

PLUS Invest Nyt



Indhold

Kursudvikling for CDO-sikkerhedsobligationer s. 1

Status på CDO-sikkerhedsobligationer s. 2

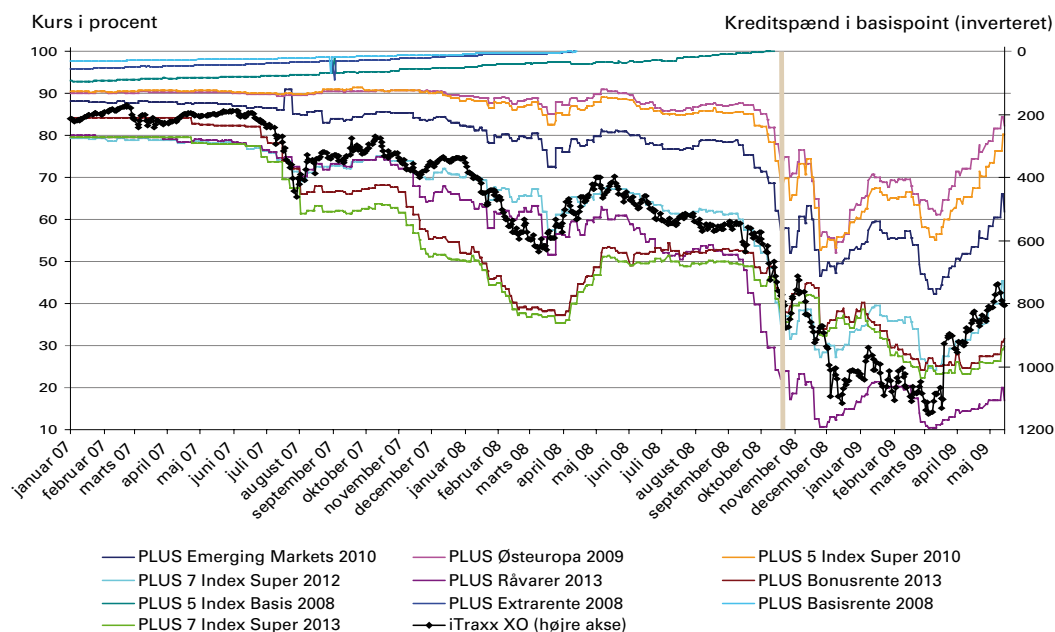
PLUS Råvarer 2013 og PLUS Råvarer Super 2013 hårdt ramt s. 3

Udviklingen på de finansielle markeder har medført en stigende efterspørgsel af information om de CDO-sikkerhedsobligationer, der indgår i de PLUS-obligationer, der er udstedt af BIG-selskaberne. Dette nummer af PLUS Invest Nyt indeholder derfor information om udviklingen og status på disse CDO-sikkerhedsobligationer.

Kursudvikling for CDO-sikkerhedsobligationer

Siden lanceringen af CDO-sikkerhedsobligationerne har der været seks udløb. Obligationsudstedelserne er forløbet som antaget og har gennem deres femårige levetid sikret et tilfredsstillende afkast for investorerne via en højere deltagelsesgrad. Som forventet er CDO-sikkerhedsobligationerne udløbet til kurs 100 uden de store kursudsving undervejs.

Der er fortsat ni udestående obligationsudstedelser med CDO-sikkerhedsobligationer med udløb fra 2009 til og med 2013. Kursudviklingen for disse kan observeres i nedenstående graf, der på venstre akse angiver kursen på CDO-sikkerhedsobligationen, mens højre akse angiver udviklingen på det generelle kreditmarked angivet ved iTraxx XO-indekset.



