



Finansforvaltningen i Trondheim kommune

Delprosjekt 1: Forvaltningsrevisjon av Kraftfondet



Publikasjoner fra Trondheim kommunerevisjon:

F = Forvaltningsrevisjon, R = Regnskapsrevisjon, G = Granskning, N = Notat, S = Selskapskontroll

- 01/2007 - F Offentlige anskaffelser i Trondheim kommune
02/2007 - R Sosiale tjenester
03/2007 - R Sosiale lån
04/2007 - R Bruk av GAT-turnus i Trondheim kommune - kartleggingsprosjekt
05/2007 - F Håndtering av de etiske retningslinjene i Trondheim kommune – hvordan blir disse fulgt opp og brukt?
06/2007 - R Kartlegging av innkjøpsrutiner
07/2007 - F Innføring av miljøledelse i Trondheim kommune
08/2007 - R Revisjonsrapport – Trondheim kommunes årsregnskap 2006
09/2007 - F Enhetslederens kompetanse på de generelle ansvarsområdene
10/2007 - F Forvaltningsrevisjon av Olavshallen AS
11/2007 - F Forvaltningsrevisjon av Trondheim Kino AS
12/2007 - F Trondheim eiendom og offentlige anskaffelser – vedlikehold
- 01/2008 - R Rapport reiseutgifter
02/2008 - R Utfordringer knyttet til innføring av nytt elektronisk barnevernssystem i Trondheim kommune
03/2008 - R Omsorgslønn
04/2008 - F Klagesaksbehandling ved byggesakskontoret
05/2008 – R Offentlige anskaffelser – vedlikehold og konsulenttjenester
06/2008 – R Revisjonsrapport – Trondheim kommunes årsregnskap 2007
07/2008 – F Miljøledelse i Trondheim kommune – implementering på enhetsnivå
08/2008 – N Salg av kommunal grunn på Heimdal – henvendelse fra Heimdal Eiendomsutvikling AS
09/2008 – F Mål- og resultatstyring i Trondheim kommune
10/2008 – F Ny organisering av eiendomsforvaltningen i Trondheim kommune fra 2006 – er målene innfridd?
11/2008 – G Gjennomgang av Kontrollkomiteens sekretariat – *Unntatt offentlighet i hht. Ofl § 5a, jf flv § 13 første ledd pkt 1*
12/2008 – F Olavsfestdagene 2008 – årsaker til underskuddet
13/2008 – R Husleiesystemet BOEI
- 01/2009 – F Næringsareal i Trondheim kommune – tilrettelegging, kjøp og salg
02/2009 – F Skoledagens lengde
03/2009 – F Miljøledelse i Trondheim kommune – kontroll av miljøstyringen for 2008
04/2009 – R Revisjonsrapport – Trondheim kommunes årsregnskap 2008
05/2009 – S Eierskapskontroll av Trondheimsfjorden Interkommunale Havn IKS
06/2009 – F IA-avtalen i Trondheim kommune – rådmannens oppfølging. Delrapport 1
07/2009 – F IA-avtalen i Trondheim kommune – enhetenes oppfølging. Delrapport 2
08/2009 – F Forvaltningsrevisjon av Trondheim byarkiv

For mer informasjon om Trondheim kommunerevisjon og våre rapporter, se:
www.trondheim.kommune/revisjon

Forord


Kontrollkomiteen besluttet i forbindelse med behandlingen av plan for forvaltningsrevisjon 2008 at finansområdet skulle være et prioritert område i komiteens kontroll- og tilsynsarbeid. Bakgrunnen for dette var at kommunen forvalter betydelige midler gjennom kommunens Kraftfond. Fylkesmennenes undersøkelser i Terra-saken bekreftet også at flere kommuner i sin finansforvaltning hadde gått ut over sine fullmakter og tatt for stor finansiell risiko i forhold til kommunelovens bestemmelser.

Siden Trondheim kommune forvalter rundt 6 milliarder kroner gjennom kommunens Kraftfond, og forvalter en gjeldsportefølje på om lag 10 milliarder kroner, valgte Kontrollkomiteen å bestille en todelt gjennomgang av området. Første del vil omfatte gjennomgang av kommunens forvaltning av Kraftfondet (langsiktige finansielle aktiva), mens andre del vil omfatte gjennomgang av kommunens forvaltning av gjeldsporteføljen (passivasiden). Denne rapporten oppsummerer del 1 i revisjons gjennomgang av finansforvaltningen i Trondheim kommune.

Arbeidet med rapporten har foregått i perioden juni 2009 til og med desember 2009.

Arbeidet er utført av Magnar Andersen (prosjektleder), Bjørn Rian, Stig-Ove Kvalsund og Thomas Furunes.

Trondheim, 25. januar 2010


Per Olav Nilsen
revisjonsdirektør


Magnar Andersen
prosjektleder

Innholdsfortegnelse

| | |
|--|-----------|
| 1. Sammen drag | 6 |
| 1.1. Innledning | 6 |
| 1.2. Er kommunens interne retningslinjer i samsvar med lover og forskrifter på finansområdet? | 6 |
| 1.3. Er lov om offentlige anskaffelser fulgt ved kjøp av tjenester?..... | 6 |
| 1.4. Er det etablert tilfredsstillende rutiner for styring, oppfølging og intern kontroll av Kraftfondet? | 7 |
| 1.5. Er de økonomiske føringene for Kraftfondet innfridd?..... | 7 |
| 1.6. Er det tatt vesentlig finansiell risiko ved investering i utvalgte investeringer?..... | 8 |
| 1.6.1. Eiendom | 8 |
| 1.6.2. Collateralized Debt Obligations | 8 |
| 1.7. Andre forhold | 9 |
| 1.7.1. Forholdet til firmaet som solgte CDO'ene | 9 |
| 1.7.2. Investeringer uten prospekt | 9 |
| 1.7.3. Manglende dokumentasjon av beslutningene | 9 |
| 1.7.4. Kunnskap om investeringene | 9 |
| 1.8. Er regnskapsmessig klassifisering riktig og finansiell rapportering tilfredsstillende? | 10 |
| 1.9. Høringen..... | 10 |
| 2. Innledning | 11 |
| 2.1. Bakgrunn og formål | 11 |
| 2.2. Fondets utgangspunkt og organisering | 12 |
| 3. Problemstilling | 13 |
| 3.1. Avgrensning | 13 |
| 4. Metode, revisjonskriterier og begreper | 14 |
| 4.1. Metodisk tilnærming | 14 |
| 4.2. Revisjonskriterier | 15 |
| 4.3. Begrepsdefinisjoner..... | 16 |
| 5. Er kommunens interne retningslinjer i samsvar med lover og forskrifter på finansområdet? | 21 |
| 5.1. Lover og forskrifter | 21 |
| 5.2. Interne retningslinjer | 22 |
| 5.3. Revisjonens vurdering..... | 23 |
| 6. Er lov om offentlige anskaffelser fulgt ved kjøp av tjenester? | 25 |
| 6.1. Bakgrunn | 25 |
| 6.2. Rådmannens vurderinger på området..... | 25 |
| 6.3. Lovens virkeområde og unntaksbestemmelsene | 26 |
| 6.4. Revisjonens vurdering..... | 26 |
| 7. Er det etablert tilfredsstillende rutiner for styring, oppfølging og intern kontroll av Kraftfondet? | 28 |
| 7.1. Forvaltningsstrategi | 28 |
| 7.1.1. Referanseportefølje | 28 |
| 7.1.2. Betydningen av organiseringen for forvaltningsstrategien | 28 |
| 7.2. Etske retningslinjer..... | 29 |
| 7.3. Saksbehandlingsrutiner | 29 |
| 7.4. Prosedyrer for oppfølging av aktivaene | 29 |
| 7.5. Etablering av intern kontroll | 30 |
| 7.6. Revisjonens vurderinger..... | 30 |

