

Vedlegg
Kommunalbankens brev av 07.01.08

Fylkesmannen i Rogaland
Postboks 59
4001 Stavanger

07.01.2007

Lovlighetskontroll av kommunal finansforvaltning

Det vises til brev fra Fylkesmannen i Sogn og Fjordane på vegne av Fylkesmannen i Nordland, Sogn og Fjordane, Rogaland og Vest Agder datert 7. desember dette år, hvor Kommunalbanken blir bedt om å gjøre en vurdering av i hvilken grad de åtte omtalte kommunene har plassert midler i finansielle instrument i strid med kommuneloven § 52, hvor det heter at kommunene skal forvalte sine midler *"slik at tilfredsstillende avkastning kan oppnås, uten at det innebærer vesentlig finansiell risiko."* Kommunalbanken bes i den anledning vurdere de ulike plasseringene i forhold til den markedssituasjon som var kjent på tidspunktet for den enkelte avtale eller det enkelte obligasjonskjøp, og om mulig karakterisere risikonivået ved den enkelte plassering, samt informere om rating-systemet, om risikostyring og om mulig hvordan de ulike finansielle instrumentene normalt blir klassifisert i forhold til risikoelementet.

Denne betenkningen er basert på oversendt dokumentasjon fra Fylkesmannen i Rogaland, og konklusjonene som trekkes er basert på at dette materialet gir et godt bilde av den informasjonen Haugesund kommune besatt når det gjelder risikofaktorer knyttet til de ulike investeringene. Eventuell annen skriftlig eller muntlig informasjon som måtte være mottatt er nødvendigvis ikke tatt hensyn til i denne betenkningen. Det er i dette dokumentet heller ikke tatt direkte stilling til Terras rolle som rådgiver og megler, og det henvises i så måte til Kredittilsynets uttalelse, som klart understreker den mangel på grundighet som preger deler av deres kommunikasjon.

Sammendrag

Lovlighetskontrollen er gjennomført ved at risikoen ved de ulike produktene er brutt ned til de typer finansiell risiko som er definert i forskrift om kommuners og fylkes-kommuners finansforvaltning, for deretter å bli vurdert om den er å anse som vesentlig finansiell risiko. I tråd med den nevnte forskriften er det tatt høyde for at det kan godtas en noe lavere likviditet i bytte mot muligheten for en noe høyere avkastning på lang sikt for langsiktige finansielle aktiva, dog fortsatt uten at det tas en finansiell risiko som anses vesentlig.

Det er utvilsomt at Haugesund kommune har brutt kommunelovens § 52 ved å påta seg vesentlig finansiell risiko.

Risikofaktorer

I forskrift om kommuners og fylkeskommuners finansforvaltning defineres følgende typer av finansiell risiko,

- Kredittrisiko** Kredittrisiko representerer faren for at låntaker, eller motparten i en derivatkontrakt, ikke betaler tilbake hele eller deler av lånet (inkludert rentene).
- Markedsrisiko** Risikoen for tap som følge av endringer i priser og kurssvingninger i de markedene kommunene er eksponert.
- Renterisiko** Renterisiko representerer risikoen for at verdien på lån og plasseringer i rentebærende verdipapirer endrer seg når renten endrer seg. Går renten opp, går verdien av plasseringer i rentebærende verdipapirer ned (og motsatt).
- Likviditetsrisiko** Likviditetsrisiko representerer faren for at midler ikke kan transformeres til kontanter i løpet av en rimelig tidsperiode.
- Valutarisiko** Valutarisiko representerer risikoen for tap pga. kurssvingninger i valutamarkedet.

Systematisk risiko i aksjemarkedet (generell markedsrisiko)

Systematisk risiko er forbundet med sannsynligheten for at det aktuelle aksjemarkedet vil stige eller falle - både på kort og lang sikt.

Usystematisk risiko i aksjemarkedet (selskapsrisiko)

Usystematisk risiko er forbundet med risikoen for at verdien av det aktuelle investeringsobjekt (selskap) en investerer i, vil stige eller falle i forhold til verdien på markedet - både på kort og lang sikt.

De aktuelle risikofaktorene vil bli gjennomgått for hver av de transaksjonene som etterses nærmere. Den finansielle risikoen for disse transaksjonene vil i all hovedsak konsentrere seg rundt kredittrisiko, markedsrisiko og likviditetsrisiko.