Kilde: BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S. Opdateret pr. 26. maj 2009

1 Noter:

Alle de anvendte CDO-sikkerhedsobligationer har en buffer til at absorbere konkurser i de tilhørende underliggende referenceporteføljer. Det er størrelsen af denne buffer, der fastsættes af ratingbureauerne under deres tildeling af den påkrævede maksimale AAA-rating ved udstedelsen. Tallet angiver det forventede antal konkurser, der kan tåles uden tab på sikkerhedsobligationer, beregnet ud fra den nuværende buffer samt en forudsætning om konkursdividender på 30 procent. Tallene i parentes angiver det forventede antal konkurser, der kunne tåles uden tab på sikkerhedsobligationer på udstedelsestidspunktet. I oversigten er der regnet med følgende konkursdividender: Washington Mutual: 73,625 procent, Lehman Brothers: 7,5 procent, Fannie Mae: 88,55 procent, Landsbanki: 0,75 procent, BTA Bank (og datterselskabet Turanalem Finance BV): 15 procent (antaget), og Syncora Guarantee: 10 procent (antaget). For Masonite International Corp., Smurfit-Stone Container og Georgia Gulf er konkursdividenden kontraktligt fastsat til 70 procent. Faktorerne er beregnet på baggrund af data fra Moody's.

2 Med faktor menes antal gange værre end henholdsvis det værste historiske fortillæde og gennemsnittet set siden 1970, for en periode, der svarer til CDO-sikkerhedsobligationens restløbetid. Der er en antaget konkursdividende på 30 procent. Den gennemsnitlige historiske udstedervægtede konkursdividende på senior-usikrede obligationer er 37 procent (kilde: Moody's, 2008). Faktorerne er beregnet på baggrund af CDO-sikkerhedsobligationens vægtede gennemsnitlige rating og restløbetid, som er opnået på baggrund af data fra Moody's.

Det ses af grafen, at der er en stor sammenhæng mellem udviklingen i kreditspænd, udtrykt ved den fede sorte linje, og kursen på CDO-sikkerhedsobligationerne i de angivne PLUS-obligationer. Frem til første kvartal 2007 oplevede CDO-sikkerhedsobligationerne et forventelig beskedent kursudsving. Ved begyndelsen af kreditkrisen i august 2007 begyndte kreditmarkedet at komme under pres, hvorefter kursudsvingene på CDO-sikkerhedsobligationerne er blevet øget betydeligt.

Yderligere ser man, at jo kortere restløbetiden er, jo mindre falder kursen på CDO-sikkerhedsobligationerne, når kreditrenterne kommer under pres og kreditspænd udvides. Tidspunktet, hvor den kraftigt forværrede markedssituation begyndte at medføre konkurser blandt virksomheder, som indgår i grundlaget for CDO-sikkerhedsobligationerne, er angivet ved den lodrette bjælke i grafen. Frem til denne dato i september 2008 havde der kun været en konkurs i de underliggende porteføljer til CDO-sikkerhedsobligationerne siden 2003.

Siden det seneste PLUS Invest Nyt blev publiceret medio maj, har der været en betalingsstandsning i følgende selskab, der indgår i to af de underliggende referenceporteføljer.

- Georgia Gulf (Maj 2009)

Følgende PLUS-obligationers sikkerhedsobligationer er blevet påvirket af ovenstående betalingsstandsning:

- PLUS 7 Index Super 2013
- PLUS Bonusrente 2013

Status på CDO-sikkerhedsobligationer

Nedenfor ses en tabel over status på de anvendte CDO-sikkerhedsobligationer. Af denne tabel fremgår blandt andet antallet af konkurser, som de enkelte CDO-sikkerhedsobligationer kan tåle uden at lide tab på sikkerheden ud fra en antaget konkursdividende (se note 1). Bemærk, at de to PLUS-obligationer, som er påvirket af ovenstående betalingsstandsning, har kontraktligt fastsat konkursdividenden til 70 procent.

Herudover oplyses det, hvor mange konkurser, der er observeret siden start samt det forventede resterende antal konkurser, der kan tåles inden for restløbetiden. Endeligt oplyses det, hvor robust CDO-sikkerhedsobligationen er målt på de historiske gennemsnit af konkurser samt de historiske værste konkursperioder, målt tilbage til 1970.