| | |
|--|-----------|
| 8. Er de økonomiske føringene for Kraftfondet innfridd? | 32 |
| 8.1. Sentrale føringar | 32 |
| 8.2. Plasseringen av midlene i de ulike fondene | 32 |
| 8.3. Fordeling på ulike aktivaklasser | 33 |
| 8.4. Er midlene blitt plassert i samsvar med investeringsmandatet? | 36 |
| 8.5. Er bystyrets føringar for avkastning innfridd? | 38 |
| 8.6. Revisjonens vurderingar | 39 |
| 9. Finansiell risiko | 41 |
| 9.1. Kommunelovens føringar | 41 |
| 9.2. Føringar for Kraftfondets risikoprofil | 42 |
| 9.3. Avveining mellom avkastning og risikoprofil | 42 |
| 9.4. Kraftfondets investeringar og risikoprofil | 44 |
| 9.4.1. Aksjer og alternative investeringar | 44 |
| 9.4.2. Obligasjoner | 44 |
| 9.4.3. Utenlandske investeringar | 45 |
| 9.5. Investeringar i eiendomsmarkedet | 45 |
| 9.6. Investeringar i strukturerte finansielle instrumenter (CDO) | 46 |
| 9.6.1. Fakta om Kraftfondets investeringar på området | 46 |
| 9.6.2. Nærmere om bakgrunnen for investeringene i OF III og OF V | 47 |
| 9.6.3. Nærmere om begrunnelser for CDO-investeringene | 48 |
| 9.6.4. Kunnskap om produktene | 48 |
| 9.6.5. First Securities ASAs rolle | 49 |
| 9.7. Kommunalbankens vurderingar av CDO-investeringene | 49 |
| 9.8. Revisjonens vurderingar | 50 |
| 9.8.1. Vurdering av fondets investeringar i eiendom | 50 |
| 9.8.2. Vurderingar av fondets investeringar i Obligasjonsforetak III AS og Obligasjonsforetak V | 50 |
| 9.8.3. Andre forhold revisjonen vil trekke frem | 51 |
| 10. Rapportering | 53 |
| 10.1. Innledning | 53 |
| 10.2. Regnskapsmessig rapportering | 53 |
| 10.2.1. Revisjonens kommentarar i perioden 2006 - 2008 | 53 |
| 10.2.2. Regnskapsmessig klassifisering av OF III og OF V som anleggsobligasjoner | 53 |
| 10.3. Finansiell rapportering opp mot finansreglement/investeringsmandat | 55 |
| 10.3.1. Kommunens finansielle rapporteringsstruktur i dag | 55 |
| 10.3.2. Nærmere om Kraftfondets rapportering | 55 |
| 10.4. Revisjonens vurderingar | 55 |
| 11. Konklusjon | 57 |
| 12. Rådmannens høringssvar | 59 |
| 13. Revisjonens kommentarar | 69 |
| 14. Vedlegg 1: Revisjonskriterier | 71 |
| 14.1. Kommunelovens bestemmelser for finansforvaltning | 71 |
| 14.2. Trondheim kommunes finansreglement | 71 |
| 14.3. Vedtekter for Kraftfondet | 72 |
| 14.3.1. Organisering | 72 |
| 14.3.2. Forvaltningsstrategi og referanseportefølje | 72 |
| 14.3.3. Uttak av midler | 72 |
| 14.3.4. Etske retningslinjer | 73 |
| 14.4. Kraftfondets investeringsmandat | 73 |
| 14.5. Manual for forvaltning, risikostyring og kontroll | 75 |

| | | |
|------------|--|------------|
| 14.5.1. | Grunnlaget for allokeringerbeslutninger..... | 75 |
| 14.5.2. | Gjennomføringen av allokeringerbeslutningen..... | 75 |
| 14.5.3. | Tillate aktivaklasser og rammer | 76 |
| 14.5.4. | Risikostyring | 76 |
| 14.5.5. | Likviditetsstyring | 76 |
| 14.5.6. | Valg av forvalter..... | 76 |
| 14.5.7. | Intern risikokontroll..... | 76 |
| 14.5.8. | Kontroll av gjennomførte handlinger, betalinger, bankonti, VPS/depotbank.. | 76 |
| 14.5.9. | Innsideproblematikk..... | 76 |
| 14.5.10. | Regnskapsføring, klassifisering, vurderingsregler, rutiner, arkivering med mer | 76 |
| 14.5.11. | Rapportering og revisjon | 77 |
| 15. | Vedlegg 2: Sentrale revisjonshandlinger gjennomført av Trondheim kommunerevisjon | 78 |
| 15.1. | Rapportering..... | 78 |
| 15.2. | Arkivsystemer/dokumentasjon av virksomheten | 78 |
| 15.3. | Investeringsbeslutninger/dokumentasjon av korrekt beslutningsnivå..... | 78 |
| 15.4. | Bilagskvalitet/dokumentasjon | 79 |
| 15.5. | Attestasjon/anvisning av bokføringsbilag | 79 |
| 15.6. | Intern risikokontroll (IR)..... | 79 |
| 15.7. | Forbehold og merknader i tidligere avgitte revisjonsberetninger | 80 |
| 15.7.1. | Forbehold knyttet til verdsettelse av fondsandeler..... | 80 |
| 15.7.2. | Forbehold knyttet til innbetaling /feilklassifisering Trønder Energi AS..... | 80 |
| 15.7.3. | Merknader i revisjonsrapport 2008 knyttet til tapsutsatte investeringer mht Obligasjonsforetaket 3 og 5..... | 81 |
| 15.7.4. | Merknader gitt på kvalitet på noteinformasjon 2007 | 81 |
| 15.7.5. | Manglende noteinformasjon for 2008 regnskapet mht finansforvaltning | 82 |
| 15.7.6. | Innspill til forbedringer i forhold til sentrale styringsdokumenter..... | 82 |
| 15.7.1. | Verdsettelse av verdipapirer - vurderingsregler | 83 |
| 16. | Vedlegg 3: Gjennomgang av utvalgte enkeltinvesteringer | 84 |
| 16.1. | Investeringer i strukturelle kreditter | 84 |
| 16.2. | Bakgrunn for investeringene | 84 |
| 16.3. | Nærmere om strukturen i investeringene | 85 |
| 16.4. | Eiendomsinvesteringer | 86 |
| 16.4.1. | Bakgrunnen for beslutningen om å gå inn i eiendom..... | 86 |
| 16.4.2. | Nærmere om bakgrunnen eiendomsinvesteringene | 87 |
| 16.4.3. | Eksempler på eiendomsprosjekter..... | 87 |
| 17. | Vedlegg 4: Kommunalbankens risikovurdering av obligasjonsforetakene | 89 |
| 18. | Vedlegg 5: Notat fra Wiersholm, Mellbye & Bech advokatfirma AS. | 105 |

1. Sammendrag

1.1. Innledning

Trondheim kommune forvalter rundt seks milliarder kroner gjennom Kraftfondet. Midlene kommer fra salget av kommunens aksjer i Trondheim Energiverk AS til Statkraft. Salget ble gjennomført sommeren 2002 og Kraftfondet ble etablert 26. juni 2002. Kraftfondet, som ble opprettet som et kommunalt investeringsfond, skulle holdes atskilt fra kommunens øvrige midler og forvaltes etter vedtekter og investeringsmandat gitt av bystyret.

Denne undersøkelsen omfatter en gjennomgang av hvordan rådmannen har ivaretatt de lovkrav som stilles til kommunens finansforvaltning og om forvaltning av Kraftfond har skjedd i tråd med de føringer bystyret har gitt. Prosjektet har ut fra dette hatt fokus på lovverk, om det er etablert tilfredsstillende rutiner for styring, oppfølging og intern kontroll av Kraftfondet, om de økonomiske føringene for Kraftfondet innfridd, om man har tatt vesentlig finansiell risiko og rapportering. For å svare på disse problemstillingene har revisjonen gjennomført en regnskapsgjennomgang av Kraftfondet, dokumentanalyse og intervju av sentrale aktører. Revisjonskriteriene er i hovedsak hentet fra kommunelovens bestemmelser om finansforvaltning, forskrift om kommuners og fylkeskommuners finansforvaltning, vedtektene for Kraftfondet og investeringsmandat gitt av bystyret. I tillegg har vi innhentet en uttalelse fra Kommunalbanken angående risiko og lovligheten av kraftfondets investeringer i CDO'er (Obligasjonsforetakene III AS og Obligasjonsforetak V AS). Kommunalbankens uttalelse følger i sin helhet som vedlegg 4.

1.2. Er kommunens interne retningslinjer i samsvar med lover og forskrifter på finansområdet?

Finansforskriften legger til grunn at kommunen skal ha ett reglement som omfatter forvaltningen av både kortsiktige likvide midler, gjeld og langsiktige finansielle aktiva. Trondheim kommune har valgt å etablere to sett med reglementer for finansforvaltningen. Ett finansreglement som omfatter bykassen og ett sett med regler som omfatter Kraftfondet. Ifølge finansforskriften skal kommunens eget reglement gi en samlet beskrivelse av formålet med finansforvaltningen som helhet og mellom de tre forvaltningstypene med overordnet risikovurdering. Delingen av reglementet tilfredsstiller derfor ikke kravet i finansforskriften om at denne skal omfatte alle tre finansområdene; likvide midler, gjeld og langsiktige finansielle aktiva. Revisjonen mener det er viktig at det etableres en samlet risikovurdering og rapportering for hele finansområdet og at ulike risikoer ses i sammenheng.

Generelt er kraftfondets vedtekter og investeringsmandat vide og åpner for ulike risikoprofiler. Det mangler en nærmere beskrivelse av ønsket risikoprofil, og forholdet mellom risiko og ønsket avkastning for Kraftfondet er ikke avveid og konkretisert. Reglementet setter ikke krav til hvordan finansiell risiko skal vurderes og håndteres. Etter revisjonens vurdering åpner dette for at risikotakingen i for stor grad blir avhengig av de som får i oppgave å forvalte fondet på vegne av bystyret.

1.3. Er lov om offentlige anskaffelser fulgt ved kjøp av tjenester?

I henhold til lov om offentlige anskaffelser skal alle anskaffelser baseres på konkurranse. Forskriften til loven har imidlertid unntaksbestemmelser for finansielle tjenester i forbindelse

med emisjon, kjøp, salg og overdragelse av verdipapirer. Unntaksbestemmelsene er knyttet til forskriftens krav til prosedyrer, rutiner og utlysning. Unntaksbestemmelsene gjelder ikke lovens generelle bestemmelser om konkurranse, herunder de grunnleggende kravene i lov om offentlige anskaffelser § 5 om god foretningsskikk, likebehandling av leverandører, gjennomsiktighet, etterprøvnbarhet, forutberegnelighet og forbud mot diskriminering på grunnlag av nasjonalitet.

