

Nú er fimmta starfsár Reitunar að hefjast. Mikið vatn hefur því runnið til sjávar síðan fyrstu lánshæfismöt félagsins birtust. Samtals heldur félagið úti 39 lánshæfismötum, þar af eru 5 opinber möt og 34 skuggamöt. Það er trú félagsins að mikilvægt sé fyrir íslenskan skuldabréfamarkað að lánshæfismöt og lánshæfiseinkunnir séu unnin af óháðum og sérhæfðum aðila, bæði útgefendum og fjárfestum til hagsbóta. Kerfisbundin og alþjóðlega viðurkennd aðferðafræði á, að mati félagsins, að tryggja sem sanngjarnast óhættumat og leiða af sér einkunn sem hægt er að nota sem sterka vísbendingu um verðlagningu m.v. þróun á mörkuðum á hverjum tíma.

Erlendis myndar lánshæfismat grunn að verðlagningu vaxtaálags fyrirtækjaskuldabréfa og er viðmið við ákvörðun heimilda í fjárfestingarstefnu. Sömu lögmál ættu að óbreyttu að gilda hér heima líka. Eins og áður er gott að horfa til þeirra aðferða sem beitt er erlendis og aðlaga þær að íslenskum aðstæðum, eins og flestir eru sammála um. Það er einmitt sú tiltrú sem Reitun hefur og reynt að framfylgja af sem bestri samvisku og á sem bestan hátt.

Uppgjör Arion Banka

Arion banki birti uppgjör sitt fyrir 2014 og var um metár að ræða. Nánast sama hvar er lítið þá batnaði árangur félagsins þannig að arðsemi jókst og áhætta minnkaði. Eignagæði hafa batnað hratt enda búið að klára mörg stór mál.

Vandræðalán eru þó áfram há eða um 4,4% en hafa lækkað frá 2013 úr 6,3%. Reikna má með að almennt munið það taka bankana um 2-4 ár í viðbót að ná þeim niður í þau viðmið sem áður þekktust.

Bankinn fór í skuldabréfaútgáfu í evrum skömmu eftir birtingu uppgjors sem gekk mjög vel þó svo verðlagning sé enn ólík því sem bankinn væntanlega horfir á til lengri tíma lítið.

Bankinn er með i.A3 einkunn frá Reitun í fjármögnum í íslenskum krónum og i.AA2 í sértryggðu skuldabréfunum. Einkunn S&P í erlendum myntum er BB+ sem er einu þrepi neðar en Íslenska ríkið sem er eðlilegt á þessum stað í einkunnarskalanum. Vaxtaálag bankans á Íslenska ríkið er nokkuð lægra í krónum en erlendum myntum. Lánshæfismat bankans og sértryggðu skuldabréfanna verður uppfært fljótlega.

Mikilvægi einkunna

Einkunnir eru víða notaðar og koma sér almennt vel. Þær eru samandregin niðurstaða margra ólíkra þátta í eina einkunn. Lánshæfiseinkunn endurspeglar bæði greiðslufallslíkur og vaxtaálag. Hún er því afar nytsamleg og ætti að hjálpa bæði útgefendum og fjárfestum í verðlagningu og viðskiptavilja. Erlendis tíðkast jafnframt að setja einkunnarviðmið í fjárfestingarstefnur og heimildarlista. Oftast hækka þannig heimildir eftir því sem einkunnin er betri og auk þess sem almennt er sett eitthvert einkunnargólf. Einkunnir Reitunar eru með i. fyrir framan hástafina, t.d. i.AA1, þar sem verið er að vísa í að um mat í íslensku krónum er að ræða en ekki alþjólegt mat.

Aðferðafræði, matsgrindur og gagnagrunnar svipar mjög til þess sem unnið er með hjá sérhæfðum erlendum lánshæfismatsfyrirtækjum. Hér til hliðar er að finna töflu um dreifingu vaxtaálags og viðmiðunarlíkur greiðslufalls. Ólíklegt er að mörg innlend fyrirtæki muni sækja sér lánshæfismat til alþjóðlegra lánshæfismatsfyrirtækja vegna skuldabréfaútgáfu í krónum. Það ætti því að vera gott að hafa sérhæft lánshæfismatsfyrirtæki eins og Reitun sem einblínir á útgáfu í krónum með Íslenska ríkið sem besta lántaka í krónum.

