



Haugesund kommune  
postboks 2160  
5504 Haugesund

## **Haugesund kommune - lovlighetskontroll av finansforvaltningsreglement og investeringsavgjørelser - Terra Securities ASA**

Kommunal- og regionaldepartementet (KRD) har i brev av 22.11.07 bedt Fylkesmannen om å gjennomføre lovlighetskontroll med hjemmel i kommunelovens § 59 av Haugesund kommunes finansforvaltningsreglement og vurdere om avtalen som kommunen har inngått er i samsvar med reglementet.

Fylkesmannens konklusjon i saken er at vedtakene knyttet til de aktuelle investeringene er ugyldige.

Fylkesmannen legger til grunn at departementet har bedt oss om å vurdere saken i forhold til kommunelovens § 52. Om forholdet til § 50 i kommuneloven heter det i departementets brev av 03.12.07: "Når det gjelder spørsmålet om finansielt salg av konsesjonskraft er å anse som lån, viser departementet til at lovligheten av dette spørsmålet ble vurdert ved departementets brev av 20. september 2002 til Vik kommune. På denne bakgrunn er det ikke naturlig at fylkesmannen nå vurderer spørsmålet, som bør sees i sammenheng med departementets arbeid med saken". Vi gjør likevel oppmerksom på at det her dreier seg om disponering av utbytte og renter av ansvarlig lån, ikke konsesjonskraft.

### **Bakgrunn for saken**

Fylkesmannen har i brev av 23.11.07 bedt om å få tilsendt kommunens finansforvaltningsreglement, kopi av de avtaler som er inngått og vedtak med saksframlegg. Kommunen har oversendt dette i brev av 03.12.07 og ettersendt noe ytterligere dokumentasjon som vedlegg til e-post av 12.12.07. Vi har også mottatt en del supplerende dokumentasjon via e-post 15.01.08.

Vi legger til grunn at alt tilgjengelig og relevant materiale er innsendt.

Fylkesmannen har brukt sakkyndig bistand fra Kommunalbanken, jf. betenkning fra banken datert 07.01.08. Det gis her informasjon om risikofaktorer, ratingsystem og vurdering av investeringene kommunen har gjort. I tillegg er bruken av Terra Securities som eksklusiv megler og rådgiver omtalt.

Bystyret vedtok i møtet 25.02.04 "Finansstrategi for Haugesund kommune" som er ment å fylle kravene i kommunelovens § 52 til finansforvaltningsreglement.

Bystyret behandlet i samme møte sak om "Rekonstruering av utbytte fra Haugaland Kraft" (HK). Det ble her vedtatt å plassere en betalingsstrøm fra HK i finansmarkedet som skissert i saksframlegget. Etter et benkeforslag ble det vedtatt at valg av megler skulle foretas av rådmannen etter anbuds/tilbudskonkurranse. Bakgrunnen for saken var at eierkommunene etter en aksjonæravtale årlig skulle få utbetalt 112,5 mill kr i utbytte og renter av ansvarlig lån til og med 2011. Haugesund kommunes andel var 35,6 mill kr.

Det skisserte opplegget bestod i at "på vegne av kommunen tas det opp et beløp (nåverdi) via en nullkupongswap fra finansmarkedet basert på den avtalte pengestrøm fra Haugaland Kraft" (saksframlegg datert 12.01.04). Den frigjorte nåverdien skulle plasseres tilbake til finansmarkedet i rentebærende verdipapirer med lav risiko, i praksis gjennom kjøp av en CLN-obligasjon (Credit Linked Note) med pålydende opprinnelig 231 mill kr. Anslått meravkastning var 20 mill kr over 8 år. Det heter i saksframlegget at "dette innebærer noe høyere risiko, men jeg mener at risikoen er akseptabel".

Det framgår også av saksframlegget at kommunen hadde brukt Terra Fonds ASA som rådgiver ettersom de hadde vært rådgiver for andre kommuner som hadde gjennomført tilsvarende transaksjoner. Selv om det var vedtak i bystyret om anbuds/tilbudskonkurranse, framgår det av sakens dokumentasjon at man på administrativt hold senere ble enige om ikke å gjennomføre dette. I mandatavtalen mellom kommunen som oppdragsgiver og Terra Fonds ASA som tilrettelegger, datert 26.05.04, er tilrettelegger gitt eksklusiv rett til å bistå oppdragsgiver som rådgiver og tilrettelegger i gjennomføringen av prosessen.

