og anbefalet investeringshorisont for fonden. For at vurdere hvorvidt afkast, risiko og investeringshorisont er anbefalelsesværdig, følger herunder en mere detaljeret beskrivelse og vurdering af hver af fondene.

Accunia European CLO AAA/AA Akk.

Den 6/2-2020 introducerede Accunia en ny investeringsfond (EU CLO AAA/AA), hvis formål er investering i de mest sikre CLO-obligationer med en kreditvurdering i niveauet AAA/Aaa til AA-/Aa3 (prime og high grade). På grund af sammensætning er risikoen af fonden meget lav, da investeringerne er ratet til at have samme risiko som stats- og realkreditobligationer.

Fordelen ved at investere i fonden er, at det forventede afkast er højere end sammenlignelige korte stats- og realkreditobligationer. Derudover tilbyder fonden en stor spredning på mange lån, som tillige har et gulv på rentebetalingerne, så de ikke kan blive negative.

Ulempen ved fonden er et lavt forventet afkast, hvis det sammenlignes med mellemlange og lange investeringer. I modsætning til en direkte investering i en stats- eller realkreditobligation betales årlige administrationsomkostninger og såvel indtrædelses- som udtrædelsesomkostninger. Derudover er der også risiko for illikviditet, hvilket øger risikoen for en unfair pris ved køb og salg. I værste fald kan det samlet set medføre et negativt afkast.

Lånene betaler en EURIBOR-rente med rentegulv + et fast rentetillæg og Accunia forventer en effektiv rente i fonden på 1,3 %. Med årlige omkostninger i procent på 0,48 %⁶ og under forudsætning af, at CLO'erne ikke oplever tab, vil den samlede rentebetaling være bedre end pengeinstitutterns nuværende indlånsrente på ned til -0,75 %. For at tage hensyn til risikoen for illikviditet ved køb og salg anbefales en investeringshorisont over 1 år. Det vil med overvejende sandsynlighed medføre en bedre placering end placering på indlåns-konto.

Samlet set vurderes fonden at have gode egenskaber målt på afkast og risiko. Er investeringshorisonten over 2 år, vurderes *Accunia European CLO AAA/AA Akk.* at kunne give et højere afkast efter omkostninger end en tilsvarende stats- eller realkreditobligation.

Accunia European CLO Investment Grade DKK

Formålet med fonden er investering i CLO'er baseret på seniorlån med typiske kreditvurderinger mellem BB og B. CLO'erne skal have en kreditvurdering fra AAA til BBB (Investment Grade). For at opnå godt risikojusteret afkast investeres fortrinsvis i CLO'er med kreditvurdering fra A til BBB.

⁶ Inkl. maksimalt 0,10 % i henholdsvis optagelses- og udtrædelsesomkostninger

Jo højere kreditvurdering, desto sikrere vurderes investeringen at være. Accunia European CLO Investment Grade vurderes at have lav risiko, da investeringerne i fonden udover formålet skal være i overensstemmelse med risikospredningsreglen i § 157 b, stk. 3, i lov om finansiel virksomhed (LBK 1140 af 26/09/2017).

Sammenlignes Accunia European Investment Grade DKK med danske investeringsforeninger med samme investeringshorisont og risikomarkering, har Accunia de højeste omkostninger. Til gengæld har sidste års afkast også været tilsvarende bedre⁷.

Tabel 3 viser sammenligning af de vigtigste nøgletal.

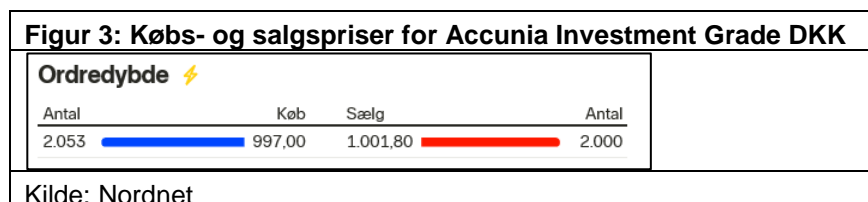
| Tabel 3: Investeringsforeninger, korte obligationer | | | | | | |
|--|-------------|-------|----------------------|------------------------|----------|----------------------|
| | Afkast 1 år | ÅOP | Løbende omkostninger | Indirekte omkostninger | Emmision | Investeringshorisont |
| Accunia European CLO Investment Grade DKK | 4,60% | 0,71% | 0,61% | 0,16% | 0,25% | 3 år |
| LI Obligationer Europa Korte | -0,18% | 0,45% | 0,42% | 0,06% | 0,10% | Over 3 år |
| Danske Invest Danske Korte Obligationer KL DKK d | 0,03% | 0,27% | 0,24% | 0,03% | 0,10% | 2 år |
| Nordea Invest Korte Obligationer | 0,65% | 0,33% | 0,32% | 0,05% | 0,05% | 2-3 år |
| Jyske Invest Korte Obligationer KL | -0,13% | 0,32% | 0,31% | 0,07% | 0,06% | 2 år |
| Sparinvest Korte Obligationer KL W | 0,14% | 0,22% | 0,17% | 0,11% | 0,18% | 2-3 år |

Kilde: Opgørelse fra investeringsforeningerne

Baseret på sidste års afkast og omkostninger giver Accunia et højere afkast efter omkostninger. Hvorvidt fonden vil kunne give det fremadrettet er uvist, men holdes investeringen over den anbefalede investeringshorisont, og undgår fonden markante misligholdelser, så er der en god sandsynlighed for, at fonden kan overperforme andre investeringsforeninger.