Det fremgår av undersøkelse at kommunens avtaler om kjøp av tjenester med Credit Suisse og Griff Kapital AS er gjennomført som direkte anskaffelser uten å ha innhentet pristilbud fra flere leverandører og dermed ikke i tråd med kravet om konkurranse i lov om offentlige anskaffelser. Revisjonen konkluderer derfor med at lov om offentlige anskaffelser ikke er fulgt i forbindelse med kjøp av tjenester knyttet til forvaltningen av Kraftfondet.

1.4. Er det etablert tilfredsstillende rutiner for styring, oppfølging og intern kontroll av Kraftfondet?

Det er etablert et system for styring og oppfølging som stort sett er i tråd med de føringer som er gitt av bystyret. Rådmannen har i tillegg etablert en intern kontroll som har fungert tilfredsstillende de to siste årene.

Krav til etiske retningslinjer for forvaltning av fondet ble innskjerpet våren 2006. Kraftfondet har fulgt opp dette ved at bystyrets føringer er blir formidlet til forvalterne og at man krever løpende tilbakerapportering.

Kraftfondet hadde 185 mill kr plassert i to hedgefond per 31.12.2008. Hedgefond har en struktur og blir forvaltet på en slik måte at det er svært krevende å kontrollere om disse oppfyller de etiske retningslinjene. Rådmannen har besluttet at Kraftfondet skal selge seg ut av samtlige hedgefond.

Undersøkelsen har avdekket at dokumentasjonen rundt fondets investeringer har vært mangelfull på flere områder. Blant annet har Kraftfondet ikke alltid klart å framskaffe etterspurte dokumenter. Revisjonen mener at rådmannen bør opprette et lett tilgjengelig arkivsystem som omfatter alle sider ved forvaltningen av Kraftfondet. Dette vil sikre at dokumentasjon oppbevares forsvarlig for ettertiden.

1.5. Er de økonomiske føringene for Kraftfondet innfridd?

Forvaltningen av Kraftfondet har i hovedsak blitt gjennomført etter bystyrets vedtatte investeringsrammer og føringer. Realverdiene i grunnkapitalen er intakt, bufferkapitalen er disponert i tråd med vedtektene, investeringsmandatet er fulgt ved plassering av midlene og ønsket realavkastning er oppnådd for årene 2002 – 2006 med solid margin.

Undersøkelsen viser at grunnkapital og bufferkapital har blitt forvaltet i samsvar med bystyrets føringer. Grunnkapitalen har årlig blitt tilført nye midler i samsvar med den årlige prisstigning (konsumprisindeksen). Bufferkapitalen ble i løpet av de to første årene bygd opp til ønsket nivå (400 mill 2002-kroner). Realverdien ble opprettholdt inntil 2008 da fondet gikk med underskudd. Bufferkapitalen, som ble brukt til å opprettholde realverdien til grunnkapitalen, ble som følge av dette redusert fra 443 til 245 mill kr. Utfordringen fremover vil bli gjenoppbygge bufferkapitalen til ønsket nivå.

Kraftfondet har spredt investeringene på flere aktivaklasser og hos ulike utstedere. Revisjonen mener at investeringene har skjedd i tråd med vedtatt mandat. Samtidig vil vi påpeke at mandatet er vidt og åpner for at fondet kan ta betydelig høyere risiko enn hva som har vært tilfelle. Kommunen har beregnet at tapene i 4. kvartal 2008 kunne blitt om lag tre ganger større (639 mot faktisk 191 mill kr) hvis Kraftfondet hadde tatt maksimalt med risiko i markedet.

Kraftfondet har hatt god avkastning frem til og med 2006. Best resultat ble oppnådd i årene 2004 og 2005. Etter revisjons vurdering henger dette sammen med at fondet ble etablert på et gunstig tidspunkt i forhold til markedet. Fondet oppnådde noe svakere resultat i 2007, og i 2008 var resultatet negativt med 85,5 mill kr.

Revisjonen konkluderer med at ut fra de fullmakter som investeringsmandatet gir, har Kraftfondet generelt vært forvaltet på en forsiktig måte. Fondet kunne ut fra mandatet ha tatt større risiko innenfor flere aktivaklasser enn det de faktisk har gjort. Realverdiene av fondets grunnkapital er intakt, tross finanskrisen.

1.6. Er det tatt vesentlig finansiell risiko ved investering i utvalgte investeringer?

Revisjonen har i gjennomgangen av Kraftfondets portefølje valgt å gå nærmere igjennom de investeringene som vi har vurdert som spesielle og beheftet med større risiko. Dette gjelder fondets investeringer i eiendom og obligasjonsforetakene OF III og OF V. I våre vurderinger av finansiell risiko konkluderer vi ikke på finansforvaltningen i sin helhet, kun på risikoene knyttet til de utvalgte investeringene.

1.6.1. Eiendom

Eiendom som klasse ble tatt i bruk i 2005. Dette ble begrunnet med at det var et mulig alternativt investeringsobjekt med lav risiko, som skulle sikre en stabil og langsiktig inflasjonsjustert avkastning. Etter revisjonens vurdering har investeringen på området generelt ikke medført vesentlige tap for fondet. Revisjonen registrerer imidlertid at det er gjennomført investering i et kommandittselskap og i et nyetablert selskap, Northern Logistic Property ASA, som senere ble børsnotert. Det er for denne investeringen at fondet er blitt påført tap av noe størrelse. Det å investere i et nyetablert selskap, medfører etter revisjons vurdering større risiko enn det å investere i et etablert selskap fordi man på investeringstidspunktet mangler kunnskap om selskapet.

Revisjonens vurdering er at de investeringene som er blitt gjennomført, ikke har innfridd i forhold til målsettingen med å investere i eiendom, som er å sikre stabil og langsiktig avkastning. Revisjonen vil imidlertid understreke at antallet investeringer i eiendom har vært begrenset og at fondet derfor har begrenset med erfaringer på området.

1.6.2. Collateralized Debt Obligations

Kraftfondet har investert 400 mill kr i internasjonale strukturerte finansielle produkter, som på fagspråket blir benevnt som Collateralized Debt Obligations (CDO). Investeringene er gjort gjennom to foretak, Obligasjonsforetak III AS og Obligasjonsforetak V AS (OF III og OF V), etablert av First Securities ASA. Disse produktene har nå en meget svak finansiell sikkerhet og er derfor å anse som tapsutsatt. Etter revisjonens vurdering dreier dette seg om investeringer i to svært kompliserte finansielle produkter. Revisjonen har derfor bedt Kommunalbanken om å vurdere disse investeringenes risiko og om disse kan være i strid med

kommunelovens bestemmelser om at kommuner ikke skal ta vesentlig finansiell risiko. Kommunalbanken mener at Kraftfondets investeringer i disse obligasjonsforetakene utgjør en vesentlig finansiell risiko og at dette dermed er i strid med kommunelovens § 52.

Kommunalbanken begrunner dette med at det er investert i et strukturert renteprodukt der det foreligger betydelig likviditetsrisiko, opprinnelig moderat kredittrisiko i startfasen, men i kombinasjon med en lang løpetid på ti år. Revisjonen støtter konklusjonen om at produktenes karakter i seg selv utgjør en vesentlig finansiell risiko og vi mener dermed at disse er lite egnet som investeringsobjekt for Kraftfondet. Revisjonen vil i tillegg peke på at flere fagmiljøer har karakterisert produktene som svært kompliserte og at denne type investeringer er lite egnet til å inngå i kommuners finansforvaltning.

1.7. Andre forhold

1.7.1. Forholdet til firmaet som solgte CDO'ene

Det var First Securities ASA som fremmet og solgte CDO'ene til Kraftfondet. First Securities ASA var innleid rådgiver når Trondheim energiverk ble solgt. Etter salget av Trondheim energiverk ble First Securities ASA engasjert av rådmannen til ulike roller i forbindelse med etablering og forvaltning av Kraftfondet. De var til stede på samtlige møter i ekspertpanelet i perioden 2002-2004. Revisjonen mener disse ulike rollene gir rollekonflikter og habilitetsutfordringer. Utfordringene er knyttet til at samme firma har gitt råd om, anbefalt, tilrettelagt og stått for salg av de samme produktene. Kraftfondet investeringer i CDO'ene burde derfor ha vært gjenstand for tredjeparts vurderinger. Generelt mener revisjonen at tredjeparts vurdering bør benyttes som en del av saksbehandlingen når Kraftfondet skal investere i spesielle finansielle produkter fremmet av eksterne firmaer.

1.7.2. Investeringer uten prospekt

På tidspunktene for kommunens investeringer i obligasjonsforetakene forelå det ingen formelle prospekter for investeringene. Etter revisjonens vurdering bør denne type investeringer baseres på formelle prospekter og ikke kun på salgsmateriale fra tilrettelegger. Dette fordi det i et formelt prospekt er krav til innhold som blant annet tydeliggjør ansvarsforhold og som presiserer hva investor må sette seg inn i når risikoene rundt investeringene skal vurderes.

