

Uppbygging skuldabréfamarkaðar

- Gagnleg skýrsla frá World Economic Forum -

Skuldabréfamarkaður með fyrirtækjabréf hefur verið að stækka. Nokkur stór útboð eru í farvatninu og til viðbótar eru einhverjir á hliðarlínunni sem fylgjast með og meta stöðuna. Breytt regluumhverfi og auknar eiginfjákröfur bankanna geta haft áhrif á framboð lánsfjár banka og verðlagningu þegar þessar breytingar fara að taka meira í en nú er. Skuldabréfamarkaðurinn á því mjög líklega effir að þroskast og dafna vel á næstu misserum að öðru óbreyttu. Mikilvægt er fyrir hagsmunaaðila að horfa framávið og meta hvernig skuldabréfamarkaður með fyrirtækjabréf ætti að byggjast upp til lengri tíma þannig að hann verði sem skilvirkastur og hagkvæmastur.

Góð skýrsla frá WEF um uppbyggingu skuldabréfamarkaðar

Samtökin World Economic Forum (WEF) gáfu í vor út skýrslu þar sem þau hvetja ríki sem ekki hafa öflugan skuldabréfamarkað að gera bragabót þar á. Þessa skýrslu er hægt að finna á heimasíðu samtakanna „ <http://www.weforum.org/reports/accelerating-emerging-capital-markets-development-corporate-bond-markets> “. Góð skýrsla sem vert er að fletta í gegnum. Það er nokkuð ljóst af lestri skýrslunnar að Íslenski skuldabréfamarkaðurinn er ekki kominn langt á þróunarbrautinni og ýmis verk að vinna til að bæta þar úr. Í skýrslunni er m.a. sýnd þróunarferli skuldabréfamarkaðar þar sem fyrsta stigið er útgáfa ríkisbréfa og innleiðing nauðsynlegra innviða. Í öðru þrepi bætast síðan við fleiri mjög traustir útgefendur eins og félög með ríkisábyrgð, sveitarfélög, bankar og eignavarðar útgáfur. Síðan heldur uppbyggingin áfram stig af stigi með þátttöku fleiri fyrirtækja, fjármálafyrirtækja í að auka seljanleika og afleiðna til áhættustýringar og aukins seljanleika. Fjárfestahópurinn breikkar einnig.