Om lovmessigheten av nullkupongswapen ble det vist til et brev fra KRD til Vik kommune av 20.09.02 om finansielt salg av konsesjonskraft.

I 1. tertialrapport for 2006, behandlet i bystyret 14.06.06, pkt. 15 ble det i tillegg til ordinær budsjetterrapportering gjort rede for et tap på 3,5 mill kr pga. konkurs i et av selskapene obligasjonen var eksponert mot. Det framgår videre at kapitalen var flyttet fra CLN til en CDO (Collateralized Debt Obligation) kalt Libretto Capital, med sikte på redusert risiko. I brev av 06.04.06 har rådmannen gitt Terra Securities fullmakt til å gjennomføre denne transaksjonen. I den nye obligasjonen er løpetiden forlenget til 2013 uten at dette er omtalt.

Kommunen har ikke vært registrert i Robek i den aktuelle perioden, jf. kommunelovens § 60 nr. 3, slik at kommunen dermed ikke har vært underlagt kontroll med økonomiske disposisjoner.

#### **Sakens juridiske sider:**

Etter kommunelovens § 59 nr. 5 kan departementet ta avgjørelse opp til lovlighetskontroll av eget tiltak.

Departementets myndighet etter kommunelovens § 59 er delegert til Fylkesmannen ved Kommunal- og arbeidsdepartementets beslutning av 23.12.92.

Bestemmelsens nr. 4 har slik ordlyd:

“Ved lovlighetskontroll skal det tas stilling til om avgjørelsen

- a. er innholdsmessig lovlig,
- b. er truffet av noen som har myndighet til å treffe slik avgjørelse
- c. er blitt til på lovlig måte

Departementet skal oppheve avgjørelsen hvis det er gjort slike feil at den er ugyldig.”

Saken tas opp på bakgrunn av at KRD i brev av 22.11.07 ber om at Fylkesmannen ”med hjemmel i kommunelovens § 59 gjennomfører lovlighetskontroll av Haugesund kommunes finansforvaltningsreglement, samt vurderer om den nevnte avtalen som kommunen har inngått, er i tråd med reglementet”.

Etter kommunelovens § 52 skal kommuner forvalte sine midler slik at tilfredsstillende avkastning kan oppnås, uten at det innebærer vesentlig finansiell risiko. Kommunen skal også gi regler for kommunens finansforvaltning.

Fylkesmannen vil etter dette foreta lovlighetskontroll med følgende avgjørelser:

1. Finansstrategi for Haugesund kommune vedtatt i bystyret 25.02.04.
2. Rekonstruering av utbytte fra Haugaland Kraft, vedtatt i bystyret 25.02.04
3. Rekonstruering av utbytte fra Haugaland Kraft. Fullmakt til overgang fra CLN til CDO, administrativt vedtak av 06.04.06.

#### 1. Finansstrategi/finansreglement vedtatt i bystyret 25.02.04.

Kommunen skal etter kommunelovens § 52 gi regler for kommunens finansforvaltning. I følge Forskrift om kommuner og fylkeskommuners finansforvaltning § 5, skal kommunestyret la uavhengig kompetanse vurdere rutinene som er etablert for å vurdere finansiell risiko og reglementet for finansforvaltningen. Slik uavhengig kompetanse kan være kommunerevisjonen, forutsatt at revisjonen har nødvendig kompetanse på finansiell risiko. Etter forvaltningslovens § 17 skal forvaltningsorganet påse at saken er så godt opplyst som mulig før vedtak treffes. Forslaget til finansreglement skulle derfor vært kvalitetssikret før endelig vedtak ble truffet. Fylkesmannen konstaterer at det ikke er dokumentert at finansreglementet er kvalitetssikret.