Tafla 1: Einkunn, greiðslufallslíkur og álag

Einkunn	Greiðslufallslíkur % *	Vaxtaálag % **
i.AAA	< 0,01	0,0 - 0,2
i.AA1	0,05	0,1 - 0,4
i.AA2	0,1	0,2 - 0,5
i.AA3	0,2	0,3 - 0,6
i.A1	0,3	0,5 - 0,8
i.A2	0,5	0,6 - 0,9
i.A3	0,8	0,7 - 1,0
i.BBB1	1	0,9 - 1,2
i.BBB2	2	1,0 - 1,3
i.BBB3	4	1,1 - 1,4
i.BB1	6	1,3 - 2,0
i.BB2	9	2,0 - 2,5
i.BB3	13	2,2 - 3,2
i.B1	18	3,0 - 3,8
i.B2	23	3,6 - 4,3
i.B3	30	4,3 - 5,5
i.CCC1	40	5,5 - 6,8

* Brúaðar 5 ára líkur unnar út frá greiðslufallslíkum stóru matsfyrirtækjanna og erlendum gagnagrunnum.

** Fræðilegt álag reiknað af Reitun (álag ofan á ríki). Hér er aðeins um vísbendingu að ræða og ekki hægt að nota við verðlagningu skuldabréfa eitt sér og án frekari skoðunar. Verð á markaði eru ekki alltaf í samræmi við fræðilegt álag.

Lánshæfisorfur banka á norðurlöndunum

S&P gerir ráð fyrir að aukinn þrýstingur sé á lánshæfismöt banka í Svíþjóð, Danmörku og Finnlandi á næstu árum. Auk versnandi efnahagshorfa eru væntingarnar þess efnis vegna nýrrar reglugerðar Evrópusambandsins sem snýr að valdi hins opinbera til að færa niður kröfur skuldabréfaeigenda banka. Það yrðu því skuldabréfaeigendur frekar en skattgreiðendur sem bæru kostnað af gjaldþrotum þeirra. Þessi breyting er líkleg til að draga úr eða fella niður áhrif af sérstökum ríkisstuðningi til hækkunar á lánshæfi gagnvart þeim bönkum sem þykja kerfislega mikilvægir.

Líklegt þykir að mati S&P að sömu reglur verði innleiddar á Íslandi og í Noregi. Fram kemur sérstaklega að enginn af íslensku bönkunum sem S&P metur njóti neinnar hækkunar vegna mögulegs ríkisstuðnings.

Norskir bankar mega auk þess eiga von á auknum vanskilum í kjölfar lækkunar heimsmarkaðsverðs á olíu og ruðningsáhrifa þess á norskt efnahagslíf. Neikvæðir stýrivextir í Danmörku og Svíþjóð mun setja þrýsting á framlegð í viðskiptabankastarfsemi og hugsanlega dregið úr skilvirkni útlánastefnu. Jákvæðar væntingar eru hinsvegar gerðar til íslenskra banka. Búist er við að byrjað verði að aflétta gjaldeyrishöftum á árinu 2015 og að áhrif þrotabúa bankana á gjaldeyrisjöfnuð fari minnkandi. Talið er að Ísland hafi að miklu leyti unnið sig út úr kreppunni.

Gjaldfallslíkur sveitarfélaga

Jafnan þykja gjaldfallslíkur sveitarfélaga afskaplega litlar. Reynslan okkar hér heima er engin undantekning á því. Erlendir fjárfestar búa við svipaðar aðstæður. Vegna þessa að þá er önnur viðmið notuð varðandi greiðslufallslíkur fyrir hverja einkunn heldur en er hjá fyrirtækjum.

Tafla 2. hér til hliðar sýnir mismuninn hjá Moody's á greiðslufallslíkum skuldabréfa sveitarfélaga og fyrirtækja eftir einkunnum. T.d. eru 10 ára líkur fyrirtækja með einkunnina 4,74% en aðeins 0,3% líkur hjá sveitarfélagi.

