

الاستثمار في محفظة التزامات القروض المضمونة (CLO)

أبرز النقاط



على الرغم من أن محفظة التزامات القروض المضمونة (CLO) تعتبر فئة أصول ذات مخاطر، إلا أنها تتمتع بأقل معدل خسارة بين الائتمان المهيكل. حيث لم تتخلف شريحتي AAA و AA عن السداد منذ عام 1994.



تتميز محفظة التزامات القروض المضمونة (CLO) بأنها معاكسة للدورة الاقتصادية، مع أداء متفوق خلال فترات الركود. حيث بلغ متوسط معدل العائد الداخلي المحقق 19% لك CLO خلال الدورة المتأخرة وما بعد الركود (2005-2007 و 2010-2011)



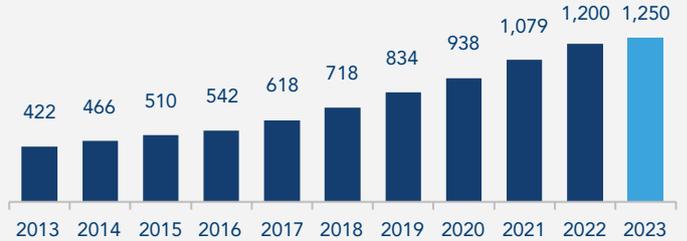
إن الاستثمار بتركيز أغلبية بالإضافة إلى مدير CLO ماهر يتمتع بسجل حافل و معدل تخلف عن السداد منخفض هما العنصران الأكثر أهمية للاستثمار في أسهم ال CLO.

نظرة عامة على السوق والتقلبات الدورية

بدأت محفظة التزامات القروض المضمونة (CLO) في السنوات الأخيرة في إثارة اهتمام المستثمرين نظرًا لعوائدها الجذابة مقابل مستوى المخاطرة. وقد دفع هذا ال CLO لتصبح ذات ريادة في سوق تمويل الشركات بقيمة 1.25 تريليون دولار، وهو ما يمثل حوالي 70% من الطلب على قروض الشركات الأمريكية اليوم¹.

توفر هيكلية ال CLO فرضًا جذابة لجميع المستثمرين وباختلاف قابليتهم للمخاطر. حيث أنه ضمن هيكل ال CLO جذبت شريحة الأسهم، التي تجسد الفرق بين ما تكسبه محفظة التزامات القروض المضمونة كعوائد على القروض وما تدفعه لشرائح ديون ال CLO المزيد من الاهتمام بشكل كبير بسبب قدرتها على توليد عوائد أعلى من السوق.

حجم سوق محفظة التزامات القروض المضمونة العالمي (مليار دولار)



Source: BofA

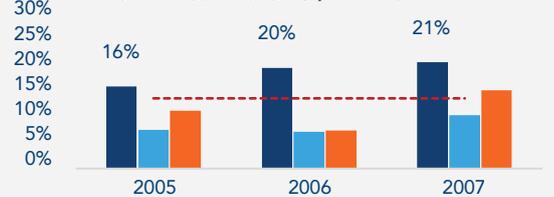
إن الطبيعة الفريدة لل CLO بكونها تخصيصًا ائتمانيًا خاصًا يعطيها التميز عن أقرانها في الاستثمارات البديلة. حيث تتسم فئة الأصول هذه بأنها تستفيد أكثر من غيرها في «الدورة المتأخرة»، حيث أن فرص إعادة الاستثمار تفوق مخاطر التخلف عن السداد السائدة في فترات الركود، لذلك سيكون لدى مديري ال CLO القدرة على شراء قروض ذات نوعية جيدة بأسعار منخفضة. إن هذه المرونة الدائمة ال CLO أمر منطقي، حيث أنها تتمتع بجودة ائتمانية قوية تركز على القروض المدعومة مقارنة بسندات الشركات التقليدية ذات العائد المرتفع، مما يسمح لها بتجربة معدلات تخلف عن السداد منخفضة.