Ratingsystemer

Kredittrater utarbeides av flere uavhengige, internasjonale ratingbyråer¹, og er et mål for betalingsdyktighet og/eller konkurssansynlighet. I tillegg utfører en del finans-institusjoner egne kredittrater basert på tilsvarende metoder, hvilket for eksempel flere norske banker og meglerforetak foretar for norske sparebanker. Disse ratingene er ikke like anerkjente som de fra ratingbyråene, hvilket også understrekes av at Kredittilsynet kun anerkjenner følgende ratingselskaper: Standard & Poors, Moody's, Fitch og DBRS Hovedratingkategoriene med tilhørende forklaring er presentert i vedlegg 1.

Det er viktig å huske at kredittrater utelukkende er et estimat for betalingsdyktighet og/eller konkurssansynlighet, og derfor kun adresserer det første av de fem ovennevnte risikofaktorene som omhandlet obligasjonsinvesteringer, kredittrisiko. En risikovurdering av en investering må derfor ikke utelukkende baseres på investeringsobjektets kredittrating.

Vurdering av investeringer i Haugesund kommune

Kommunalbanken har kun analysert risikoen i de investeringene som er omtalt i oversendt materiell fra Fylkesmannen i Rogaland.

Nullkupongswapper

Det finansielle grunnlaget for de investeringene som etterses i denne utredningen er basert på nullkupongswapper som Haugesund har inngått, hvor fremtidige kraftrelaterede inntekter byttes mot en utbetaling i dag. Da lovligheten av slike transaksjoner ble belyst av Kommunal og regionaldepartementet i forbindelse med en tilsvarende sak i Vik kommune, hvor det ble konkludert med at siden det her var snakk om fremskyting av fremtidige kraftinntekter var dette ikke å anse som likestilt med et lån, kommenteres ikke lovligheten av denne transaksjonen, selv om en avtale om å motta penger nå mot å tilbakebetale beløpet frem i tid synes å ha de samme karakteristikken til et lån, og som således ikke vil være egnet som grunnlag for finansielle investeringer i henhold til kommunelovens § 50².

CLN (Credit Linked Note)

Det fremkommer av de transaksjonsoversikter Kommunalbanken har mottatt at Haugesund har investert 231 millioner kroner i en CLN-obligasjon med navn Cloverie High Volatility. En CLN er en struktur hvor et antall obligasjoner, eller CDS'er³ i syntetiske CLN'er slik som Cloverie High Volatility, fra mange ulike utstedere settes sammen til en struktur hvor alle investorene mottar en lik avkastning og står ovenfor en lik kredittrisiko. Dersom en av

¹ Standard & Poor's, Moody's og Fitch er ansett som de mest anerkjente kredittratingbyråene.

² I år 2000 ble lovens opprinnelige formulering "kapitalformål" erstattet, og dermed ble lånefinansiering av eksempelvis verdipapirer avskåret.

³ Credit Default Swap (CDS) er et instrument hvor selger mottar et periodisk beløp så lenge en bestemt tredjepart ikke er konkurs mot en forpliktelse til å utbetale et definert beløp dersom tredjeparten går konkurs. CDS'er har i de senere år blitt meget populære ved sammensetninger av strukturerte kreditt-produkter, da det er enklere å lage store kredittporteføljer ved å lage nye CDS'er enn å måtte ut i markedet for å kjøpe bestemte størrelser av bestemte obligasjoner fra gitte utstedere.

utstederne går konkurs, vil alle investorene miste en tilsvarende del av sin hovedstol (konkurs hos en av hundre navn i porteføljen medfører en nedskrivning av hovedstolen på en prosent⁴).

Kreditrisiko

Kreditrisikoen til denne CLN'en er gitt av hvilke utstedere som er inkludert i strukturen, samt Statskraft fordi en av deres obligasjoner er benyttet som underliggende investering for denne syntetiske CLN'en. Det vil si at Haugesund kommune har kreditrisiko mot Statskraft for hele det investerte beløpet, samt at man for motpartene i CLN-porteføljen har kreditrisiko i henhold til deres andel av totalporteføljen og til sammen lik det investerte beløpet. Statskraft var ratet Baa2 fra Moody's og BBB+ fra Standard & Poor's på investeringstidspunktet⁵, hvilket i følge definisjonene fra disse ratingbyråene betyr at *"utstederen har tilfredsstillende finansiell sikkerhet. Likevel kan visse beskyttende elementer mangle eller være upålitelige over en lengre tidsperiode."* Kommunalbanken har ellers mottatt materiell fra Haugesund kommune som leder til en forståelse av at det var 30 motparter i CLN-porteføljen. Gitt at alle motpartene representerer 1/30 del av den totale porteføljen, vil en eventuell konkurs hos en av motpartene føre til at Haugesund kommune mister 3,3 % av investert beløp. Det vil derfor være kreditrisikoen til de svakeste utstederne som er inkludert i porteføljen som vil være drivende for kreditrisikoen i hele strukturen. Den laveste rating av motpartene inkludert i CLN-porteføljen er BBB-, altså så vidt 'investment grade'. Disse 30 motpartene er valgt da disse betaler høyest margin av de 125 mest omsatte CDS'ene i Europa.

