

Er investering i virksomhedsobligationer en god investering for investor eller for Banken?

Virksomhedsobligationer er blevet anbefalet varmt af mange investeringsekspertter i det seneste års tid. Dette kan også aflæses i statistikken for Investeringsforeningsrådet, hvor man kan se, at der alene i 2010 frem til ultimo oktober har været en vækst på 28% i den samlede sum, som investorerne har investeret i investeringsforeninger, der investerer i erhvervsobligationer (se nedenstående graf). Så ingen tvivl om, at der er sket en betydelig markedsføring af denne produkttype fra bankernes side over for deres investeringskunder. Så det er yderst relevant at forholde sig til, hvorvidt det nu også er en god forretning for investorerne.



Kilde: IFR

Virksomhedsobligationer deles typisk op i 2 risikotrancher, Investment Grade og Speculative Grade, hvor førstnævnte er den mest sikre og sidstnævnte er den mest usikre, også kendt som ”junk bonds”. Som ved alt anden investering forholder det sig således, at jo højere afkast man søger som investor, desto højere risiko må man indstille sig på at løbe. Det samme gælder også ved virksomhedsobligationer. Jo lavere kreditrating en virksomhed har, desto højere rente skal en virksomhed indstille sig på at betale, idet risikoen for at virksomheden ikke kan betale pengene tilbage til kreditorerne selvfølgelig stiger jo lavere kreditrating virksomheden har fået.

Vi har prøvet at sammenligne det forventede merafkast før defaults (betalingsstandsning eller konkurs så virksomheden ikke kan opfylde sin betalingsforpligtigelse), som en investor kan forvente at få ved at investere i virksomhedsobligationer via en investeringsforening set i forhold til en sammenlignelig realkreditobligation. Vi har valgt at dele sammenligningen op i henholdsvis 3 Investment Grade og 3 Speculativ Grade investeringsforeninger.

Investment Grade

Investmentgrade via investeringsforening vs. danske realkreditobligationer						
Tabel 1	BankInvest Virksomhedsobligationer	2% NYK jan 2015	Danske Invest Globale Virksomhedsobligationer	2% NYK april 2015	Jyske Invest Højt Ratede Virksomhedsobligationer	2% NYK april 2015
Eff. Rente	3,90%	2,39%	4,89%	2,45%	4,25%	2,45%
Omkostning (ÅOP) *	1,12%	0,05%	1,20%	0,05%	1,14%	0,05%
Eff. Efter omk.	2,78%	2,34%	3,69%	2,40%	3,11%	2,40%
Varighed	3,60	3,81	4,14	4,01	4,16	4,01
Forventet merrente til kunden før defaults	0,44%		1,29%		0,71%	

Kilde: Dansk FI og investeringsforeningernes hjemmesider

I tabel 1 kan man se resultatet af denne undersøgelse for Investment Grade pr. 30.11.2010. Som det ses tabellen, kan en investor forvente et merafkast på 0,44% hos Bankinvest, 0,71% ved Jyske Invest og 1,29% hos Danske Invest set i forhold til en sammenlignelig realkreditobligation for at påtage sig den forøgede risiko ved at investere i virksomhedsobligationer via de respektive investeringsforeninger frem for de mere sikre realkreditobligationer. Det forventede merafkast er før defaults i investeringsforeningens portefølje, så der er ikke plads til at det mindste skal gå galt før det vil have været en bedre investering for investor at have investeret i en ganske almindelig realkreditobligation frem for i de mere risikable virksomhedsobligationer.

Nu skal det bemærkes, at der faktisk er en forskel på de 3 investeringsforeninger. Hos Bankinvest skal alle virksomhedsobligationer på købstidspunktet have en rating af Investment Grade, mens Jyske Invest kan investere en mindre andel kortsigtet i mere risikofyldte virksomhedsobligationer (junk bonds) og Danske Invest kan have op til hele 25% af formuen investeret i junk bonds. Så risikoen hos de 3 investeringsforeninger kan således ikke sammenlignes fuldt ud. Bankinvest fremstår som den mest ”rene varer”, og er nok det mest retvisende billede af, hvad man kan forvente at få i merafkast før defaults ved at investere i Investment Grade obligationer via en investeringsforening.

Hvis man betragter den historiske default rate på Investment Grade obligationer, så har Moody's ** i en analyse dækkende perioden 1920 – 2006 beregnet den historiske default rate til at være 0,146% p.a. varierende fra en lavest årlig værdi på 0,000% til en højest årlig værdi på 1,554%. Så heldigvis defaulter kun ganske få af disse virksomheder, og historisk har man opnået at få 40-50% tilbage af sit tilgodehavende på virksomheder med en Investment Grade rating, som er defaultet.