أداء محفظة التزامات القروض المضمونة مقارنة بفئات الأصول الأخرى

معدل العائد الداخلي المحقق لأسهم ال CLO مقابل استراتيجيات الاستثمارات المماثلة (2001-2015)



سنوات ما قبل الركود؛ دورة متأخرة



سنوات التعافي بعد الأزمة



ملاحظة: لم يتم إصدار التزامات القروض المضمونة في عام 2009* بسبب بيئة التسعير العالية للقروض. لم يتم عرض العوائد القديمة لعام 2016 والإصدارات الأحدث للسوق نظرًا لعدم وجود عمليات استرداد

Source: CLO equity returns: BofA Research; Private Debt: Preqin (includes direct lending, mezzanine, special situations, and distressed debt); Private Equity: Preqin. Includes private equity buyouts and growth strategies.

الأداء والتوقعات

يتم إنشاء عوائد أسهم الـ CLO من خلال التدفق النقدي الناتج عن المحفظة المدارة، وهذا من خلال استغلال المراجعة في عوائد على هيكل رأس المال والقيمة الإضافية الناتجة عن الإدارة النشطة للمحفظة. القيمة الإضافية هي مكاسب رأسمالية يتم تحقيقها عندما يبحث مدير الـ CLO بنشاط عن فرصة لبيع القروض المبالغ في قيمتها مقابل القروض المقومة بأقل من قيمتها في السوق، وعلى الرغم من أن التوزيعات التي يتلقاها حاملوا الأسهم يمكن أن تتقلب مع مرور الوقت، إلا أنها ظلت تاريخياً قوية، حتى خلال فترات التوتر.

يتأثر أداء الـ CLO بثلاثة عوامل رئيسية تؤثر على هيكل رأس المال وتكلفة التمويل وجودة القروض الأساسية:

1. **فروق أسعار القروض المؤسسية على الإصدارات الجديدة:** يتأثر ذلك بتوقعات السوق على تعويضات المخاطر / العائد، نظراً لتقلبات السوق إلى جانب نشاط الإصدار (M&A) في السوق. وتاريخياً، رأينا أن هوامش الإصدار الجديدة من فترة ما قبل جائحة كورونا (2017-2019) زادت بشكل منتظم من 357 نقطة أساس إلى 414 نقطة أساس حتى سبتمبر 2023.¹



Source: Intex

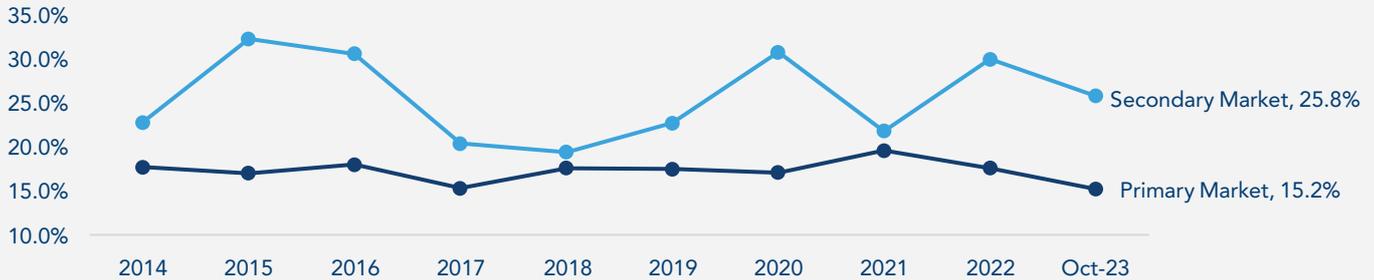
الإصدارات الجديدة للديون المؤسسية (نقطة أساس)



Source: LCD

2. **فرص المراجعة في عوائد الأسهم، في سوق القروض الأولية والثانوية:** يستفيد عامل الأداء هذا من الهيكلية الفريدة لـ CLO التي تسمح لمديري الـ CLO باختيار القروض ديناميكياً من الأسواق الأولية أو الثانوية خلال مرحلة البناء / إعادة الاستثمار، بناءً على أين توجد فرص المراجعة في العوائد.