Likviditetsrisiko

Det gjelder for en CLN at likviditeten gjennomgående er noe lavere for et strukturert produkt sammenlignet med enkeltobligasjoner. CLN er likevel i utgangspunktet en ganske oversiktlig struktur, så det bør kunne finnes annenhåndsmarked for slike investeringer selv om selger må legge til grunn mye større differanse mellom kjøps- og salgs-kurs for et slikt produkt enn vanlige obligasjoner.

Konklusjon

Det kan ut fra de opplysninger som er oppgitt rundt CLN-investeringene til Haugesund kommune ikke klart slutes at disse investeringene representerer vesentlig finansiell risiko. Det er imidlertid rimelig å konkludere at kombinasjonen av kreditrisikoen til Statskraft, ratet Baa2/BBB+, og kreditrisikoen til CLN'en, drevet av BBB- ratede selskaper, var i høyeste laget. Likviditetsrisikoen peker også mot at dette er et produkt som egner seg klart best til å holdes til forfall⁶, hvilket betyr at kommunen burde tatt høyde for en viss forverring av andre risikofaktorer uten at dette skulle måtte føre til et salg.

Collateralized Debt Obligation (CDO)

Våren 2006 solgte Haugesund CLN-investeringen og investerte 227 millioner en CDO med navn Libretto. Ifølge S&P, Moodys samt prospektet til denne CDO'en har den ingen kreditrating.

⁴ Det reelle tapet kan bli noe mindre avhengig av eventuelle verdier som er igjen i konkursboet i strukturer som er basert på obligasjoner, mens det gjerne er predefinert i strukturer som benytter CDS'er.

⁵ Statskraft ble oppgradert til Baa1 av Moody's den 15. desember 2005.

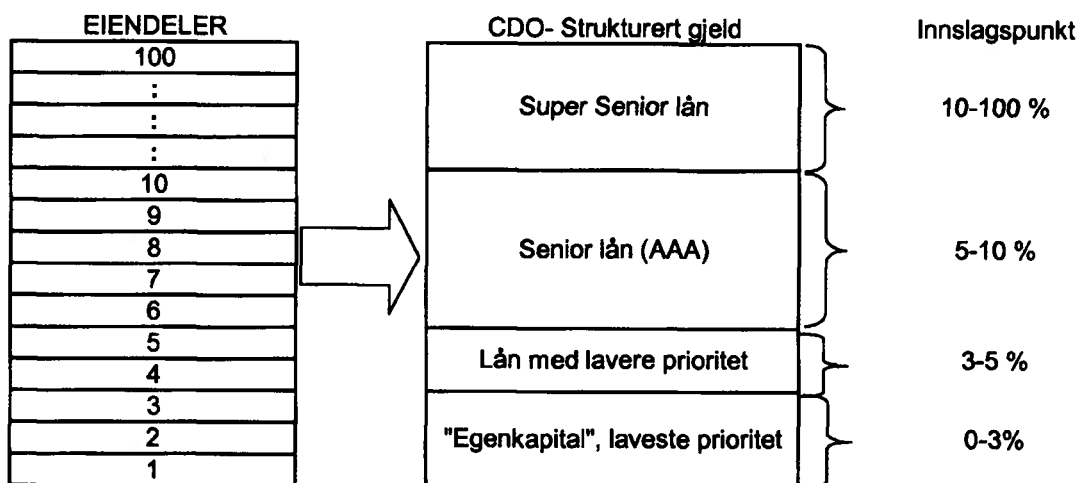
⁶ I tråd med merknadene til Forskrift om kommuners og fylkes-kommuners finansforvaltning om at en noe lavere likviditet kan forsvares i bytte mot muligheten for en noe høyere avkastning på lang sikt for langsiktige finansielle aktiva.