1.7.3. Manglende dokumentasjon av beslutningene

Kraftfondet besluttet på internmøtet i juni 2005 at fondet kunne plassere inntil 275 mill kr (maks fem prosent) i CDO-markedet. Revisjonen registrerer at fondet etter investeringen i OF V faktisk ble eksponert med hele 400 mill kr. Revisjonen finner ingen ytterligere skriftlig dokumentasjon for beslutningen om å øke fondet eksponering ut over 275 mill kr. Revisjonen mener at rådmannen må sørge for tilstrekkelig dokumentasjon av beslutningsprosess og beslutningsgrunnlag for investeringene. Vi har tidligere tatt opp forhold rundt svakheter i dokumentasjon av investeringsbeslutninger. Etter revisjonens vurdering kan dette fortsatt bli bedre.

1.7.4. Kunnskap om investeringene

Trondheim kommune har gjennom investeringen i OF III AS og OF V AS investert i en type produkter som av flere blir ansett som svært kompliserte. Slike investeringer forutsetter at investor kjenner godt til de underliggende risikostrukturene i det produktet en investerer i. Revisjonen vil bemerke at Kraftfondet kun i liten grad har redegjort for produktets reelle innhold og underliggende risikostrukturer. Revisjonens vurdering er at man ikke har hatt god

nok forståelse av de produktene man har investert i. Det er først med kommunaldirektør for finans sitt notat til Finans- og næringskomiteen av 30.11.2009, at det blir gitt en treffende beskrivelse av produktenes risikostruktur.

Etter revisjonens vurdering forutsetter denne type investeringer at kommunen har god kompetanse på området, hvilket må anses som meget krevende.

1.8. Er regnskapsmessig klassifisering riktig og finansiell rapportering tilfredsstillende?

Undersøkelsen omfatter også en gjennomgang av om regnskapsmessig klassifisering og finansiell rapportering tilfredsstillende. Revisjonen mener den regnskapsmessige klassifiseringen i hovedsak har vært i tråd med gjeldende prinsipper på området.

Rådmannen har i sin rapportering til bystyret av CDO'ene behandlet disse som en ordinær anleggsobligasjon. Etter revisjonens vurdering har "regnskapsmessig rapportering" her blitt sammenblandet med hva som burde vært den "finansielle rapporteringen" opp mot investeringsmandatet. I mandatet er det definert en egen klasse for strukturerte kreditter. Etter revisjons vurdering burde obligasjonsforetakene derfor ha blitt rapportert under denne klassen. Dette er viktig for å få synliggjort Kraftfondets faktiske risikostruktur for bystyret.

1.9. Høringen

Rapporten ble sendt på høring til rådmannen den 15.1.2010. Rådmannens høringssvar foreligger i sin helhet bak i rapporten som kapitel 12. Rådmannen har i sin gjennomgang innhentet en uttalelse fra Wiersholm, Melbye & Beck advokatfirma AS. Dette notatet er lagt ved rapporten som vedlegg 5. Revisjonens kommentarer til rådmannens høringssvar fremkommer i kapitel 13.

2. Innledning

2.1. Bakgrunn og formål

Trondheim kommune forvalter for tiden rundt seks milliarder kroner gjennom Kraftfondet. Midlene kommer fra salget av kommunens aksjer i Trondheim Energiverk AS til Statkraft. Salget ble gjennomført sommeren 2002 og Kraftfondet ble etablert 26. juni 2002.¹ Ved opprettelsen var fondet på 5 165 millioner kroner.

Kraftfondet ble opprettet som et kommunalt investeringsfond. Da fondet ble opprettet ble det bestemt at fondets midler skulle holdes atskilt fra kommunens øvrige midler. Fondet skulle forvaltes etter egne vedtekter og investeringsmandat gitt av bystyret. Samtidig ble det bestemt at Kraftfondet skal være en del av bykassens virksomhetsområde. Regnskapsmessig innebærer dette at fondet regnskapsføres sammen med bykassen og at det underlegges de regler som gjelder for øvrig kommunal regnskapsføring.

Ved opprettelsen var Kraftfondet sammensatt av en grunnkapital på 4 865 millioner kroner og en bufferkapital på 300 millioner kroner. I henhold til vedtektene skal realverdien av Grunnkapitalen alltid være inntakt, mens bufferkapitalen skal fungere som støtpute i år med dårlig avkastning.

Kraftfondets formål er i henhold til vedtektene å sikre en langsiktig avkastning som kan bidra til å gi innbyggerne i Trondheim kommune et godt tjenestetilbud. Som en langsiktig målsetting skal realverdien av grunnkapitalen i fondet opprettholdes slik at kommunen sikres et jevnt uttak av midler.

I bystyresaken som behandlet salg av Trondheim Energiverk ble det påpekt at verdiene Trondheim kommune besitter, er verdier som er bygd opp over lang tid.² De verdier som generasjoner har bygd opp, tilhører framtidige generasjoner og bør ikke forbrukes over en fire-årsperiode. Bystyret la derfor vekt på at de verdiene som ble utløst av salget, måtte forvaltes for ettertiden på en slik måte at verdiene ikke forringes. I vedtektene fremkommer dette ved at kun realavkastningen skal kunne disponeres for bykassen, og at fondets verdier skal økes i takt med utviklingen i konsumprisindeksen.

Kraftfondets målsetting er at forvaltningen av fondet skal skje med høyest mulig avkastning på lang sikt, kombinert med lavest mulig risiko og lavest mulige kostnader. Dette skal sikres ved hjelp av en portefølje med god spredning i ulike typer investeringer. Som en langsiktig målsetting har man vedtektsfestet at realverdien av grunnkapitalen i fondet skal opprettholdes, og at generasjonsprinsippet skal legges til grunn i forvaltningen av fondet. Uttak fra fondet kan skje etter at grunnkapitalens realverdier er ivaretatt. For å styrke dette prinsippet ble det i vedtektene til Kraftfondet tatt inn et punkt om at reduksjon av realverdiene i Grunnkapitalen, må gjøres av bystyret med to tredelers flertall.³

Kraftfondets bufferkapital ble opprettet for å sikre en stabil overføring til bykassen i år med dårlig avkastning, samt for å kunne overføre midler til grunnkapitalen hvis avkastningen er negativ. I bystyresaken som behandlet vedtektene for Kraftfondet pekes det på at for stort uttak fra fondet til driftsformål gjør fondet mer sårbart for svingninger i avkastningen.

¹ Bystyresak 88/02, behandlet i bystyrets møte 13.06.2002

² Flertallsmerknad til bystyresak 195/01.

³ Vedtektenes § 7.1

I økonomiplanen for 2002-2006 ble det vedtatt en nedtrapping av bruken av avkastning fra Kraftfondet til driftsformål for å frigjøre midler til investeringsformål. Rådmannen peker i denne sammenheng på at behov for bufferkapital vil bli mindre hvis en får til en slik dreining i bruken av midlene. I behandlingen av vedtektene for Kraftfondet bestemte bystyret at uttak av midler til driftsformål skal begrenses til fire prosent av grunnkapitalen, og at realavkastning ut over dette kan brukes til investeringer.

2.2. Fondets utgangspunkt og organisering

Tabell 1 viser hvordan salgsbeløpet etter salget av Trondheim energiverk AS ble disponert ved bystyrebehandlingen juni 2002. Av salgsbeløpet på 5 750 mill kr ble 5 165 mill kr plassert i kommunens kraftfond. Fondet skulle bestå av en grunnkapital på 4 865 mill kr og en bufferkapital på 300 mill kr. Det øvrige salgsbeløpet ble satt av til skatter og som kjernekapitalinnskudd i Trondheim kommunale pensjonskasse.

Tabell 1 Disponering av salgsbeløp etter salget av Trondheim energiverk i 2002.

| Type disponeringer, type fond | Mill kr |
|-------------------------------|-------------|
| Grunnkapital | 4865 |
| Bufferkapital | 300 |
| <i>Øvrige:</i> | |
| Skatt, omkostninger | 215 |
| Overført pensjonskassen | 370 |
| Salgsbeløp | 5750 |

Gjennomgangen av møtereferatene viser at rådmannen og kommunaldirektør for finans deltok på nesten samtlige møter i perioden 2002 – 2004. Kraftfondet ble i de første årene ledet av rådmannen, mens kommunaldirektør for finans overtok ledelsen av fondet etter 2004.

Det ble tidlig etablert et team som skulle følge opp forvaltningen av fondet. Dette teamet består i dag av tre rådgivere i rådmannens fagstab, en oppgjørsmedarbeider fra regnskapstjenesten og kommunaldirektør for finans. I følge rådmannen utgjør ressursbruken i dag rundt 2 årsverk.⁴

I tillegg har fondet opprettet et ekspertpanel bestående av to finanseksperter. Begge ekspertene har lang erfaring fra finansmarkedet og har i hovedsak vært med i panelet siden etableringen.

Kommunen har etablert en ekstern forvalterpool som Kraftfondet kan benytte seg av i forvaltningen av bestemte aktivaklasser. Kraftfondet har i tillegg avtaler med Griff Kapital AS og Credit Suisse. Når det gjelder Griff Kapital AS, er det inngått tre avtaler, henholdsvis på rådgivning, rapportering og konsulentbistand. Credit Suisse er engasjert for å forvalte den utenlandske hedgefondporteføljen.

⁴ To rådgivere har siden 2007 hatt ansvaret for fondet og låneporteføljen i Trondheim kommune. Reelt sett var kraftfondet derfor bemannet med om lag 1,5 årsverk. Styrkingen med ett årsverk gjelder fra oktober 2009, slik at det nå er om lag to årsverk direkte relatert til aktivitet rundt kraftfondet.