عوائد المراجعة للأسهم الـ CLO (استخدام قروض السوق الأولية والثانوية)



Source: LCD. Note: This is a simplified calculation ((New Issue Loan Spread - WACC) x 10) used as a proxy for net arbitrage including CLOs issued from top 40 CLO managers by AUM. Excludes refi/reset deals, middle market CLOs and CLOs in which no WACC is provided. Spreads post-December 31, 2021 are benchmarked to SOFR; spreads pre-December 31, 2021 were benchmarked to Libor.

3. **معدلات التخلف عن السداد:** مقارنة بسندات الشركات ذات العائد المرتفع، الـ CLO عادة أقل تخلفاً عن السداد وذات ومعدلات تخلف إثنائية أقل. أشارت وكالة ستاندر أند بورز إلى أن شرائح الـ CLO ذات تصنيفات AAA و AA لم تشهد أي تخلف عن السداد منذ عام 1994. ووفقاً لمؤشر قروض الراجعة المالية Morningstar LSTA، بلغت معدلات التخلف عن السداد لأخر اثني عشر شهراً حتى عام 2023، 1.53%، كما في 31 ديسمبر. ولا يزال معدل التخلف عن السداد أقل بكثير من متوسطة التاريخي الذي يقل قليلاً عن 2.67%.¹

المعدلات العالمية السنوية للتخلف عن السداد لـ CLO والشركات المصدرة



Source: PitchBook | LCD; Morningstar LSTA US Leveraged Loan Index | * Since 1999

في رأينا، تعد أسهم الـ CLO فرصة استثمارية جذابة بالنظر إلى البيئة الكلية غير المستقرة وحالة الدورة المتأخرة. حيث يتمتع المديرون المهرة بالإضافة إلى الاستثمار بتركيز أغلبية في أسهم الـ CLO بوضع جيد يسمح لهم باستخدام خيارهم لإعادة تعيين أو إعادة تمويل ديون الـ CLO الحالية بقروض أكثر دفاعية. ونظراً لأن السوق يقدم حالياً فرضاً للاستفادة من تقلبات الأسعار في الحصول على قروض عالية الجودة بخصوصيات جذابة.

تخصيص حقوق ملكية

على الرغم من التاريخ الطويل لوجودها، تظل أسهم الـ CLO بمثابة استراتيجية استثمارية متخصصة وغير ملاحظة. وغالبًا ما يتساءل المستثمرون عن فئة التخصيص التي يجب وضع أسهم الـ CLO بها؛ إما كأسهم أو دخل ثابت أو استثمارات بديلة. يمكن تصنيفها كأسهم بسبب موقعها في هيكل رأس مال الـ CLO؛ أو كدخل ثابت لأنها تعتمد على محفظة القروض ذات الرافعة المالية؛ وكاستثمارات بديلة بسبب عدم السيولة النسبية. إن تفرد فئة الأصول هذه يسمح للمستثمرين بجني عوائد تشبه الأسهم والتي تستند إلى ائتمان منظم ومتنوع وذو ارتباط منخفض بالأصول بالتقليدية.

من ناحية المخاطر، فإن مرونة هيكل الـ CLO القابلة للتداول بنشاط يمكن أن تحفز مديرو المحافظ على العمل لتوفير عائد كبير من خلال البحث عن أصول ذات المخاطر العالية لتكون في المحفظة. وبالتالي يجب على المستثمرين أن يظلوا يقظين لأن العوائد المرتفعة غالبًا ما تكون مرتبطة بمخاطر أعلى، وهو ما قد لا يشعرون بالارتياح لقبوله.

لهذا السبب ليست جميع استثمارات حقوق ملكية الـ CLO متساوية؛ يمكن لعوامل مثل جودة مدير الـ CLO والخبرة والقدرة على تنفيذ الاستراتيجية بالإضافة إلى وضع المستثمرين ضمن شريحة الأسهم، أن تؤثر بشكل كبير على عوائد المستثمرين.