Kredittrisiko

Haugesund har investert i CDO obligasjoner uten kredittrating fra noen av de anerkjente kredittratingbyråene. At en ikke har rating for et produkt som er til de grader avhengig av kredittrisiko i underliggende portefølje er svært uvanlig med mindre investorer har gjort en meget grundig simulering av underliggende aktiva på forhånd med tilgang til alt relevant materiale.

I praksis er det banker som er de største kjøperne av CDO papirer, og disse bankene investerer primært i AAA ratede transjer. Noen få (svært sofistikerte) banker vil gå ned til AA eller A for en svært liten andel av porteføljen (typisk ikke mer enn 5 % av porteføljen lavere enn AAA). Dette til tross for at de fleste banker gjerne kan investere i singel A eller lavere for vanlige selskapsobligasjoner.

I en CDO har man en ikke-lineær effekt som nesten kan sammenlignes med at man har lånefinansiert investeringen. Dette gjøres ved at ulike investorgrupper har ulik grad av eksponering mot tap som oppstår i porteføljen, og at noen investorer risikerer å tape hele sitt investerte beløp selv om for eksempel kun 5 % av underliggende portefølje har gått konkurs, mens andre investorer tåler 10 prosent konkurser før deres hovedstol begynner å nedskrives. Figuren under gir en forenklet, skjematisk oversikt over en potensiell CDO-struktur.



Figur 1. Forenklet skjematisk fremstilling av en potensiell CDO struktur.

I illustrasjonen over er CDO strukturen bygd opp ved at 100 obligasjoner, eller mer vanlig at 100 CDS'er med en underliggende obligasjon, legges i en portefølje, på lik linje med det som ble gjort for en CLN. Det som gjør CDO'en annerledes, er at investorene her deles inn i ulike grupperinger, hvor de i kategori 1 i eksempelet over, tar alle tap i porteføljen opp til 3 prosent av totalverdien. Det betyr at dersom man antar ingen restverdier i boene, vil disse investorene tape en tredjedel av sin investering for hver av de tre første konkursene, og dermed ha mistet hele sin investering om tre konkurser forekommer blant de opprinnelige hundre selskapene. Deretter taper neste gruppe investorer halvparten av sin investering for hver av de to neste konkursene og så videre. Denne strukturen gjør at alle investorer unntatt gruppe 1 vil tåle noen konkurser før de taper deler av hovedstolen, men dersom de først taper, så ryker store deler av investeringen per ekstra konkurs. Dersom man først ser en konkurs i en slik struktur det første året, sier en tommelfingerregel at den A ratede tranchen blir nedgradert til BB rating⁷, hvilket i følge definisjonene i vedlegg 2 tilsier en tvilsom finansiell sikkerhet.

⁷ Kilde: Lehman Brothers, *Examining the rating stability of synthetic CDOs*

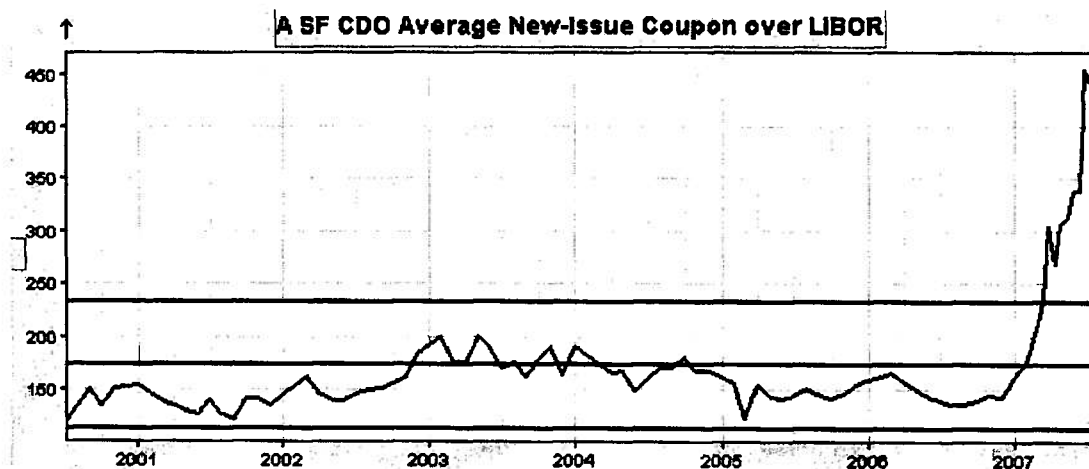
Ratingselskapene forsvarer de gode opprinnelige ratingene med å påpeke at CDO'er typisk blir nedgradert sjelden, men mye når den først blir nedgradert. Dette i forhold til vanlige obligasjoner som gjerne kan bli nedgradert oftere men ikke like mye⁸.