Moody's metur lánshæfi um 15.700 útgefenda sem teljast sveitarfélög eða á ábyrgð sveitarfélags á heimsvísu. Gjaldföll þessara útgefenda eru fáttíð, einungis 0,07% þessara útgefenda sem hafa lánshæfiseinkunn í fjárfestingaflokki hafa vanrækt skuldbindingar sínar þannig að um gjaldfall sé að ræða. Frá 2008 hafa gjaldföll sveitarfélaga aukist og hæst ber að nefna gjaldþrot Detroit borgar í Michigan og Stockton í Kaliforníu.

Nánast allir opinberir útgefendur sem Moody's metur eru innan fjárfestingaflokks, einungis 3% af metnum opinberum útgefendum falla utan fjárfestingaflokks. Að meðaltali voru endurheimtur af skuldabréfum sveitarfélaga eftir gjaldþrot um 60% á móti um 48% af ótryggðum kröfum hjá fyrirtækjum. Hinsvegar eru mikil frávik í endurheimtum sem eru frá 2% til 100%.

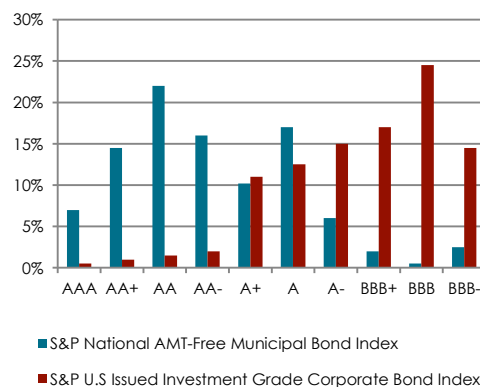
Þessi styrkur sveitarfélaga umfram almenn fyrirtæki kemur einnig fram á mynd 1. Þar sést að einkunnir sveitarfélaga eru að jafnaði hærri en hjá fyrirtækjum. Algengasta einkunn sveitarfélaga hjá S&P er AA en BBB hjá fyrirtækjum.

Tafla 2: 10 ára meðaltals gjaldfallslíkur 1970-2012

Einkunn Moody's	Fyrirtækja skuldabréf	Sveitarfélaga skuldabréf
Aaa	0,50%	0,00%
Aa	0,92%	0,01%
A	2,48%	0,05%
Baa	4,74%	0,30%
Fjárfestingarflokkur	2,78%	0,07%
Hávaxtaflokkur	33,88%	5,67%
Allar útgáfur	11,80%	0,12%

Heimild: Moody's

Mynd 1: Dreifing einkuna: Sveitarfélög & Fyrirtækjaskuldabréf



Heimild: Standard & Poor's

Lánshæfismöt Reitunar

- » Kerfisbundin og alþjóðlega viðurkennd aðferðafræði.
- » Vel hugsuð matsgrind sem byggir á erlendum stöðlum og fyrirmyndum til að útkoma úr henni gefi sem nákvæmasta einkunn.
- » Opinber möt eru unnin í samstarfi við stjórnendur útgefenda með aðgengi að innri upplýsingum en skuggamöt ekki.
- » Óvissa er mun minni í opinberum mötum en skuggamötum, sem skilar sér öllu jafna í betri lánshæfiseinkunn opinberu matanna.

Notkun á lánshæfismötum

- » Lánshæfiseinkunn er almenn notuð til verðlagningar á vaxtaálagi skuldabréfa auk þess sem hún segir til um væntar greiðslufallslíkur.
- » Í langflestum tilvikum er útgefandi að greiða sérstaklega fyrir það í formi hærri vaxtaálags að vera ekki með lánshæfismat.
- » Áhugi og eða heimild fjárfesta er almenn minni ef lánshæfi er ekki til staðar.
- » Erlendis gera flestir fjárfestar kröfu um lánshæfismat og oft einnig að einkunn sé ekki undir ákveðnum viðmiðum.
- » Auðveldar fjárfestum og útgefendum vinnuna og eykur öryggi í viðskiptum þeirra á milli.
- » Viðurkennd aðferðafræði um allan heim.