عند التفكير في الاستثمار في أسهم الـ CLO، يجب على المستثمر تقييم نهج الاستثمار ومعايير اختيار المدير وفقًا للاتي:

التركز في الاستثمار

- يجب على المستثمر أن يبحث عن الأغلبية العظمى في هيكل أسهم الـ CLO، حيث تسمح السيطرة المستثمر بالتفاوض على الشروط بشكل أكثر ملاءمة.
- يمكن للتركز مثل الحق في إعادة الضبط أو إعادة التمويل أو الاسترداد في الـ CLO أن تخلق قيمة كبيرة.

هيكل رأس المال الأمثل

- بشكل عام، يستطيع مديرو الـ CLO الأكثر خبرة تأمين تكلفة تمويل أقل.
- تتيح العلامة التجارية الراسخة لمديرو الـ CLO جذب مجموعة من القروض المناسبة في السوق الأولية والثانوية.

القدرة على تخفيف وإدارة المخاطر

- يجب أن يتمتع مدير الـ CLO برؤية على ضمان محفظة القروض الخاصة به لإدارة مخاطر الائتمان ومراقبة تخفيض التصنيف وتجنب حالات التخلف عن السداد أو الخسائر في القروض المحتفظ بها في المحفظة.
- وينبغي أن تنعكس قدرة إدارة المخاطر هذه على سجل حامل لعدة دورات مع الحفاظ على أداء أعلى من المتوسط.

أساسيات ومهارات قوية

- يجب أن يتمتع المديرين بعملية اتخاذ قرارات استثمارية قوية، مما يسمح لهم بإدارة المحفظة بشكل فعال خلال مرحلة إعادة الاستثمار.
- يجب على المدير إظهار القدرة على توسيع المحفظة في السوق المتقلبة، مع تجنب الإفراط في القروض ذات التصنيف المنخفض (CCC).



مكتب الرئيس التنفيذي للاستثمار

تعد شركة الجزيرة للأسواق المالية (الجزيرة كابيتال) الذراع الاستثماري لبنك الجزيرة، وهي شركة سعودية مساهمة مغلقة متخصصة في أعمال الأوراق المالية، وملتزمة بأحكام الشريعة الإسلامية في جميع تعاملاتها. تعمل الجزيرة كابيتال تحت إشراف هيئة سوق المال السعودية. لقد تم ترخيص الشركة من قبل هيئة سوق المال لتقديم خدمات التعامل في أعمال الأوراق المالية بصفة أصل و وكيل والتعهد بالتغطية وخدمات الادارة والحفظ والترتيب وتقديم المشورة. إن الجزيرة كابيتال استثمارية لقصة نجاح طويلة في سوق الأسهم السعودية حافظت خلالها لسنوات عدة على الريادة والتي نطمح بمواصلتها عن طريق التطوير المستمر لخدماتنا، ومن خلال فتح آفاق تداول جديدة لعملائنا الكرام للوصول للأسواق الأوراق المالية الإقليمية والعالمية.

يوفر مكتب الرئيس التنفيذي للاستثمار للعملاء حلولاً استثمارية متعددة ومصممة خصيصاً لهم، واستثمارات بديلة متوافقة مع الشريعة الإسلامية ومنتجات استثمارية ذات تأثير نساهم في دعم الاقتصاد المحلي