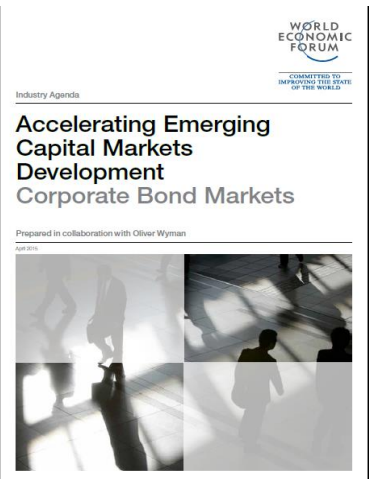


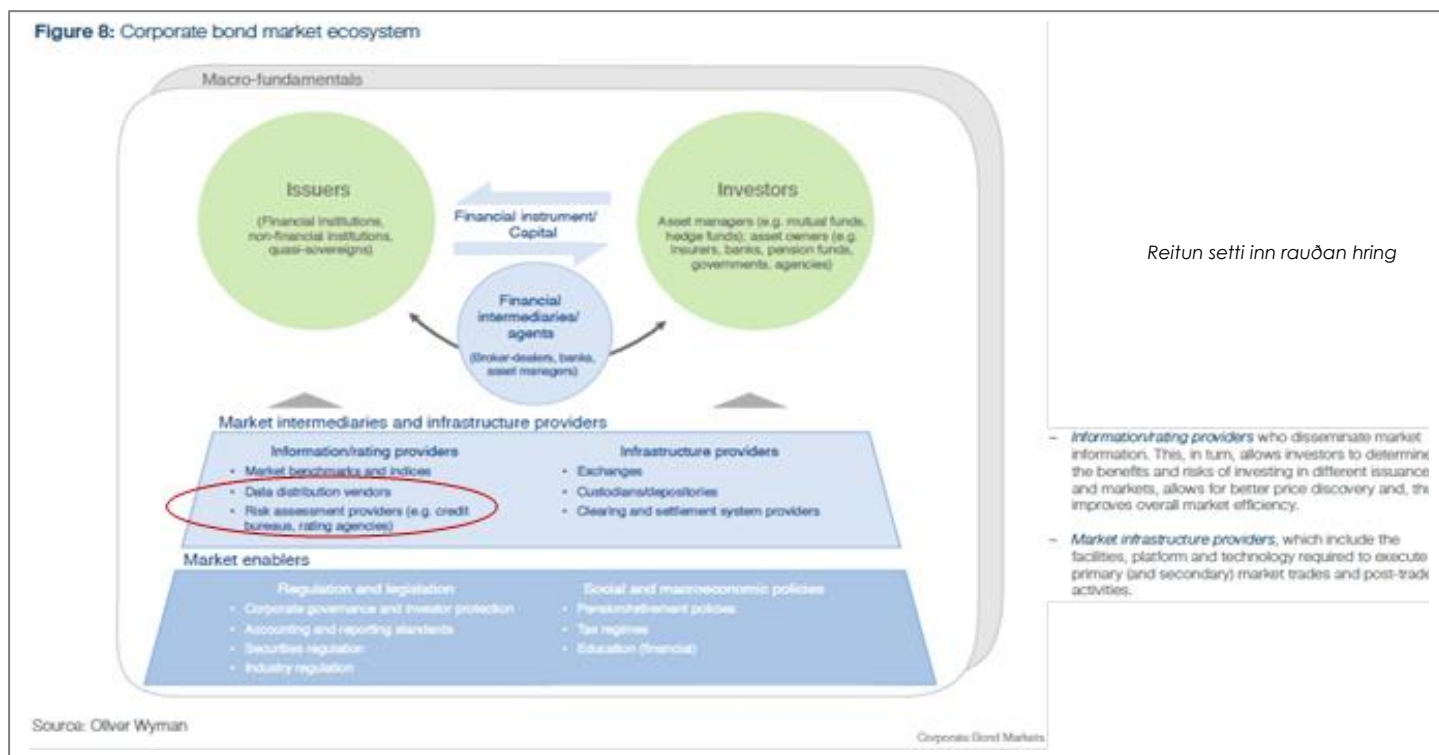
Figure 12: Generalized sequencing of corporate bond market development

Stage:	Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4	Stage 5
Key objectives:	Establishing basic bond market 'ecosystem' and processes	Enhance infrastructure/ processes for corporate bond markets	Widening the issuer and investor base	Improving liquidity and risk management	Expand integration with international markets
Policy/development actions	- Set up basic market infrastructure (typically through partnership between the public and private sector) - Establish benchmark curve through government bond issuances - Develop institutional investors	- Introduce corporate bond issuances - Establish wholesale credit market/establish credit ratings system	- Reduce issuance costs and accelerate issuance timeline - Promote growth of asset management industry - Promote among issuers an investor relations culture and ability to manage compliance of covenants	- Introduce more sophisticated financial instruments - Enhance investor/issuer awareness - Development of a domestic swap curve and a basis swap curve - Ability for repos – securities borrowing/lending	- Introduce (regulatory) approval processes for international issuers - Potential linkages of domestic market with international markets (e.g. linking of exchanges, collateral management, and clearing systems) - Potential bilateral or international treaties to facilitate and govern cross-border capital flows - Extend capital account liberalization
Risk management	Establish regulatory body to govern securities markets	- Restrict permissible investments for institutional investors - Establish market standards (e.g. for accounting/corp. governance) and regulations (e.g. insider trading laws) - Standardize minimum level and frequency of documentation (e.g. comfort letters, sub agreements, pricing supplements, offering circular) and disclosure	- Some relaxation of investment criteria for institutional investors (e.g. allow for investments in non-government securities) - Evolve regulations to better reflect regional/international standards and meet evolving stakeholder needs - Test legal system/enforcement	- Continue to relax investment criteria for institutional investors (e.g. allow for investments in infrastructure and other types of assets) - Refine regulations to adapt to more complicated market structure and instruments - Adopt "prudent man's rule"	
Market characteristics – Types of market participants					
Issuers	- Government - Quasi-government	- Government/Quasi - Financial institutions - Largest corporates	- Government/Quasi - Financial institutions - Medium – Large corporates	- Government/Quasi - Financial institutions - Wider range of local corporates	- Government/Quasi - Financial institutions - Wide range of corporates (including some foreign)
Investors	- Foreign investors (limited) - Banks - Domestic institutional investors (limited)	- Foreign investors - Banks - Domestic institutional investors	- Foreign investors - Banks - Domestic institutional investors - Sophisticated domestic retail investors	- Foreign investors - Banks - Institutional investors - Retail investors - Alternative investors	- Foreign investors - Banks - Institutional investors - Retail investors - Alternative investors