Likviditetsrisiko

En CDO har en svært høy systematisk risiko, noe som vil si at når den først får kredittproblemer vil gjerne også mange andre CDOer få samme problemene. Dette skyldes at det tross alt er et begrenset antall internasjonale utstedere med tilstrekkelig god kredittrating tilgjengelig i markedet, hvilket betyr at slike utstedere typisk inngår i et stort antall CDOer. Når et selskap går konkurs, vil derfor mange CDOer rammes, noe som igjen fører til at man har flere selgere enn kjøpere. Siden CDOer i utgangspunktet er et produkt med svært dårlig likviditet, vil man kunne få betydelige problemer med å selge seg ut når en CDO har blitt nedgradert under de ratingnivåer kommunen anser som kritiske. Man vil da se at markedsverdien faller mye mer og mye fortere enn verdien på tilsvarende ratede selskapsobligasjoner. Av denne grunn vil det lille utvalget av investorer som føler seg bekvem med å kjøpe CDOer primært fokusere på AAA CDO trancher. Det fåtall investorer som kjøper singel A CDO'er er typisk svært risikovillig og tilsvarende sofistikerte.

Prising av CDOer

Det er svært vanskelig for utenforstående å prise en CDO, men som et utgangspunkt kan man sammenligne marginen som betales over Libor (eller Nibor) for strukturer med samme rating. Grafen under viser gjennomsnitt margin som betales i forhold til nye utstedelser og kan grovt brukes som input for å finne markedspris.



Figur 2. Gjennomsnittlig ny utstedelsesspread over libor for A ratede CDO trancher.

Som man ser er har marginen økt kraftig siden 2005, noe som indikerer at denne CDOen trolig har falt kraftig i pris. Verdsetting av CDOer er for øvrig et meget debattert tema blant verdens investeringsbanker for tiden, og for å finne en reell pris må man nok ut i markedet og prøve å selge CDOen. Dersom man beholder CDOen til forfall, og det ikke forekommer noen konkurser på underliggende aktiva, vil man ikke tape noe.

Konklusjon

Isolert sett er markedsrisikoen i en CDO ikke nødvendigvis fremtredende, mens likviditetsrisikoen er svært høy. Kredittrisikoen kan være betydelig, og siden den aktuelle

⁸ Kilde: Moody's

investeringen er gjort uten en kredittrating, er det vanskelig å kvantifisere denne risikoen ytterligere. Kombinasjonen av potensielt meget betydelig kredittrisiko og svært høy likviditetsrisiko gjør at en investering i en uratet CDO tranche må anses å innebære en vesentlig finansiell risiko.

Bruk av meglere

Haugesund kommune har så langt det fremkommer i den dokumentasjonen Kommunalbanken har mottatt, utelukkende benyttet Terra som megler av de ulike transaksjonene som er gjort. Det stilles her store spørsmål ved om dette kan være en betryggende forvaltning av kommunens midler, selv om det i utgangspunktet var Terra som presenterte den omtalte idéen om å fremdiskontere fremtidige kraftinntekter. De omtalte produktene er både spesialiserte og til dels betydelig strukturerte, hvor det ikke nødvendigvis er intuitivt for kommunen selv å utlede hva korrekt markedspris er, og hvor tilgang til priser fra ulike tilbydere derfor er helt vesentlig for at kommunen skal kunne gjøre seg opp en mening om riktig pris både ved kjøp og salg. Det bør her også tillegges at tilrettelegging av strukturerte produkter som CLN og CDO ligger utenfor Terras kompetanse- og kjerneområdet, og at de utlukkende viderefremidler produkter utviklet av andre finansinstitusjoner. Kommunen bør da ha et bevisst forhold til om de tjenester Terra leverer i forbindelse med denne viderefremdlingen forsvarer den merkostnad dette innebærer.