3. Problemstilling

Finansforvaltningen er underlagt et omfattende lovverk. Sentralt er kommunelovens paragraf 52 og forskrift om kommunal og fylkeskommunal finansforvaltning fra mars 2001. Etter Terra-saken har Kommunal- og regionaldepartementet foreslått endringer i denne forskriften. Ny forskrift er vedtatt og vil tre i kraft 1.7.2010.

Begrepet finansforvaltning kan omfatte alt som har med økonomiforvaltning og styring å gjøre. For Trondheim kommune inkluderer dette både budsjettprosessen, kapitalforvaltning, eiendomsforvaltning, låneopptak og låneforvaltning. Vi avgrensner vår gjennomgang av finansforvaltning til en gjennomgang av Trondheim kommunes forvaltning av aktiva, det vil si forvaltning av Kraftfondet og de fondene som forvaltes sammen med Kraftfondet.

Sentrale problemstillinger for undersøkelsen er:

1. Er kommunens interne retningslinjer i samsvar med lover og forskrifter på finansområdet?
2. Er lov om offentlige anskaffelser fulgt ved kjøp av tjenester?
3. Er det etablert tilfredsstillende rutiner for styring, oppfølging og intern kontroll av Kraftfondet?
4. Er de økonomiske føringene for Kraftfondet innfridd?
5. Er det tatt vesentlig finansiell risiko ved investering i utvalgte investeringer?
6. Er regnskapsmessig klassifisering riktig og finansiell rapportering tilfredsstillende?

3.1. Avgrensning

Rådmannen hadde våren 2009 en gjennomgang av regelverk og interne prosesser rundt kommunens finansforvaltning. Ernst & Young AS ble engasjert til å foreta gjennomgangen sammen med Kraftfondet. Vi har i vår undersøkelse valgt ikke å gå nærmere igjennom de forhold som rådmannen selv har fått undersøkt, men der dette er aktuelt vil vi vise til noen av konklusjonene fra gjennomgangen. Flere av disse forholdene er også tidligere påpekt av revisjonen i notater eller i nummererte brev gjennom den årlige revisjonen av området (se vedlegg 2).

Vår gjennomgang av vesentlig finansiell risiko er avgrenset til de mest risikoutsatte investeringene og dermed ikke forvaltningen av hele Kraftfondet. Avgrensningen bygger på den kunnskap som fremkommer gjennom den årlige regnskapsrevisjonen av Kraftfondet.

4. Metode, revisjonskriterier og begreper

4.1. Metodisk tilnærming

Denne rapporten er basert på gjennomgang av aktuelle dokumenter og intervju med sentrale personer i forvaltningen av Kraftfondet. Vi har intervjuet tidligere rådmann (2002-2008), nåværende rådmann, to rådgivere i rådmannens fagstab som utgjør administrasjonen i Kraftfondet, samt medlemmene av Kraftfondets ekspertpanel. Samtlige av intervjuene er verifisert.

Vi har i tillegg hatt samtaler med en tidligere medarbeider i Kraftfondet som har bakgrunn fra First Securities ASA/Swedbank Markets, og med nåværende kommunaldirektør for finans.

Dokumentgjennomgangen omfatter følgende:

- Lover og forskrifter på området
- Trondheim kommunes finansreglement
- Vedtekter og investeringsmandat for Kraftfondet
- Trondheim kommunes kraftfond: Manual for forvaltning, risikostyring og kontroll
- Interne og eksterne rapporter knyttet til kommunens kraftfond
- Utvalgte prospekter som kommunen har investert i
- Referat fra møter i ekspertpanelet
- Referat fra allokeringmøter (internmøter)
- Politiske saksfremlegg (Økonomiplan, tertialrapporter, bystyresaker)
- Notat fra kommunaldirektør for finans av 30.11.2009
- Kredittilsynets rapport etter kontroll av finansiell rapportering av Obligasjonsforetak V AS. Rapport 20.11.2009

Revisjonen vil understreke at i gjennomgangen av utvalgte investeringer (enkeltplasseringer) har vi valgt å se nærmere på den type plasseringer der vi er kjent med at fondet har tapsutsatte investeringer (urealiserte tap). De investeringene som er gjennomgått er knyttet til:

- eiendomsinvesteringer
- investeringer i Obligasjonsforetak III og V

For gjennomgangen av Obligasjonsforetak III og V har vi innhentet ytterligere informasjon fra tilretteleggeren First Securities ASA, men også opplysninger gitt i Kredittilsynet rapport av 30.11.2009 er gjennomgått. Se for øvrig vedlegg 3 som beskriver enkeltinvesteringene nærmere.

Revisjonen har også engasjert Kommunalbanken for å få en faglig vurdering av risikoen knyttet til Kraftfondets investeringer i Obligasjonsforetak III og V. Kommunalbankens svar følger i sin helhet som eget vedlegg til rapporten, vedlegg 4.

4.2. Revisjonskriterier

Aktuelle kilder for revisjonskriteriene i dette prosjektet vil være:

- Kommunelovens bestemmelser, spesielt § 52 om finansforvaltning
- Forskrift om kommuners og fylkeskommuners finansforvaltning,⁵
- Forskrift om årsregnskap og årsberetning for kommuner og fylkeskommuner,⁶
- Standarder og notater utgitt av Foreningen for god kommunal regnskapsskikk (GKRS)
- Trondheim kommunes finansreglement
- Vedtekter for Kraftfondet og investeringsmandat
- Aktuelle bystyresaker
- Årsrapporter, tertialrapporter, økonomiplan
- Manual for forvaltning, risikostyring og kontroll av Kraftfondet

I bystyresaken (88/02) ble det fra bystyret gitt flere føringer for hvordan Kraftfondet skal forvaltes. Sentrale føringer fra bystyret er knyttet til organisering, rapportering, forvaltningsstrategi, etiske retningslinjer og uttak.

Av vedtektene som bystyret har vedtatt fremgår at Kraftfondet skal ledes av rådmannen, sammen med et ekspertpanel bestående av inntil tre uavhengige eksperter. Ekspertpanelet skal konsulteres minst en gang per kvartal. Rådmannen har ansvaret for at kommunens interesser blir ivaretatt på en forsvarlig måte og at midlene plasseres i samsvar med bystyrets bestemmelser. Vedtektene åpner for at kommunen kan benytte ekstern forvaltning i forvaltning av Kraftfondets midler.

Rådmannen skal rapportere hvert kvartal til formannskapet og hvert halvår til bystyret.⁷ Kravene til rapporteringen fremgår av Kraftfondets vedtekter.

Fondets forvaltningsstrategi fastslår at porteføljen skal plasseres i de investeringsalternativer og innenfor de grenser som bystyret til enhver tid har vedtatt. Rådmannen skal videre fastsette en referanseportefølje som skal gjelde for den enkelte forvalter.

Bystyret har vedtatt etiske retningslinjer for Kraftfondet. I henhold til disse skal fondet ikke investere i selskaper som har tilknytning til våpenindustri, alkohol- og tobakksindustri eller barnarbeid.⁸

Vedtektene angir hvordan uttak av midler fra fondet skal skje. Rådmannen skal hvert år, basert på råd fra ekspertpanelet, fremme forslag om størrelsen på det uttak som maksimalt kan danne grunnlag for kommende års budsjett. Bystyret skal fatte endelig vedtak om dette i løpet av første halvår. I budsjettet som vedtas skal uttaket av midler til driftsforhold begrenses til fire prosent av grunnkapitalen. Realavkastningen ut over dette kan brukes til investeringer eller tillegges grunnkapitalen, forutsatt at bufferkapitalen har nådd en realverdi på 400 millioner kroner. Bystyret fatter et foreløpig vedtak om uttak av midler for budsjettåret ved behandlingen av neste års budsjett i desember.

⁵ Forskrift til kommuneloven av 5. mars 2001

⁶ Forskrift til kommuneloven av 15. desember 2000

⁷ Opprinnelig var det krav om månedlig rapportering til formannskapet og kvartalsvis rapportering til bystyret.

⁸ Fondet vedtok ved etableringen i 2002 egne etiske retningslinjer for forvaltningen av fondet. Disse ble ved bystyrebehandlingen i juni 2006 innskjerpet.

Vedtektene har vært endret flere ganger med hensyn til tidspunkt for uttak av midler fra Kraftfondet. Opprinnelig praksis var at uttak av midler fra Kraftfondet skjer i samme budsjett- og regnskapsår som midlene opptjenes. I 2006 ble vedtektene endret til at avkastning/uttak skulle være opptjent før de ble budsjettert som finansieringskilde. Målet med denne endringen var at størrelsen på budsjettposten skulle være kjent og dermed mer forutsigbar. Prinsippet ble imidlertid reversert i forbindelse med avleggelsen av regnskapet for 2008 som følge av forventet ubalanse i kommuneregnskapet.

For nærmere gjennomgang av revisjonskriteriene, se vedlegg 1.

4.3. Begrepsdefinisjoner

Aktiv forvaltning

Aktiv forvaltning betyr at forvalter gjennom aktiv risikotaking søker å oppnå en meravkastning i forhold til indeksen forvalter sammenlignes med.

Allokering

Begrepet brukes om fordeling av porteføljen på ulike aktivaklasser, sektorer eller enkeltutsteder. Reallokering innebærer at midlene omfordeles mellom aktivaklasser, sektorer eller enkeltutsteder.