Source: World Economic Forum; Oliver Wyman

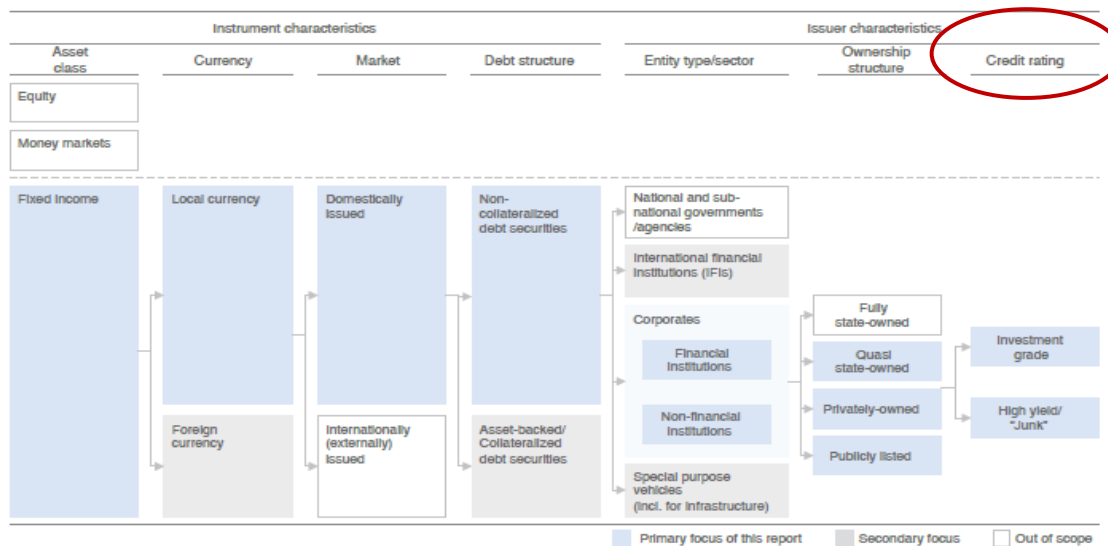
Reitun setti inn rauðan hrina

Önnur mynd sem áhugavert er að sýna úr samantektinni er mynd frá WEF um umgjörð og þátttakendur á skuldabréfamarkaði. Útgefendur og fjárfestar eru þar í aðalhlutverki ásamt umsjónaraðila útgáfunnar. Til viðbótar eru kauphöll, verðbréfaskráning, lánshæfismatsfyrirtæki, upplýsingaveitur, greiningar o.fl. Reglugerð og eftirlit er eðlilega hluti af umgjörðinni. Allir þessir innviðir eru vel virkir núþegar hér hema nema þá helst lánshæfismatsfyrirtæki og upplýsingaveitur. Hinsvegar er mjög líklegt að þeim vaxi ásmegin samhliða auknum vexti markaðsins. Reitun er sérhæft lánshæfismatsfyrirtæki og IFS hefur reynt að nálgast hlutverk upplýsingaveitna með útgáfu á mati á vaxtaálagi skuldabréfa. Öll flokkun er hinsvegar erfið ef markaðurinn metur hverja fjárfestingu einangrað eða býr til einhverskonar atvinnugreinaflokkun sem kannski tekur ekki nægjanlega mikið tillit til áhættumats. Það er líka dýrt og óskilvirkt ef allir eru að greina alla og nota til þess mismunandi aðferðir og viðmið. Amk. er erfitt að sjá að sú aðferð sé hefðbundinni aðferð lánshæfismata eitthvað fremri. Myndin er hér fyrir neðan.



Í þriðja lagi er mynd sem sýnir skilgreiningu á skuldabréfamarkaði og einkenni sýnd er hér. Það sem er helst nýtt þar gagnvart innlenda markaðnum er hlutverk lánshæfismatsfyrirtækja í að meta útgefendur og gefa þeim einkunn.