Fyrirvarar

Við gerð þessarar greiningar og mats á láns hæfi er gengið út frá því að þau gögn og upplýsingar sem Reitun hefur fengið aðgang að til skoðunar séu sannleikanum samkvæmt og ekki liggi fyrir frekari gögn. Hafi Reitun fengið afhent ljósrit af skjölum gengur Reitun út frá því að þau séu í samræmi við frumrit viðkomandi skjala og ekki hafi verið gerðir neinir viðaukar eða breytingar á þeim eftir á. Þá er gengið út frá því að allar undirritanir á skjöl og samninga sem Reitun hefur fengið aðgang að séu réttar og skuldbindandi fyrir félagið.

Þær skoðanir og spár sem hér koma fram eru byggðar á almennum upplýsingum og mögulega trúnaðarupplýsingum sem Reitun hefur undir höndum þegar matið er ritað. Helstu heimildir eru ársskýrslur og ýmis gögn frá þeim aðila sem verið er að meta, s.s.lánasamningar, starfsreglur og fjárhagslegar sundurliðanir auk annarra upplýsinga sem og annarra aðgengilegra opinberra upplýsinga sem birst hafa í fjölmiðlum og á öðrum vettvangi sem félagið telur áreiðanlegar. Reitun ábyrgist þó ekki áreiðanleika eða nákvæmni upplýsinganna og ber enga ábyrgð á áreiðanleika upplýsingaveitna sem stuðst er við. Upplýsingar í umfjöllun eru einungis birtar í upplýsingarskyni og þær ber ekki að skoða sem tilboð á einn eða annan hátt og þær skulu ekki nýttar á þeirri forsendu að um sé að ræða ráðleggingar vegna fjárfestinga í fjármálagerningum. Fjárfestar eru eindregið hvattir til að afla sér sjálfstæðra ráðlegginga eigin ráðgjafa áður en fjárfest er í fjármálagerningum, s.s. vegna lagalegrar eða skattalegrar stöðu sinnar. Reitun og starfsfólk Reitunar taka ekki ábyrgð á viðskiptum sem byggð eru á þeim upplýsingum og skoðunum sem hér eru settar fram.

Þrátt fyrir að þess sé sérstaklega gætt að upplýsingarnar séu réttar og nákvæmar þegar þær eru settar fram getur Reitun, eða starfsmenn Reitunar ekki tekið ábyrgð á villum. Mat á upplýsingum endurspeglar skoðanir Reitunar á þeim degi sem þær eru settar fram, en þær geta breyst án fyrirvara. Hvorki Reitun né stjórnendur eða starfsmenn félagsins bera ábyrgð á beinu eða óbeinu tjóni sem hlýst af upplýsingum sem finna má í þessu mati eða dreifingu slíkra upplýsinga.

Sérstök athygli er vakin á því að áætlanir og spár geta breyst fyrirvaralaust á jákvæðan eða neikvæðan hátt og eru háðar utanaðkomandi óvissu og breytum sem gjarnan eru ekki á valdi Reitunar. Reitun og starfsmenn félagsins taka ekki ábyrgð á því ef að láns hæfismat einstakra útgefanda sem félagið hefur metið og gefið einkunn á breytist. Reitun ábyrgist ekki að gera breytingar á þeim upplýsingum sem birtar eru í skýrslunni ef forsendur þeirra breytast eða ef ljós kemur að þær eru rangar eða ónákvæmar.

Reitun, starfsmenn Reitunar, stjórnarmenn eða aðilar tengdir Reitun kunna að eiga hagsmuna að gæta varðandi einstök félög sem greiningar, verðmatsskýrslur og annað útgáfuefni Reitunar lýtur að hverju sinni. Hagsmunir kunna að vera ýmsir t.d. sem hluthafar eða ráðgjafar, eða hagsmunir sem lúta að annarri veittri þjónustu. Útgefandi verðbréfa sem metin eru greiðir Reitun fyrir þá þjónustu. Verðmöt og greiningar eru engu að síður unnin sjálfstætt af Reitun.

Reitun á allan höfundarrétt að upplýsingum í skýrslunni. Óheimilt er með öllu að dreifa þeim upplýsingum sem finna má í matinu eða nýta þær með öðrum hætti án heimildar Reitunar.