Asset-backed securities

Dette er en type verdipapiriserte obligasjoner, og er en type strukturerte finansielle produkter på lik linje med CDO (Collateralized Debt Obligations).

Bufferkapitalen

Bufferkapitalen skal i forvaltningen av Kraftfondet fungere som en støtpute i år med dårlig avkastning.

CDO

Omtales i rapporten i forbindelse med Kraftfondets investeringer i Obligasjonsforetak III AS og Obligasjonsforetak V AS.

CDO står for Collateralized Debt Obligations. Dette er sammensatte gjeldsinstrumenter med sikkerhet i en portefølje av en eller flere verdipapirer eller lån. Verdipapiriseringen starter med at homogene finansielle instrumenter, som boliglån og kreditorgjeld, blir pakket i porteføljer som deretter blir solgt til spesialforetak. Spesialforetaket utsteder obligasjoner med pant i den kjøpte porteføljen. CDO markedet kan også omfatte porteføljer med foretaksobligasjoner. CDO skiller seg fra tradisjonelle verdipapirisering ved at gjeldspapirer som spesialforetak utsteder er inndelt i transjer (biter) med ulik risiko- og avkastningskarakteristika. CDO blir ofte omtalt som komplekse finansielle instrumenter.

Diskresjonær forvaltning

Investor gir fullmakt til forvalter om å forvalte midler innenfor et bestemt risikonivå og en definert forvaltningsfilosofi.

Diversifisering

Begrepet brukes om spredning av risiko. Ved at midlene plasseres i mange forskjellige verdipapirer med ulik grad av risiko, kan man tilpasse avkastnings- og risikoprofilen på investeringene etter egne preferanser. Investeringer i mange forskjellige papirer vil kunne nøytralisere den individuelle risiko som er knyttet til det enkelte verdipapir. Ved hjelp av diversifisering unngår man å legge alle eggene i samme kurv.

Durasjon

Durasjon er den vektete gjennomsnittstiden til forfall på et lån beregnet ut fra nåverdien på fremtidige kontantstrømmer. Durasjon måler prissensitiviteten til en obligasjon med hensyn på endringer i renten.

Finansielle instrumenter

Omfatter omsettelige verdipapirer som aksjer, grunnfondsbevis, obligasjoner, sertifikater, verdipapirfondsandeler, derivater med mer.

Grunnkapital

Grunnkapitalen er fondets kjernekapital. Intensjonen med grunnkapitalen er at denne til enhver tid skal være intakt. Dette skal ivaretas gjennom at man årlig justerer grunnkapitalen med et beløp som tilsvarer årets endring i konsumprisindeksen.

Hedgefond

Samlebetegnelse for fond som ved bruk av ulike finansielle instrumenter og posisjoner tilstreber å oppnå en avkastning som i liten grad samvarierer med den generelle markedsutviklingen for aksje-, rente- og valutamarkedet.

High-yield

Investeringer i selskapsobligasjoner som gir mulighet for en relativt høy avkastning men med høy risiko.

Investment grade

Lån/obligasjoner som er kredittvurdert av anerkjente eller norske rating byråer/meglerhus og som har fått en vurdering som gjør at de kan anbefales å investere i basert på en normal vurdering av kredittrisiko.

Konvertible obligasjoner

Obligasjoner som kan konverteres til aksjer. Kursen på de konvertible obligasjonene følger normalt aksjekursen og uttrykkes i prosent av pålydende på den konvertible obligasjonen

Korrelasjon

Begrep som beskriver grad av samvariasjon mellom to faktorer, variabler.

Kredittderivater

Kredittderivater er finansielle kontrakter som overfører hele eller deler av kredittrisikoen knyttet til lån, obligasjoner eller andre engasjementer fra kjøperen av beskyttelse til selgeren av beskyttelse. Kredittderivater gjør det mulig å overføre kredittrisiko knyttet til bestemte aktiva til en tredje part uten å selge aktivaene.

Kredittkarakterer/kredittrating

Dette er en karaktergivning i forhold til selskapers evne til å innfri sine forpliktelser. I rapporten opererer vi med kredittrating fra henholdsvis Fitch og Moodys. Investment grade er hos Fitch investeringer innen kategoriene AAA – BBB, mens investeringer som er ratet BB – D, betraktes som investeringer med høy risiko. Fitch operer med følgende ratingkategorien for investeringer med lav risiko: (AAA = beste rating, AA = nest beste rating, A = god rating, BBB = middels rating).⁹

Kredittrisiko

Kredittrisiko representerer faren for at lånetaker, eller motparten i en derivatkontrakt, ikke betaler tilbake hele eller deler av lånet (inkludert rentene).

Kurtasje

Kurtasje er en provisjon til en mellommann i forbindelse med en handel. Normalt brukes uttrykket om den godtgjørelsen en megler tar ved kjøp og salg av aksjer.

Likviditetsrisiko

Likviditetsrisiko representerer faren for at midler ikke kan transformeres til kontanter i løpet av en rimelig tidsperiode.

Markedsrisiko

Risikoen for tap som følge av endringer i priser og kurssvingninger i de markedene kommunene er eksponert.

NIBOR

NIBOR (Norwegian InterBank Offered Rate) er en referanserente i valutabyttemarkedet, såkalt valutaswaprente. NIBOR er den rente norske banker er villige til å låne hverandre penger for i en spesifisert periode.

Obligasjon

Obligasjon er et rentebærende gjeldsbrev som sier at utsteder skylder innehaveren penger. Viktige data for en obligasjon er kupongrenten, som er det utstederen skal betale innehaveren i hver periode (normalt ett år), og forfallstidspunkt, som er da utstederen må betale hele lånet til innehaveren av obligasjonen. Obligasjoner kan som regel omsettes fritt i et annenhåndsmarked. Obligasjonslån er som regel utlån som skjer til store meget kredittverdige virksomheter.

⁹ *Fitch rating scale for investment grade:*

AAA = the best quality companies, reliable and stable

AA : quality companies, a bit higher risk than AAA

A : economic situation can affect finance

BBB : medium class companies, which are satisfactory at the moment

Non-investment grade (also known as junk bonds):

BB : more prone to changes in the economy

B : financial situation varies noticeably

CCC : currently vulnerable and dependent on favorable economic conditions to meet its commitments

CC : highly vulnerable, very speculative bonds

C : highly vulnerable, perhaps in bankruptcy or in arrears but still continuing to pay out on obligations

D : has defaulted on obligations and Fitch believes that it will generally default on most or all obligations

NR : not publicly rated

OF III og OF V

Forkortelser for kommunens investeringer i Obligasjonsforetak III AS og Obligasjonsforetak V AS. Begge selskapene er opprettet av stiftelsen Bondum i hhv 2005 og 2006. Stiftelsen Bondum har som formål å eie foretak som skal benyttes i prosjekter initiert av First Securities ASA.

Passiv forvaltning

Passiv forvaltning betyr at forvalter investerer i verdipapirer som gir forventet risiko og avkastning etter en bestemt sammensetning av verdipapirer eller etter en indeks.

Portefølje

Brukes som en samlet mengde av de verdipapirer som et fond blir investert i.

Private equity

Etablerte ikke-børsnoterte selskap. Aktivaklasse som dekker egenkapitalinvesteringer som primært ikke er børsnoterte selskaper.

Realavkastning

Realavkastningen i fondet er den avkastning som fondet oppnår utover det som er nødvendig for å opprettholde kjøpekraften. Dette beregnes som oppnådd avkastning justert for prisstigning (konsumprisindeksen).

Realverdi/realrente

Med ivaretagelse av realverdi menes at verdiene i fondet skal ha samme kjøpekraft i fremtiden som i dag. Realrenten er nominelle rente korrigert for prisstigning (inflasjon).

Referanseportefølje

Dette er en tenkt portefølje. Porteføljen kan settes sammen av markedsindekser som representerer de aktuelle markedene som man ønsker å investere i. Referanseporteføljen kan brukes som verktøy for å sammenligne oppnådd avkastning i faktisk portefølje opp mot referansebanen, samt at denne vil gi et bilde på faktisk avkastning og risiko sammenlignet med referansebanen. Videre kan den brukes til å måle effekten i de tilfellene der enkelte aktivaklasser er over- eller undervektet relativt til strategi/referansebanen.

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).

Risiko

Med risiko menes generelt sett at forventninger ikke oppnås eller at ukjente faktorer kommer inn og skaper konsekvenser som er vesentlig annerledes enn det man har forutsatt. I denne konkrete sammenhengen betyr risiko at kommunen ikke klarer å ta ut den ønskede eller forventede realavkastningen, og eventuelt heller ikke klarer å opprettholde kjøpekraften av midlene.

Risikopremie

Ekstra avkastning en investor forventer å oppnå i en risikofylt investering sammenlignet avkastningen i en risikofri investering.

Stresstest

Test for å måle effekten av forhåndsdefinerte markedssvingninger f eks ved børsfall eller renteøkning..

Strukturerte kreditter

Ulike former for verdipapirisert kredittrisiko. I investeringsmandatet til Kraftfondet benevnt som obligasjon og derivat.

Systematisk risiko i aksjemarkedet

Lik generell aksjemarkedsrisiko. 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

Lik selskapsrisiko i aksjemarkedet. 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.

Valutarisiko

Valutarisiko representerer risikoen for tap pga. kurssvingninger i valutamarkedet.