Et annet trekk ved Haugesund kommunes forvaltning av disse fremdiskonterte kraftinntektene det bør rettes søkelys mot, er handlings- og restruktureringshyppigheten. Det påpekes ved gjennomgangen av både CLN og CDO investeringen at dette er papirer med til dels svært begrenset likviditet, og at det dermed er instrumenter som kun egner seg til investeringer hvor man med stor sannsynlighet vil sitte til forfall. Dersom man ser for seg en mer aktiv forvaltning av porteføljen, må viktigheten av produktenes likviditet tillegges vesentlig større vekt ved anskaffelse. Dette fordi man ved hvert salg av en mindre likvid plassering løper risikoen av å måtte gi en ikke ubetydelig likviditetsrabatt, og dermed miste den merverdien man i utgangspunktet ønsket å oppnå ved å søke eksponering mot en bestemt kredittklasse eller et bestemt marked.

Forskrift om offentlige anskaffelser får ikke anvendelse på kontrakter om finansielle tjenester i forbindelse med emisjon, kjøp, salg og overtagelse av verdipapirer eller andre finansielle instrumenter, jmf. veileder til reglene om offentlige anskaffelser. Selv om de finansielle investeringene ikke er omfattet av forskriften presiserer veilederen at: *"Selv om en anskaffelse er omfattet av et av unntakene, kommer lov om offentlige anskaffelser som hovedregel til anvendelse. Det vil si at oppdragsgiver må følge de grunnleggende kravene i lovens § 5 om konkurranse, likebehandling, gjennomsiktighet, etterprøvnbarhet osv"*.

Haugesund kommune burde derfor av hensyn til lovverk og for å sikre seg best mulige betingelser forhørt seg med flere tilbydere om hver enkelt av investeringene de gjorde. Det kan virke uheldig at en aktør som har "monopol" på rådgivningen mot kommunen også har en slags enerett på å være tilbyder av tjenestene.

Konklusjon

Kommunalbankens vurdering av i hvilken grad Haugesund kommune har plassert midler i finansielle instrument i strid med kommuneloven § 52, hvor det heter at kommunene skal forvalte sine midler *"slik at tilfredsstillende avkastning kan oppnås, uten at det innebærer vesentlig finansiell risiko"*, konkluderer med at Haugesund kommune har brutt § 52 i forbindelse med investeringer i CDO trancher uten kredittrating.

Vennlig hilsen,

Petter Skouen
Adm. dir.

Martin Spillum
Finanssjef

Vedlegg 1 - Ratingdefinisjoner

Ratingdefinisjonene i dette vedlegget baserer seg på klassifiseringene fra de to ledende kredittratingselskapene, Standard & Poor's og Moody's. Det er vanlig at det settes på +/- eller 1/2/3 for å indikere om ratingen ligger i øvre eller nedre sjikt av ratingklassen.

Utstedere rated AAA og AA utgjør til sammen det som omtales som high-grade utstedere.

AAA/Aaa

Utstedere ratet AAA har en eksepsjonell finansiell sikkerhet.

AA/Aa

Utstedere ratet AA har en meget god finansiell sikkerhet, og det er kun en noe høyere langsiktig risiko som skiller dem fra øverste rating-klasse.

Utstedere rated A og BBB er mindre kredittverdige enn high-grade utstedere, men anses fortsatt for å være investment-grade.

A

Utstedere ratet A har god finansiell sikkerhet. De er likevel mer tilbøyelig til å bli negativt påvirket av forandringer i rammebetingelser eller konjunkturer enn høyere ratede utstedere.

BBB/Baa

Utstedere ratet BBB har tilfredsstillende finansiell sikkerhet. Likevel kan visse beskyttende elementer mangle eller være upålitelige over en lengre tidsperiode.

Utstedere ratet BB, B, CCC, CC og C antas å ha betydelig spekulativ karakter. Disse klassene utgjør til sammen det som omtales som high-yield utstedere.

BB/Ba

Utstedere ratet BB har tvilsom finansiell sikkerhet. Utsteder har ofte moderat eller ikke godt sikret mulighet til å møte fremtidige forpliktelser.

B

Utstedere ratet B har svak finansiell sikkerhet. Sikkerhet for betaling av forpliktelser i et lengre tidsperspektiv er små.

CCC/Caa

Utstedere ratet CCC har meget svak finansiell sikkerhet. Utsteder kan ha brutt betalingsforpliktelser og avhenger av fordelaktige forretningsmessige, finansielle og økonomiske for å overholde sine forpliktelser fremover.

CC/Ca

Utstedere ratet CC har ekstremt svak finansiell sikkerhet. Utsteder har gjerne brutt betalingsforpliktelser .

C

Utstedere ratet C har den lavest oppnåelige rating, og er typisk konkurs med lave utsikter for overlevelse.