Reglementets pkt. 4.1 har slik ordlyd:

”Haugesund kommune har i utgangspunktet ikke midler til langsiktig forvaltning. Det fremmes egen sak om plassering av kontantstrømmer fra Haugaland Kraft da denne avviker noe fra reglementet. Dersom det for øvrig blir aktuelt med langsiktig forvaltning i fremtiden, skal det etableres finansstrategi for slike midler.”

Det er etter dette særlig vedtak nr. 2, Rekonstruering av utbytte fra Haugaland Kraft, som har betydning for vurdering av den aktuelle finansielle avtalen. Vi kommer derfor foreløpig ikke nærmere inn på konsekvensene av nevnte mangel ved finansreglementet.

Reglementet (finansstrategien) utløper 31.12.08. Det må derfor uansett utarbeides nytt reglement.

## 2. Rekonstruering av utbytte fra Haugaland Kraft, vedtatt i bystyret 25.02.04.

Dette vedtaket er truffet samtidig med finansreglementet og må ses på som et supplement til dette. Finansforvaltningsforskriften § 5 får derfor også anvendelse på dette vedtaket. Vi viser også til kravet i forvaltningslovens § 17. Dette medfører at uavhengig kompetanse skulle vurdert selve vedtaket og den finansielle risiko dette medførte. Dette var særlig viktig fordi vedtaket angikk en komplisert finansiell konstruksjon. Slike avtaler kan være i strid med kravet i kommunelovens § 52 nr. 3 om at kommuner skal forvalte midler på en måte som ikke medfører vesentlig finansiell risiko.

Det kan se ut som bruken av Terra som eksklusiv megler har virket svært uheldig. Kommunalbanken stiller ”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 videreformidler produkter utviklet av andre finansinstitusjoner”.

I kommunens oversendelsesbrev med underskrevne avtaler av 23.06.04, heter det: ”Det er umulig for oss å sette oss inn i avtalene og kontrollere at disse er i henhold til vår opprinnelige kontrakt. Vi forutsetter derfor at dere tar dette ansvaret og foretar nødvendig kontroll og sikring”.

Dette illustrerer det sterke avhengighetsforholdet kommunen hadde til Terra i denne saken. Vi viser i denne forbindelse også til brevet fra Kredittilsynet til Terra Securities av 27.11.07 med forhåndsvarsel om tilbakekall av løyve etter verdipapirhandeloven.

Alt i alt må det sies å foreligge en saksbehandlingsfeil ved at saken ikke var forsvarlig utredet (kommunelovens § 23, jf. forvaltningslovens § 17).

Når det gjelder kommunelovens § 52, har Kommunalbanken i sin betenkning konkludert med at det, ut fra de opplysninger som er oppgitt rundt CLN-investeringene, ikke kan slutes at disse representerer en vesentlig finansiell risiko, men at kredittrisikoen likevel var i ”høyeste laget”. Etter forvaltningslovens § 41 er et vedtak likevel gyldig dersom det er grunn til å regne med at saksbehandlingsfeilen ikke har virket bestemmende på vedtakets innhold. Fylkesmannen har kommet til at manglende uavhengig vurdering i forkant av vedtaket kan ha hatt betydning for vedtakets innhold, da bystyret som følge av dette ikke har hatt full forståelse av den risiko vedtaket faktisk kunne medføre. Det er på denne bakgrunn grunnlag for å oppheve vedtaket som ugyldig.

Det foreligger også en feil i gjennomføringen ved at rådmannen ikke har fulgt opp bystyrets vedtak om anbuds-/tilbudskonkurranse.

### 3. Rekonstruering av utbytte fra Haugaland Kraft. Fullmakt til overgang fra CLN til CDO, administrativt vedtak av 06.04.06.

Dette vedtaket er formulert som en fullmakt til Terra Securities ASA. Fylkesmannen legger til grunn at dette vedtaket ikke var i samsvar med bystyrets fullmakt til rådmannen i vedtak av 25.02.04, da fullmakten var knyttet opp mot CLN-obligasjoner, valg av megler var ikke foretatt etter anbuds-/tilbudskonkurranse og løpetiden var forlenget. Som nevnt under pkt. 2 foran, må også fullmaktsvedtaket i seg selv anses ugyldig som følge av mangler ved tilblivelsen.