Obligation	Udstedelses-/Udløbår	Udstedelses-kurs	Dækning ift. værste historiske fortillæde med samme restløbetid (1970) (faktor) ²	Dækning ift. gennemsnit af alle historiske fortillæde med samme restløbetid (faktor)	Buffer på udstedelsestidspunkt	Nuværende buffer	Forventet resterende antal konkurser, der kan tåles uden tab på sikkerhedsobligationer ¹	Antal konkurser der er observeret siden start
5 Vækst Index 2009	2004/2009	110,00	3,2	11,6	7,1	5,4	7 (oprindeligt 9)	2
Østeuropa 2009	2004/2009	110,00	3,2	11,6	7,1	5,4	7 (oprindeligt 9)	2
5 Index Super 2010	2005/2010	110,00	4,6	14,1	6,9	5,3	7 (oprindeligt 9)	2
Emerging Markets 2010	2005/2010	115,00	2,5	7,1	4,7	3,9	5 (oprindeligt 7)	2
7 Index Super 2012	2005/2012	110,00	1,2	2,9	5,7	4,9	7 (oprindeligt 8)	2
Råvarer 2013	2006/2013	105,00	0,4	1,1	5,4	2,5	3 (oprindeligt 7)	4
Råvarer Super 2013	2006/2013	110,00	0,4	1,1	5,4	2,5	3 (oprindeligt 7)	4
7 Index Super 2013	2006/2013	110,00	1,0	1,7	14,4	13,5	21 (oprindeligt 24)	3
Bonusrente 2013	2006/2013	100,00	1,0	1,7	14,4	13,5	21 (oprindeligt 24)	3

Opdateret pr. 20. maj 2009. Udstedelsesrating for samtlige obligationer er AAA. Alle underliggende porteføljer i CDO-sikkerhedsobligationer, som endnu ikke er udløbet, er forvaltede af BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.

Udløbne PLUS-obligationer med CDO-sikkerhedsobligationer

Obligation	Udstedelses-/Udløbår	Udstedelseskurs	Indfrielseskurs	Afkast siden start %	Afkast siden start p.a. %
Global 2007	2002/2007	105,00	157,24	49,75	9,95
Basisrente 2008	2003/2008	100,00	100,00	24,76	4,52
Extrarente 2008	2003/2008	100,00	100,00	38,20	6,68
5 Index Basis 2008	2003/2008	100,00	156,46	56,46	9,36
5 Index Super 2008	2003/2008	110,00	197,73	79,75	12,43
5 Index Rente 2009	2004/2009	100,00	100,00	25,76	4,69
5 Index Super 2009	2004/2009	110,00	165,92	50,84	8,56

Med baggrund i den historisk voldsomme finansielle krise kan det være svært at kvantificere robustheden af CDO-sikkerhedsobligationerne ud fra traditionelle mål. Dette skyldes blandt andet, at gængse finansielle modeller til at kvantificere kreditrisiko delvist er sat ud af spil af de ekstreme markedsforhold. Eksempelvis er den historiske gennemsnitlige årlige sandsynlighed for, at en virksomhed med en AA-rating (som Washington Mutual, der blev historiens største bankkrak) går konkurs mindre end 0,01 procent, mens den gennemsnitlige årlige sandsynlighed for, at en virksomhed med en A-rating (som Lehman Brothers) går konkurs, er 0,1 procent.

Herudover er en række sektorer i økonomien pt. afhængige af offentlig støtte for at klare sig igennem den finansielle krise. Dette gælder blandt andet flere banker, nogle typer af forsikringselskaber, herunder verdens største forsikringselskab AIG, nogle realkreditselskaber samt senest også bilindustrien både i Skandinavien, Europa og USA. Også her er det vanskeligt at kvantificere kreditrisikoen, da den i mange tilfælde er afhængig af politisk velvilje frem for traditionelle finansielle kreditvurderingsmodeller. Det kan for tiden være svært at vurdere, hvilke scenarier, der venter i resten af 2009 og frem, men det er sikkert, at der fortsat vil være særdeles vanskelige forhold for kreditmarkedet generelt. Det afgørende spørgsmål er, hvor dyb den økonomiske krise vil blive. Sammen med omfanget og virkningen af de penge- og finanspolitiske indgreb vil dette være retningsgivende for udviklingen i konkurshyppigheden og dermed sikkerheden i CDO-sikkerhedsobligationerne.

I den nuværende situation kan man blot konstatere, at CDO-sikkerhedsobligationerne pt. kan modstå mellem 3 og 21 konkurser ud fra de antagede konkursdividender i de underliggende selskaber, før der opleves tab af sikkerheden, alt efter hvilken udstedelse, man ser på (se tabellen ovenfor). Dette kan sammenlignes med traditionelle sikkerhedsobligationer, der typisk er udstedt af én enkelt virksomhed, og dermed kun kan modstå en enkelt konkurs før hele sikkerhedsobligationens værdi er tabt.