Som det ses af beregningerne, kan investor i bedste fald forvente at få et meget beskedent merafkast ved at investere i Investment Grade virksomhedsobligationer via en investeringsforening, men formår investeringsforeningen ikke at undgå defaults i sin investeringsportefølje, vil det med stor sandsynlighed være en dårlig investering for investor. Så set fra en uafhængig rådgivers side, kan det ikke anbefales at investere i Investment Grade virksomhedsobligationer via en investeringsforening i øjeblikket. Risikoen står ikke mål med det forventede afkast.

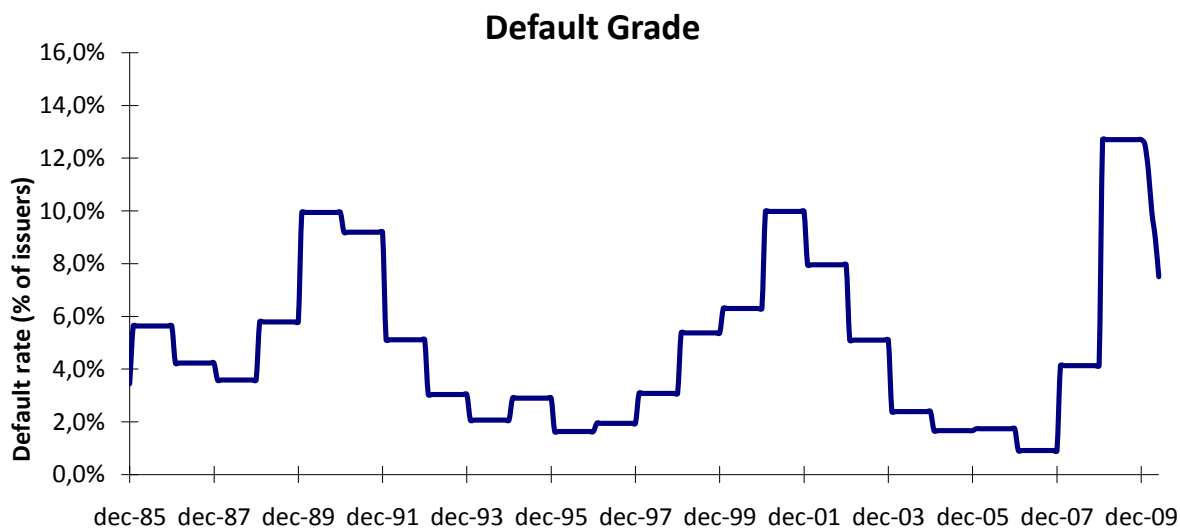
Speculativ Grade

Speculativ Grade via investeringsforening vs. danske realkreditobligationer						
Tabel 2	Danske Invest Engros Global High Yield Bonds	2% NYK april 2015	Jyske Invest Virksomhedsobligationer	4% NYK jan 2016	Sydinvest Virksomhedsobligationer	4% NYK jan 2018
Eff. Rente	8,65%	2,45%	7,85%	2,76%	7,79%	3,17%
Omkostning (ÅOP) *	1,68%	0,05%	1,79%	0,05%	1,45%	0,05%
Eff. Efter omk.	6,97%	2,40%	6,06%	2,71%	6,34%	3,12%
Varighed (OAD)	4,29	4,01	5,08	4,84	6,40	6,43
Forventet merrente til kunden før defaults	4,57%		3,35%		3,22%	
Gennemsnitlig default fra 1983-2006. 4,727% Recovery Rate 35%	3,07%		3,07%		3,07%	
Forventet merrente til kunden efter historisk default	1,50%		0,28%		0,15%	

Kilde: Dansk FI, investeringsforeningernes hjemmesider og Moody's

I tabel 2 har vi lavet den tilsvarende sammenligning for Speculativ Grade investeringsforeninger pr. 30.11.2010. Som det ses af tabellen, er der et forventet merafkast før defaults på henholdsvis 3,22% hos Sydinvest, 3,35% hos Jyske Invest og 4,57% hos Danske Invest sammenlignet med en tilsvarende realkreditobligation.

Hvis man ser på den historiske default rate på Speculative Grade virksomhedsobligationer, så har Moody's i en analyse beregnet denne til 4,727% i perioden 1983 – 2006. Historisk har man fået 30-40% af sit tilgodehavende tilbage, når en virksomhed med en Speculativ kreditrating er defaulted. Der har dog været store årlige udsving i den historiske default rate. Således varierer denne fra 1,574% til 10,594% i perioden 1983 – 2006. Som det ses af nedenstående graf, har der været store udsving, og det er tydeligt, at default raten er høj når den økonomiske vækst er lav og omvendt.