I betenkningen fra Kommunalbanken heter det:

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

Det framgår av betenkningen bl.a. at CDO-en ikke hadde kredittrating fra noen av de anerkjente kredittratingbyråene og at denne type investeringer har en høy systematisk risiko, dvs. når en CDO får problemer vil også mange andre CDO-er få samme problemer. Vi kan ikke finne noe i materialet som tyder på at kommunen var innforstått med risikofaktorene, tvert imot heter det i tertialrapporten, framlagt 14.06.06, at risikoen var redusert.

Fylkesmannen legger til grunn Kommunalbankens konklusjon om at kommunen har brutt kommunelovens § 52 i forbindelse med investeringer i CDO-trancher uten kredittrating.

Det foreligger etter dette grunnlag for å oppheve vedtaket av 06.04.06, da dette må anses å være i strid med kommunelovens § 52, og i tillegg ved at det ikke forelå gyldig fullmakt til rådmannen.

#### **Vedtak**

I medhold av kommunelovens § 59 opphever Fylkesmannen vedtakene knyttet til de aktuelle investeringene (jf. punkt 2 og 3 ovenfor).

Fylkesmannen har ikke innvendinger mot at kommunen bruker forsvarlig tid på å avhende obligasjonen.

Fylkesmannen ber videre om at kommunen utarbeider nytt finansreglement og foretar nødvendig kvalitetssikring.

Fylkesmannen ber om å bli holdt løpende orientert om hva kommunen foretar seg videre i saken.

Harald Thune

Grete E. Øvernes  
avdelingsdirektør

Saksbehandlere: Tor Olav Hauge/Knut Middelthun

**Vedlegg:**

Brev fra Kommunalbanken av 07.01.08

**Kopi:**

Kommunal- og regionaldepartementet  
Haugaland kommunerevisjon  
Fylkesmennene

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

Kredittratinger utarbeides av flere uavhengige, internasjonale ratingbyråer<sup>1</sup>, og er et mål for betalingsdyktighet og/eller konkurssansynlighet. I tillegg utfører en del finans-institusjoner egne kredittratinger 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 kredittratinger 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 kraftrelaterte 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 karakteristikkene til et lån, og som således ikke vil være egnet som grunnlag for finansielle investeringer i henhold til kommunelovens § 50<sup>2</sup>.

### 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'er<sup>3</sup> 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

---

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

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

<sup>3</sup> 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 prosent<sup>4</sup>).

#### *Kredittrisiko*

Kredittrisikoen til denne CLN'en er gitt av hvilke utstedere som er inkludert i strukturen, samt Statkraft fordi en av deres obligasjoner er benyttet som underliggende investering for denne syntetiske CLN'en. Det vil si at Haugesund kommune har kredittrisiko mot Statkraft for hele det investerte beløpet, samt at man for motpartene i CLN-porteføljen har kredittrisiko i henhold til deres andel av totalporteføljen og til sammen lik det investerte beløpet. Statkraft var ratet Baa2 fra Moody's og BBB+ fra Standard & Poor's på investeringstidspunktet<sup>5</sup>, 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 kredittrisikoen til de svakeste utstederne som er inkludert i porteføljen som vil være drivende for kredittrisikoen 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 kredittrisikoen til Statkraft, ratet Baa2/BBB+, og kredittrisikoen 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 forfall<sup>6</sup>, 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 kredittrating.

<sup>4</sup> 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.

<sup>5</sup> Statkraft ble oppgradert til Baa1 av Moody's den 15. desember 2005.