إفصاحات وإقرارات وإخلاء المسؤولية

إن الغاية من إعداد هذا التقرير هي تقديم صورة عامة عن الشركة أو القطاع الاقتصادي أو الموضوع الاقتصادي أو أوراق مالية معينة، وليس الهدف تقديم توصية ببيع أو شراء أو الاحتفاظ بأية أوراق مالية أو أصول أخرى. بناءً على ما سبق، لا يأخذ هذا التقرير بعين الاعتبار الظروف المالية الخاصة بكل مستثمر ومدى قابليته/ رغبته بتحمل المخاطر المتعلقة بالاستثمار في الأوراق المالية أو الأصول الأخرى، وبالتالي قد لا يكون مناسباً لجميع العملاء باختلاف أوضاعهم المالية وقدرتهم ورغبتهم في تحمل المخاطر. يفضل عمومًا أن يقوم المستثمر بأخذ المشورة من عدة جهات ومصادر متعددة عندما يتعلق الأمر بالقرارات الاستثمارية وأن يدرس تأثير هذه القرارات على وضعه المالي والقانوني والضريبي وغيره قبل الدخول بهذه الاستثمارات أو تصفيتها جزئياً أو كلياً. إن أسواق الأوراق المالية والمتغيرات الاقتصادية الجزئية والكليّة ذات طبيعة متغيرة وقد تشهد تقلبات مفاجئة بدون سابق إنذار، لذلك قد يتعرض المستثمر في الأوراق المالية أو الأصول الأخرى لمخاطر وتقلبات غير متوقعة. جميع المعلومات والأراء والتوقعات والقيم العادلة أو الأسعار المستهدفة الواردة في التقرير مستقاة من مصادر تعتقد بشركة الجزيرة للأسواق المالية بأنها موثوقة. لكن لم تقدم شركة الجزيرة للأسواق المالية بتفنيذ هذه المعلومات بشكل مستقل، لذلك قد يحدث أن تكون هذه المعلومات مختصرة وغير كاملة، وبناءً عليه تعتبر شركة الجزيرة للأسواق المالية غير مسؤولة عن مدى دقة أو صحة المعلومات والتوقعات المنبئة عليها الواردة في التقرير ولا تتحمل أية مسؤولية عن أية خسارة مادية أو معنوية قد تحدث بسبب استخدام هذا التقرير أو أجزاء منه. لا تقدم شركة الجزيرة للأسواق المالية أية ضمانات بخصوص التوقعات أو الأسعار العادلة أو الأسعار المستهدفة أو الأرقام الواردة بالتقرير وجميع التوقعات والبيانات والأرقام والقيم العادلة والأسعار المستهدفة قابلة للتغيير أو التعديل بدون إشعار مسبق. الأداء السابق لأي استثمار لا يعتبر مؤشراً للأداء المستقبلي. تقديرات السعر العادل أو السعر المستهدف والتوقعات والتصريحات بخصوص الأفاق المستقبلية الواردة بالتقرير قد لا تحصل فعلياً. قد ترتفع أو تنخفض قيمة الأسهم أو الأصول المالية الأخرى أو العائد منها. أي تغيير في أسعار العملات قد يكون له أثر إيجابي أو سلبي على قيمة/عائد السهم أو الأوراق المالية الواردة في التقرير. قد يحصل المستثمر على مبلغ أقل من المبلغ الأصلي المستثمر في حالات معينة، بعض الأسهم أو الأوراق المالية قد تكون بطبيعتها قليلة السيولة / التداول أو تصبح كذلك بشكل غير متوقع في ظروف معينة وهو ما قد يزيد المخاطرة على المستثمر. قد تملك الجزيرة كابيتال و/أو الشركات التابعة لها حصصاً في الأوراق المالية المذكورة في هذا التقرير بشكل مباشر، أو بشكل غير مباشر عن طريق صناديق استثمارية تحديدها و/أو ضمن صناديق استثمارية تحار من قبل أطراف ثالثة. لا يسمح بنسخ هذا التقرير أو أي جزء منه للتوزيع لأي جهة سواء داخل أو خارج المملكة العربية السعودية بدون الحصول على إذن خطي مسبق من شركة الجزيرة للأسواق المالية. على الأفراد والجهات المتلقية لهذا التقرير الالتزام بهذه القيود، والقبول بهذا التقرير يعني قبول الالتزام بالقيود السابقة

إدارة الأصول | الوساطة | المصرفية الاستثمارية | خدمات الحفظ | المشورة

الإدارة العامة، طريق الملك فهد، ص.ب. 20438 الرياض 11455 المملكة العربية السعودية، هاتف: 2256000-011 فاكس: 2256068-011