Sælges fonden før anbefalet tidshorisont, skal der tages hensyn til, at den er forholdsvis illikvid. Det øger risikoen for en unfair pris ved køb og salg. I værste fald kan det medføre et negativt afkast, da det løbende afkast ikke overstiger løbende omkostninger og tabet mellem køb og salg.

Figur 3 viser købs- og salgspriser for Accunia Investment Grade DKK den 12/2-2020.



I dette tilfælde er forskellen mellem køb og salg på 4,8 kr., hvilket giver et tab på 0,41 % under uændrede kurser. Trods forskellen mellem købs- og salgspriser, formodes Accunias European Investment Grade DKK stadigvæk at give et højere afkast end tilsvarende stats- eller realkreditobligationer ved en investeringshorisont over 3 år. Derfor anbefales fonden som et alternativ til korte obligationsinvesteringer.

Accunia European CLO Opportunity DKK

Formålet med fonden er investering i CLO'er baseret på seniorlån med en kreditvurdering på Ba1/BB og B3/B. Investeringen sker gennem andre CLO'er med en kreditvurdering på minimum Ba1/BB og B3/B (min.

⁷ Analysen er begrænset til 1 år, da Accunia European Investment Grade DKK er oprettet den 21/6-2017. Se bilag 1 for en mere generel vurdering af sammenligning af risikojusteret afkast i forhold til andre obligationsinvesteringer.

90 %), og op til 10 % af investeringerne kan sættes i 'equity-trancher' uden kreditvurdering, heraf op til halvdelen i 'sub-notes' (gældsbreve), der forventes konverteret til equity-trancher.

Sammenlignes Accunia European CLO Opportunity DKK med danske investeringsforeninger med samme investeringshorisont og risikomarkering, har Accunia over dobbelt så høje omkostninger. Til gengæld er sidste års afkast markant bedre⁸.

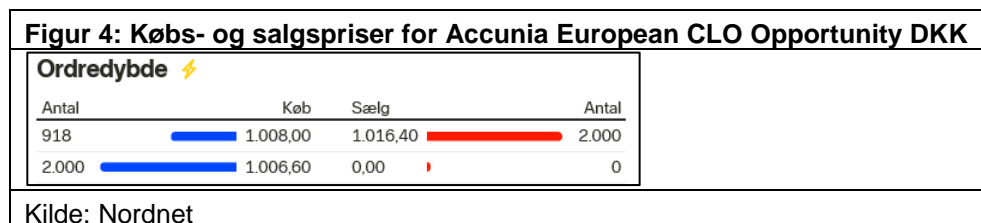
Tabel 4 viser en sammenligning af de vigtigste nøgletal.

| | Afkast 1 år | AOP | Løbende omkostninger | Indirekte omkostninger | Emmision | Investeringshorisont |
|---|-------------|-------|----------------------|------------------------|----------|----------------------|
| Accunia European CLO Opportunity DKK | 11,26% | 1,21% | 0,99% | 0,12% | 0,50% | 5 |
| Danske Invest Dannebrog Mellemlange Obligationer KL | 1,71% | 0,53% | 0,50% | 0,04% | 0,10% | 3-5 |
| Nordea Invest Mellemlange Obligationer | 2,06% | 0,59% | 0,57% | 0,04% | 0,05% | 3-5 |
| Sydinvest Mellemlange Obl W DKK d | 1,89% | 0,26% | 0,23% | 0,11% | 0,10% | 4 |
| Sparinvest Mellemlange Obligationer KL W | 1,98% | 0,31% | 0,25% | 0,16% | 0,20% | 3-6 |
| Danske Invest Danske Lange Oblig DKK W d | 4,20% | 0,44% | 0,41% | 0,30% | 0,15% | min. 5 |
| Nordea Invest Lange Obligationer | 3,93% | 0,61% | 0,59% | 0,08% | 0,08% | 6,5 |
| Jyske Invest Lange Obligationer KL | 2,74% | 0,52% | 0,51% | 0,06% | 0,08% | 5 |
| Sparinvest Lange Obligationer KL W | 3,31% | 0,32% | 0,26% | 0,16% | 0,21% | 6-9 |

Kilde: Opgørelse fra investeringsforeningerne

Forventes fonden afviklet før anbefalet tidshorisont, skal der tages hensyn til, at fonden er forholdsvis illikvid. Det øger risikoen for en unfair pris ved køb og salg. I værste fald kan det samlet set medføre et negativt afkast, da det løbende afkast ikke overstiger løbende omkostninger og tabet mellem køb og salg.