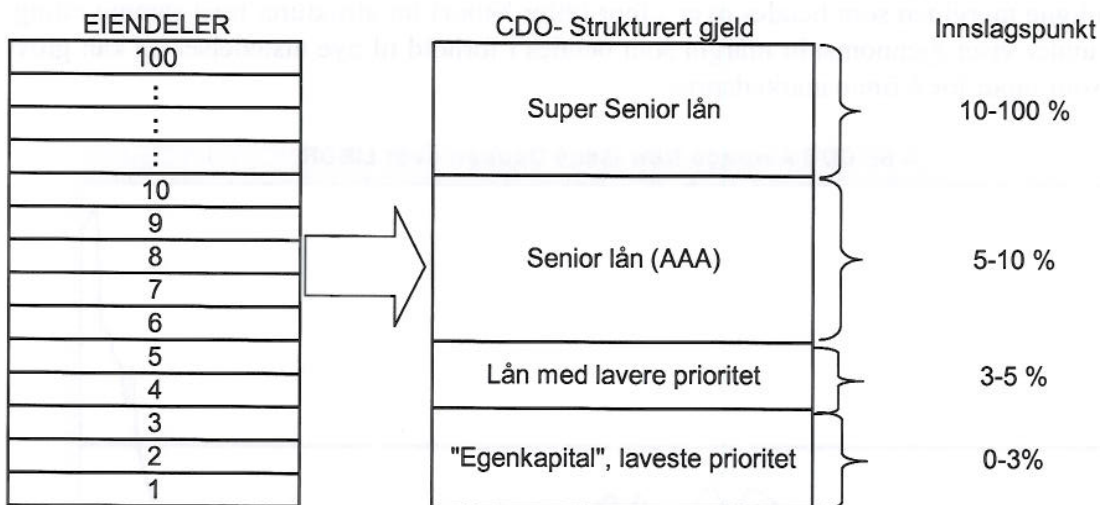
<sup>6</sup> I tråd med merknadene til Forskrift om kommuners og fylkes-kommuners finansforvaltning om at en noe lavere likviditet kan forsvares i bytte mot muligheten for en noe høyere avkastning på lang sikt for langsiktige finansielle aktiva.

### 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 rating<sup>7</sup>, hvilket i følge definisjonene i vedlegg 2 tilsier en tvilsom finansiell sikkerhet.

<sup>7</sup> Kilde: Lehman Brothers, *Examining the rating stability of synthetich CDOs*

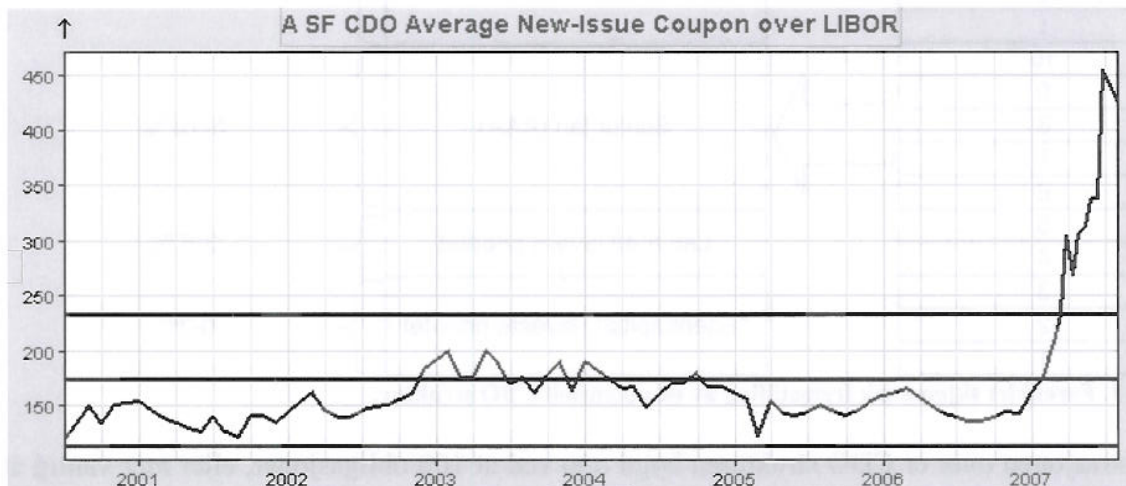
Ratingselskapene forsvarer de gode opprinnelige ratingene med å påpeke at CDO'er typisk blir nedgradert sjelden, men mye når den først blir nedgradert. Dette i forhold til vanlige obligasjoner som gjerne kan bli nedgradert oftere men ikke like mye<sup>8</sup>.

#### *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

<sup>8</sup> 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 videreformidler produkter utviklet av andre finansinstitusjoner. Kommunen bør da ha et bevisst forhold til om de tjenester Terra leverer i forbindelse med denne videreformidlingen 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, jmfør 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.