Volatilitet

Er statistisk mål for svingninger i en tidsserie

VPS

Forkortelse for Verdipapirsentralen - som en den instansen i Norge som registrerer rettigheter til aksjer, obligasjoner og andre finansielle instrumenter med mer..

5. Er kommunens interne retningslinjer i samsvar med lover og forskrifter på finansområdet?

5.1. Lover og forskrifter

Reglene om finansforvaltning finnes i kommunelovens § 52 og i egen forskrift om kommuners og fylkeskommuners finansforvaltning.¹⁰ I kommunelovens § 52 fremkommer følgende:

1. *Kommunestyret og fylkestinget skal selv gi regler for kommunens eller fylkeskommunens finansforvaltning.*
2. *Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om disposisjoner som innebærer finansiell risiko.*
3. *Kommuner og fylkeskommuner skal forvalte sine midler slik at tilfredsstillende avkastning kan oppnås, uten at det innebærer vesentlig finansiell risiko, og under hensyn til at kommunen og fylkeskommunen skal ha midler til å dekke sine betalingsforpliktelser ved forfall.*

Loven fastsetter et grunnleggende prinsipp om at kommunens finansforvaltning skal ivareta et rimelig hensyn til balanse mellom avkastning, risiko og likviditet, og at det er kommunestyret selv som skal gi nærmere regler for kommunens finansforvaltning.

Reglene om finansforvaltning er nærmere utdypet i forskrift til kommuneloven om kommuners og fylkeskommuners finansforvaltning.¹¹ I forskriften er kommunen pålagt å utarbeide et reglement for kommunens finansforvaltning, som skal omfatte kortsiktige likvide midler, gjeld og langsiktige finansielle aktiva.¹²

En av hensiktene med forskriften er å sette rammer for kommuners finansielle risikotaking. Kommuner skal derfor som et minimum ta stilling til følgende forhold, både generelt og i forhold til den enkelte forvaltningstype:

1. formålet med forvaltningen
2. generelle rammer og begrensninger for forvaltningen
3. finansiell risiko
4. risikospredning
5. rutiner for rapporteringen av utviklingen

Dette innebærer at man både skal gi en generell fremstilling av formålet med finansforvaltningen og vurdere hvilke generelle begrensninger som skal gjelde. Med begrensninger menes blant annet hvor stor del av kommunens finansielle midler som kan plasseres i et angitt aktivum, hvilke finansielle instrumenter som kan benyttes og rammer for dette. Forskriften fastsetter at kommunestyret selv skal ta stilling til risiko og risikospredning.

¹⁰ FOR 2001-03-05 nr 299: Forskrift om kommuners og fylkeskommuners finansforvaltning.

¹¹ En ny forskrift om kommuners og fylkeskommuners finansforvaltning vil tre i kraft 1. juli 2010.

¹² I forskriften definert som følgende forvaltningstyper; a) plassering og forvaltning av ledig likviditet, og andre midler beregnet for driftsformål. Ved slik forvaltning skal det legges vekt på lav finansiell risiko og høy likviditet. b) forvaltning av gjeldsporteføljen og øvrige finansieringsavtaler, herunder også metoder og rutiner ved opptak av lån, og c) plassering og forvaltning av langsiktige finansielle aktiva atskilt fra kommunens midler beregnet for driftsformål

I denne sammenheng slår forskriften fast at finansforvaltningen skal drives slik at kommunen ikke påføres vesentlig finansiell risiko. Forskriften definerer i denne sammenheng hvilken type finansielle risikoer som eksisterer.¹³

Kommunestyret skal videre påse at det er etablert betryggende rutiner for vurdering og håndtering av den finansielle risikoen. Som et ledd i arbeidet med å etablere en betryggende finansforvaltning skal kommunestyret sørge for at uavhengig kompetanse skal vurdere de etablerte rutiner og det vedtatte reglementet.

Etter Terra-saken har Kommunal- og regionaldepartementet foreslått en innstramning i forskriften om finansforvaltning for kommuner og fylkeskommuner.

5.2. Interne retningslinjer

Trondheim kommune har i dag et finansreglement for bykassen og et sett med regler for Kraftfondet. Gjeldende finansreglement som gjelder bykassen, ble vedtatt av bystyret den 31.1.2002. Reglementet omfatter plassering og forvaltning av ledig likviditet, og andre midler beregnet for driftsformål, samt forvaltningen av gjeldsporteføljen. Dette reglementet omfatter ikke forvaltningen av kommunens langsiktige finansielle aktiva. Bakgrunnen for dette var at kommunen hadde igangsatt en prosess med salg av Trondheim Energiverk AS da finansreglementet ble vedtatt. Kraftfondet ble derimot underlagt egne vedtekter og eget investeringsmandat som er vedtatt av bystyret juni 2002.

Gjeldende finansreglementet ble utarbeidet i forbindelse med at gjeldende forskrift om kommuners og fylkeskommuners finansforvaltning trådte i kraft 1.4.2001. Reglementet beskriver formålet med forvaltningen, generelle rammer og begrensninger for forvaltningen.

Kommunens finansreglement inneholder ingen bestemmelser om at risikoer skal elimineres, men tillater risikoer innenfor et definert område, samt bestemmelser om at risikoer ikke skal håndteres på en usystematisk og tilfeldig måte. Reglementet er ment å fungere som en finanshåndbok for Trondheim kommune. Reglementet bestemmer videre at kommunen skal legge til rette for en moderat risikoprofil med det mål å redusere endringer i finansmarkedene påvirker kommunens finansielle stilling på både kort- og noe lengre sikt.

Kraftfondets vedtekter beskriver formålet med fondet, juridiske forhold, organisering, rapportering, forvalterstrategi, revisjon og uttak av midler. Vedtekter og investeringsmandat ble første gang vedtatt av bystyret 13. juni 2002 i forbindelse med opprettingen av fondet. Gjeldende vedtekter og investeringsmandat ble revidert i 2006.

Kommunaldirektør for finans har fått retningslinjene vurdert av et eksternt konsulentfirma våren 2009, i forbindelse med at man foretok en gjennomgang av finansområdet. Konklusjonen var at kommunens interne retningslinjer tilfredsstillte de fleste lov- og forskriftskrav, men at det på enkelte områder var rom for forbedringer. Dette gjelder beskrivelsen av sammenhengen mellom de tre forvaltningstypene knyttet til forvaltningen av kortsiktige likvide midler, gjeld og langsiktige finansielle aktiva med overordnet

¹³ Forskriften definerer følgende risikotyper: kredittrisiko, markedsrisiko, renterisiko, likviditetsrisiko, valutarisiko, systematisk risiko i aksjemarkedet (generell markedsrisiko) og usystematisk risiko i aksjemarkedet (selskapsrisiko)

risikovurdering, samt formålet med finansforvaltningen som helhet. For Trondheim kommune er langsiktige finansielle aktiva knyttet til forvaltningen av Kraftfondet. Vedtatte rammer ble vurdert som vide ved at administrasjonen får fullmakt til å styre etter ulike risikoprofiler. Dette innebærer at dagens reglement legger få begrensninger for forvaltningen. Regelverket for Kraftfondet er ikke integrert i kommunens øvrige finansreglement, noe som medfører at kommunen ikke har et felles reglement som omfatter alle de tre forvaltningstypene omtalt i finansforskriften.

Utredningen konkluderer med at vedtektene for Kraftfondet inneholder en generell og overordnet målsetting som ikke avveier og konkretiserer forholdet mellom risiko og avkastning. Det er definert et ønsket mål for fondets avkastning, men dette målet er ikke veid opp mot kommunens ønskede risikoprofil.

Investeringsmandatet angir rammer for plassering for ulike aktivaklasser av porteføljen, men rammene er vide og åpner for ulike risikoprofiler. Mandatet har ikke definert rammer for debitorgrupper, utstedere og enkeltinvesteringer med unntak for eiendom. Risikospredning ut over plasseringsrammer er ikke nærmere spesifisert. Mandatet har ikke fastsatt krav til hvordan finansiell risiko skal vurderes og håndteres.

Rådmannen etablerte fra 1.1.2006 en ”Manual for forvaltning, risikostyring og kontroll” av Kraftfondet som ivaretar noen av føringene gitt i finansforskriften. Denne har vært presentert for det politiske miljøet, men har ikke vært oppe til politisk behandling.

5.3. Revisjonens vurdering

Finansforskriften legger til grunn at kommunen skal ha ett reglement som omfatter forvaltningen av både kortsiktige likvide midler, gjeld og langsiktige finansielle aktiva. Trondheim kommune har valgt å etablere to sett med reglementer for finansforvaltningen. Ett finansreglement som omfatter bykassen og ett sett med regler som omfatter Kraftfondet. Formelt sett dekker disse to reglementene lovens minimumskrav.

Revisjonen mener imidlertid at denne delingen ikke tilfredsstillende finansforskriftens krav om at reglementet skal inneholde alle tre finansområder (likvide midler, gjeld og langsiktige finansielle aktiva). Ifølge finansforskriften skal kommunens eget reglement gi en samlet beskrivelse av formålet med finansforvaltningen som helhet og mellom de tre forvaltningstypene med overordnet risikovurdering. Revisjonen mener det er viktig at det etableres en samlet risikovurdering og rapportering for hele finansområdet, samt at forvaltningen og risikoene for de tre områdene blir sett i sammenheng.