PLUS Råvarer 2013 og PLUS Råvarer Super 2013 hårdt ramt

Som det også blev beskrevet i forrige PLUS Invest Nyt har en række virksomhedskonkurser påvirket PLUS Råvarer 2013 og PLUS Råvarer Super 2013 negativt. Senest har betalingsstandsninger i slutningen af april og begyndelsen af maj ramt CDO-sikkerhedsobligationerne, der er blevet anvendt på de to nævnte PLUS-obligationer. Dette er Syncora Guarantee Inc. og BTA Bank. I CDO-sikkerhedsobligationerne er der ligeledes eksponering til BTA Banks datterselskab Turanalem Finance BV, som også må formodes at gå i betalingsstandsning. For PLUS Råvarer 2013 og PLUS Råvarer Super 2013 er der nu en risiko for tab af hovedstolssikringen og dermed risiko for tab af store dele af investeringen, såfremt yderligere tre virksomheder går konkurs afhængigt af de konkursdividender, der måtte være i de eventuelt konkursramte virksomheder.

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S, der har arrangeret PLUS Råvarer 2013 og PLUS Råvarer Super 2013, ser med dyb alvor på situationen og gør alt, hvad der er muligt, for at undgå, at hovedstolssikringen går tabt. Således har man siden udstedelsestidspunktet foretaget 19 omlægninger i CDO-sikkerhedsobligationen for PLUS Råvarer 2013 og PLUS Råvarer Super 2013.

Endvidere er CDO-sikkerhedsobligationerne blevet sammensat i samarbejde med internationalt anerkendte kreditratingbureauer såsom Moody's, Fitch og S&P og bygger på, at deres rating holder vand.

PLUS Invest Nyt udgives af BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S, der arrangerer obligationsudstedelserne på vegne af BIG-selskaberne, og som fungerer som selskabernes finansielle rådgiver.

Disclaimer:

PLUS Invest Nyt indeholder oplysninger om historiske afkast, aktuelle markedsforhold og udvikling, hvilket ikke isoleret set kan anses som værende pålidelige indikatorer for fremtidige afkast og udvikling. Gevinster kan endvidere blive formindsket eller forøget som følge af udsving i markedsforholdene.

Derfor anbefaler vi, at der altid søges professionel rådgivning om forhold, der kan påvirke den aktuelle investering.

Der tages forbehold for trykfejl, fejl i priser, kurser og lignende. Der opfordres generelt til at investorer af PLUS-obligationer søger yderligere informationer samt rådgivning fra deres pengeinstitut.

Det værst tænkelige overgået af virkeligheden

Den globale finansielle krise har ført til konkurser i såvel amerikanske som europæiske virksomheder. Det har ramt brancher som den finansielle sektor og bilindustrien, hvor velrenommerede virksomheder som Lehman Brothers, Washington Mutual, Freddie Mac og Fannie Mae har været tvunget til at kaste håndklædet i ringen, fordi de ikke har kunnet betale renter og afdrag på deres obligationsgæld. Situationens alvor understreges af de massive hjælpepakker som regeringerne i store dele af den vestlige verden har sat i gang for at hjælpe virksomhederne og økonomien på sporet igen.

De værste forudsigelser og sandsynlighedsberegninger om økonomisk afmatning og konkurser er blevet overhalet af virkeligheden. Det er disse forudsigelser og sandsynlighedsberegninger, der er blevet brugt, når kreditratingbureauer, kapitalforvaltere og arrangører af obligationsudstedelser har underkastet obligationsinvesteringer såkaldte stresstest. Formålet med disse stresstest har blandt andet været at teste, i hvilken grad obligationsudstedelserne er robuste nok til at kunne modstå selv de vanskeligste perioder historisk set, det vil sige skabe det bedst mulige produkt med hensyn til afkast og risiko for investorerne. Stresstestene viste, at obligationsinvesteringerne kunne modstå kriser, der er værre end det værste, vi har oplevet i verden siden 1970, hvor man begyndte at måle denne type af kreditnøgletal. Det har vist sig ikke at være tilstrækkeligt i den nuværende globale krise med stribevis af konkurser.