Figure 3: Defining the fixed income/bond market – Instrument and issuer characteristics



Source: World Economic Forum; Oliver Wyman

Reitun setti inn rauðan hring

10 Accelerating Emerging Capital Markets Development

Að lokum er stuttur samanburður milli innlendra (local) og erlendra lánshæfismatsfyrirtækja. Fróðlegt að sjá. Er ekki nokkuð klárt að íslenskur skuldabréfamarkaður þarf að velja um annaðhvort að treysta á innlent lánshæfismatsfyrirtæki eða halda áfram með óbreyttu sniði þar sem allir meta alla? Væntanlega er ekki þörf á alþjóðlegu fyrirtæki til að meta lánshæfi fyrir innlendar útgáfur. Innlendi markaðurinn er líka þannig uppbyggður að fyrir útgáfur í krónum þarf að nota landsbundinn / innlendan (national) einkunnarskala þar sem hér er sjálfstæð mynt og ríkissjóður er ekki bestu eða næstbestu alþjóðlega einkunn. Einkunnir, greiðslufallslíkur og vaxtaálag miða þá við álag á ríki og þannig hægt að meta útgefendur út frá bestu einkunn (i.AAA) í stað einkunnar ríkissjóðs í fjármögnun utan landssteinanna.

Quality of ratings is only as good as the disclosure and auditing regime

Contribution from Henrik Raber – Global Head of Capital Markets, Standard Chartered

Credit rating agencies can help disseminate information to bond investors. Should issuers choose to have their bond issuances rated, credit rating agencies provide an independent evaluation of issuers' accounts and the legal agreements governing the bond issuances to determine the overall creditworthiness and likelihood of default. Issuers can also enhance the credit quality of their issuances by seeking various forms of guarantee. Examples include partial-credit guarantees from the government or international organizations, financial guarantees from bond insurers (i.e. "wrapping" their bonds) and collateral guarantees, such as asset-backed securities.

Issuers can choose to have their bonds rated by a local credit-rating agency, an international credit-rating agency, or both. Although international rating agencies can work in nearly every country and provide greater standardization of ratings across markets, issuers may select a local rating agency due to:

- Lower fees: local rating agencies generally have lower staff costs and fees
- Language: local rating agencies are more likely to have analysts who speak the local language
- Operating environment: idiosyncrasies of the country's operating environment may be more familiar to local analysts

However, investors have expressed certain concerns with ratings from local agencies. First, some local rating agencies publish only a summary of their analysis. The detailed analysis – which may contain adverse comments – is provided by local convention only to the issuer. Second, local rating agencies are commercially incentivized to issue ratings based on the information that they receive, which may be limited, rather than the detailed and audited financial information that they would prefer.

In contrast, international rating agencies may simply refuse to rate issuers who provide insufficient information. Local agencies may not have that luxury because their businesses may depend entirely on domestic issuers that operate in an environment of poor disclosure. This tension between the commercial and analytical aspects of local rating agencies is heightened during economic downturns.

Many of the local agencies' clients are impacted by the same market cycles, and severe ratings downgrades amid an economic downturn could alienate clients. Rating agencies focused on any one country can only be as good as the disclosure and auditing regime in that country.

Source: World Economic Forum; Oliver Wyman

Fyrirvarar útgáfu

Þær skoðanir og spár sem hér koma fram eru byggðar á almennum upplýsingum sem Reitun hefur undir höndum þegar skýrslan er rituð. Helstu heimildir eru ársskýrslur, afkomufundir og hluthafafundir auk annarra opinberra upplýsinga sem birst hafa í fjölmiðlum og á öðrum vettvangi. Upplýsingar í umfjöllun eru einungis birtar í upplýsingarskyni og þær ber ekki að skoða sem tilboð á einn eða annan hátt. Skoðanir og spár geta breyst án fyrirvara. 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. Reitun og starfsmenn félagsins taka ekki ábyrgð á því ef að gengi einstakra skuldabréfa sem félagið mælir með kaupum á kunni að lækka og öfugt.

Reitun, starfsmenn Reitunar, stjórnarmenn eða aðilar tengdir Reitun kunna að eiga hagsmuna að gæta varðandi einstök félög sem greiningar, lánshæfismatsskýrslur og annað útgáfuefni Reitunar lýtur að hverju sinni. Hagsmunir kunna að vera ýmsir t.d. sem hluthafar eða ráðgjafar í einstaka félögum, eða hagsmunir sem lúta að annari veittri þjónustu.

© Copyright 2015 by Reitun.

All rights reserved.

Reitun á höfundarrétt að öllum þeim upplýsingum sem fram koma í þessari skýrslu, nema annað sé sérstaklega tekið fram. Það er með öllu óheimilt að birta upplýsingar sem fram koma í þessari skýrslu, dreifa þeim, afrita þær eða nota þær með öðrum hætti án skriflegs samþykkis Reitunar.