Figur 4 viser købs- og salgspriser for Accunia European CLO Opportunity DKK den 12/2-2020.



I dette tilfælde er forskellen mellem køb og salg på 8,4 kr., hvilket giver et tab på 0,83 % under uændret kurs. Trods forskellen mellem købs- og salgspriser, forventes Accunias European CLO Opportunity DKK at give et højere afkast end tilsvarende stats- eller realkreditobligation ved en investeringshorisont over 5 år. Derfor anbefales fonden som et alternativ til mellem- og især lange obligationsinvesteringer.

Afdelingerne sammenlignet med investering i virksomhedsobligationer

Ovenstående vurderinger af Accunias European Investment Grade DKK og Opportunity DKK er baseret på sammenligninger med investeringsforeninger, som investerer i både stats-, realkredit- og virksomhedsobligationer. Denne sammenligning kan ikke stå alene, da Accunias fonde også bør sammenholdes med investeringsforeninger, som udelukkende investerer i virksomhedsobligationer.

Tabel 5 viser Accunias fonde sammenlignet med tilsvarende investeringsafdelinger i virksomhedsobligationer ud fra risiko og anbefalet investeringshorisont.

⁸ Analysen er begrænset til 1 år, da Accunia European CLO Opportunity DKK er oprettet den 21/6-2017. Se bilag 1 for en mere generel vurdering af sammenligning af risikojusteret afkast i forhold til andre obligationsinvesteringer.

| | Afkast 1 år | ÅOP | Løbende omkostninger | Indirekte omkostninger | Emmision | Investeringshorisont |
|--|-------------|-------|----------------------|------------------------|----------|----------------------|
| Accunia European CLO Investment Grade DKK | 4,60% | 0,71% | 0,61% | 0,16% | 0,25% | 3 år |
| Danske Invest Gbl Virksomhedsobligationer | 5,36% | 1,07% | 0,98% | 0,39% | 0,25% | 3 år |
| Nordea Invest Virksomhedsobligationer | 5,27% | 0,93% | 0,88% | 0,19% | 0,30% | 3 år |
| Jyske Invest Virksomhedsobl. KL | 9,18% | 1,46% | 1,33% | 0,22% | 0,44% | 4 år |
| Nykredit Invest Euro Virksomhedsobl SRI | 5,86% | 1,00% | 0,91% | 0,27% | 0,30% | 3 år |
| Accunia European CLO Opportunity DKK | 11,26% | 1,21% | 0,99% | 0,12% | 0,50% | 5 år |

Kilde: Opgørelse fra investeringsforeningerne

Sammenligningen viser, at Investment Grade har de laveste omkostninger, mens Opportunity har næsthøjeste omkostninger. Investment Grade har til gengæld også det laveste afkast, mens Opportunity har præsteret det højeste afkast. Det gælder også efter omkostninger.

Set ud fra det sidste års afkast klarer Jyske Invest Virksomhedsobligationer, KL sig bedst blandt investeringsforeningerne. Afdelingen investerer dog ligesom Accunias Opportunity DKK i High Yield virksomhedsobligationer og adskiller sig dermed risikomæssigt fra de andre investeringsforeninger, som primært investerer i Investment Grade obligationer. Derfor bør Jyske Invest sammenlignes med Accunias Opportunity afdeling, som udover et bedre afkast også har lavere omkostninger.

De resterende investeringsforeninger skal sammenlignes med Accunias Investment Grade afdeling, som målt på afkast efter omkostninger klarer sig dårligst. Til gengæld er både omkostninger og forventet risiko (jf. CLO-opbygningen) lavere. Det gør Accunias Investment Grade til et attraktivt alternativ, hvis der måles på fremtidige risikjusterede afkast.

Sammenligningerne er naturligvis ikke retvisende for, hvad afdelingerne kommer til at give i afkast i fremtiden. Især ikke når udgangspunktet kun er baseret på 1 års afkast. Hertil råder for mange tilfældigheder. Opgørelserne giver dog et fingerpeg om omkostninger og anbefalet tidshorisont. Sammenholdes det med forventet afkast og risikoen i CLO'erne og investeringsforeningerne, så vurderes Accunias fonde at være attraktive alternativer eller supplementet til placering af indlånsmidler eller investeringer.

Kilder:

www.accunia.dk

www.danskeinvest.dk

www.jyskeinvest.dk

www.nordeainvest.dk

www.nykredit.dk

www.sparinvest.dk

www.sydinvest.dk