Kilde: Alfred Berg

Hvis vi antager, at vi får 35% retur, når en virksomhed med en kreditrating af Speculative Grade defaultter, og vi bruger den gennemsnitlige default rate på 4,727%, som Moody's har beregnet, kan vi udregne det forventede merafkast efter defaults. Dette er vist i Tabel 2, og det ses, at så er det forventede merafkast pludselig tæt på 0 hos både Jyske Invest og Sydinvest, mens det er reduceret til

1,5% hos Danske Invest. Så hvorfor løbe risikoen, hvis man ikke kan forvente at få et afkast, som er væsentligt højere end den mere sikre realkreditobligation? Vi er tværtimod af den opfattelse, at vi i de kommende år kan risikere at se en default rate som er højere end den historiske default rate på 4,727%%, idet vi forventer, at den vestlige verden skal på en sparekur med en lavere økonomisk vækst til følge. Så der er efter vores opfattelse en stor risiko for, at de mange investorer i virksomhedsobligationer kan blive svært skuffet over det afkast, som de vil realisere i de kommende år. Derfor kan det i øjeblikket heller ikke anbefales at investere i virksomhedsobligationer af Speculative Grade via en investeringsforening ud fra en afkast/risiko vurdering.

Når det nu ikke synes som en god forretning for investorerne at investere så mange penge i virksomhedsobligationer, hvorfor bliver de så markedsført så massivt af bankerne? Hvis man ser på bankernes situation, uanset om det er i Danmark eller i den vestlige verden generelt, så står bankerne over for stigende kapitalkrav, som givet vis vil betyde en reduktion af deres balancer via faldende udlån. Hvis bankerne formår at få deres kunder til at investere i virksomhedsobligationer via en investeringsforening, som bankerne får kick back fra, og investeringsforeningen herefter køber virksomhedsobligationer udstedt af virksomheder, som bruger deres provenu fra obligationsudstedelsen til at indfri banklån med, så er udlånet og dermed risikoen flyttet fra Banken til investorerne (Bankens kunder). Men Banken formår stadig at opretholde en indirekte indtjening fra udlånet, da man får kick back fra investeringsforeningen. Så bankerne har givet vis et stort incitament til at anbefale virksomhedsobligationer i øjeblikket, da bankerne hermed reducerer deres balancer og risiko uden at indtjeningen reduceres i samme omfang. Som det ses af nedenstående tabel, så er der blevet nettokøbt for næsten 20 mia. kr. i virksomhedsobligationer indtil videre i løbet af 2010, en stigning på 268% i forhold til sidste år, hvilket gør virksomhedsobligationer til den absolut mest populære aktivklasse i 2010. Så det er ikke ”peanuts”, vi taler om.

Top 5 over nettokøb af investeringsbeviser i Danmark				
2009			2010	
Globale aktier	11.053.000.000	1	Erhvervsobligationer	19.681.000.000
Erhvervsobligationer	5.349.000.000	2	Korte DK obligationer	9.698.000.000
Nordamerikanske aktier	3.261.000.000	3	Øvrige DK obligationer	8.413.000.000
Globale obligationer	1.476.000.000	4	Globale obligationer	8.219.000.000
Fjernøstlige aktier	1.472.000.000	5	Emerging markets obligationer	7.438.000.000

Kilde: IFR

10. december 2010

Dansk Formue- & Investeringspleje A/S, Fondsmæglerselskab

* AOP forudsætter at investeringsbeviserne holdes i 7 år. Sælges de før tid, er den årlige omkostningsprocent højere. Omkostningerne på realkreditobligationer er estimeret ud fra Dansk FI's priser.

** Kilde: Corporate Default and Recovery Rates, 1920-2006, fra Moody's Investors Service

Nærværende analyse kan ikke erstatte den rådgivning, der gives i Dansk Formue- & Investeringspleje A/S, Fondsmæglerselskab. Analysen er således ikke en opfordring til at købe eller sælge værdipapirer. Selskabet påtager sig heller ikke noget ansvar for analysens rigtighed eller fuldkommenhed, selvom analysen naturligvis er søgt sikret et korrekt og retvisende indhold. Selskabet påtager sig ikke noget ansvar for eventuelle tab, der følger af værdipapirhandler foretaget på baggrund af analysen. Citeres der fra analysen, skal dette ske med kildeangivelse og udarbejdsdato.