Revisjonen mener det er positivt at kommunen har hatt en gjennomgang av hele finansområdet, og vil peke på følgende forbedringsområder som fremkom etter gjennomgangen:

- dagens reglement/investeringsmandat er vidt og åpner for ulike risikoprofiler
- reglementet mangler en nærmere beskrivelse av ønsket risikoprofil
- det er ikke definert nærmere rammer for debitorgrupper, utstedere og enkeltinvesteringer (med unntak av eiendom)
- forholdet mellom risiko og ønsket avkastning for Kraftfondet er ikke avveid og konkretisert

- reglementet stiller få krav til risikospredning
- reglementet setter ikke krav til hvordan finansiell risiko skal vurderes og håndteres.

Revisjonen vil understreke at kommunens finansreglementer ikke tilfredsstillende ny finansforskrift som trer i kraft 1.7.2010. Dette gjelder blant annet å ha rutiner for å vurdere og å håndtere finansiell risiko, sørge for at rutinene er gjenstand for regelmessig oppfølging og kvalitetssikring, samt at kommunen har rutiner for oppdatering av finansreglementet.

Etter revisjonens vurdering er den nye forskriften på flere områder en tydeliggjøring av gjeldende regelverk i forhold til ansvar, kontroll, overvåking og rapportering.

6. Er lov om offentlige anskaffelser fulgt ved kjøp av tjenester?

6.1. Bakgrunn

Revisjonen har tidligere tatt opp forholdet rundt offentlige anskaffelser og kjøp av finanstjenester med rådmannen. Bakgrunnen for dette er at rådgivningstjenestene ikke har vært gjenstand for formell konkurranse.

Ved opprettingen av Kraftfondet skrev rådmannen i sitt saksfremlegg til bystyret (bystyresak 88/02) at valg av eksterne forvaltere skal skje som en følge av utlysning i markedet og en derpå grundig analyse. Kraftfondet gjennomførte i denne forbindelse en anbudskonkurranse i 2002 for etablering av en pool av forvaltere. Markedet ble ifølge rådgiverne i tillegg bredt sjekket ut ved oppstart. Videre er de inngåtte avtaler på området oppsigbare på kort varsel (tre måneder) og leverandørens leveranser blir vurdert fortløpende både i forhold til kostnader og oppnådde resultatet. Rådmannen har i sin praksis på området lagt til grunn at finansområdet er gitt unntaksbestemmelser i forskriften til lov om offentlige anskaffelser.

6.2. Rådmannens vurderinger på området

I forvaltningspoolen som ble opprettet i 2003 ble følgende forvaltere valgt ut: DNB, Barclays, Morgan Stanley, Primco, Pareto og Skagen. I ettertid har KLP, Allegro og Carnegie også kommet til. Ifølge rådgiverne i fagstaben anvender Kraftfondet fire av disse forvalterne.

Ifølge rådgiverne i Kraftfondet skjer oppfølgingen av forvalterne som en kontinuerlig prosess basert på månedrapporter fra forvalterne og annen offentlig informasjon. Fondet har også møter med forvaltere der de tilbyr sine produkter, også forvaltere utenfor poolen.

Kraftfondet legger til grunn at kjøp av forvaltningstjenester faller utenfor forskrift om offentlige anskaffelser, men mener samtidig at lovens intensjon om konkurranse er oppfylt ved at det ble gjennomført en anbudsprosess på området i 2002 og at det i ettertid er foretatt fortløpende vurderinger av forvalterne som inngår i poolen for Kraftfondet, samt at nye forvaltere også blir vurdert. Fra Kraftfondets side legges det derfor vekt på at de foretar en løpende vurdering av tilbudet i markedet og en oppfølging av de priser som forvalterne benytter, herunder økonomiske resultater av forvaltervirksomhetene. I vurderingene er det lagt til grunn at avtalene ikke er tidsbegrenset og at Kraftfondet bruker forvalterne etter behov.

Kraftfondet har også avtaler med Credit Suisse om forvaltning av hedgefond og Griff Kapital AS på rådgivningssiden. Avtalene med Griff Kapital AS gjelder følgende:

- Månedlig rapportering av Kraftfondets samlede resultater og risiko
- Konsulenttjenester i forbindelse med oppfølging av Kraftfondets investeringer i hedgefond
- Konsulenttjenester i forbindelse med etablering og oppfølging av beslutningsprosess og risikostyring av fondet.

Disse avtalene er gjennomført som direkteanskaffelser. Rådmannen opplyser at kommunens avtaler er oppsigbare med tre måneders varsel.

6.3. Lovens virkeområde og unntaksbestemmelsene

Lov om offentlige anskaffelser gjelder for anskaffelser av varer, tjenester og bygge- og anleggsarbeider. I forskriften til loven er det gitt nærmere bestemmelser om virkeområdet og unntaksbestemmelser. I forskriftens § 1-3 (2) bokstav e) fremkommer det at forskriften ikke får anvendelse på:

”Kontrakter om finansielle tjenester i forbindelse med emisjon, kjøp, salg og overdragelse av verdipapirer eller andre finansinstrumenter, særlig transaksjoner utført av offentlige oppdragsgivere for å skaffe til veie penger eller kapital, samt sentralbanktjenester.”

Unntaket om kjøp av visse finansielle tjenester vil ifølge veileder om offentlige anskaffelser i hvert fall omfatte:

- obligasjonsbaserte lån (lån skaffet til veie gjennom salg av obligasjoner)
- rådgivning vedrørende salg av aksjer
- børsmeglervirksomhet og annen meglervirksomhet
- avtaler om emisjon av verdipapirer
- avtaler om handel med og overførsel av verdipapirer
- handel med investeringsforeningsbeviser og lignende

Kommunen vil ikke være forpliktet til å følge reglene i forskrift om offentlige anskaffelser for slike tjenester. Imidlertid vil anskaffelsen av slike tjenester være omfattet av lov om offentlige anskaffelser, herunder de grunnleggende krav i lov om offentlige anskaffelser § 5 om god foretningsskikk, likebehandling av leverandører, gjennomsiktighet, etterprøvnbarhet, forutberegnelighet og forbud mot diskriminering på grunnlag av nasjonalitet. Det følger også av denne bestemmelsen at anskaffelser så langt det er mulig skal være basert på konkurranse. Det er forskriftens krav til prosedyrer, rutiner og utlysning som er unntatt for disse tjenestene. Ifølge veileder om reglene til offentlige anskaffelser kan de grunnleggende prinsippene utgjøre et selvstendig grunnlag om plikter og rettigheter i anskaffelsesprosessen.

6.4. Revisjonens vurdering

I henhold til lov om offentlige anskaffelser § 5 2. ledd skal alle anskaffelser baseres på konkurranse. Det fremgår av revisjonens undersøkelse at kommunens avtaler om kjøp av tjenester med Credit Suisse og Griff Kapital AS er gjennomført som direkte anskaffelser uten å ha innhentet pristilbud fra flere leverandører og dermed ikke i tråd med kravet om konkurranse i lov om offentlige anskaffelser.

Når det gjelder kommunens kjøp av forvaltningstjenester, mener revisjonen at kravet om konkurranse i loven innebærer at rammeavtaler om kjøp av tjenester ikke kan inngås for lengre enn fire år. Det vises her til KOFA sin uttalelse i klagesak 19/2007, hvor KOFA legger til grunn at den ulovfestede hovedregel, hjemlet i kravet til konkurranse i anskaffelseslovens § 5, er at en rammeavtale ikke kunne ha lengre varighet enn ca fire år med mindre særlige forhold gjorde seg gjeldende. Forskrift om offentlige anskaffelser har i §§ 6-1 4. ledd og 15-1

4.ledd bestemmelser som sier at rammeavtaler ikke skal inngås for mer enn fire år, med unntak av tilfeller som er særlig berettiget ut fra rammeavtalens gjenstand. KOFA uttaler at forskriftens bestemmelser er en kodifisering av det som er gjeldende rett også før ikrafttreddelsen av forskriften 1. januar 2007.

Revisjonen kan ikke se at det foreligger noen grunn til at kommunens avtaler skal inngås for mer enn fire år. En rammeavtale som er gjensidig oppsigbar vil i prinsippet kunne ha uendelig varighet. Etter revisjonens mening er kommunens avtaler ikke i henhold til regelverket om offentlige anskaffelser og må derfor regnes som en ulovlig direkte anskaffelse.

7. Er det etablert tilfredsstillende rutiner for styring, oppfølging og intern kontroll av Kraftfondet?

Ved etableringen av Kraftfondet i 2002 ga bystyret (88/02) en rekke føringer til rådmannen om hvordan fondet skulle organiseres, styres og rapporteres. I tillegg påhviler det rådmannen et selvstendig ansvar for å etablere og følge opp interne kontrollsystemer. I dette kapitlet fokuserer vi på følgende forhold: forvaltningsstrategier, etiske retningslinjer, saksbehandlingsrutiner, prosedyrer for oppfølging av aktivaene og den interne kontrollen.

7.1. Forvaltningsstrategi

7.1.1. Referanseportefølje

Vedtektene fastsetter at fondets portefølje skal plasseres innenfor vedtatt investeringsmandat og at rådmannen skal fastsette en referanseportefølje som skal gjelde for den enkelte forvalter.

Rådgiverne opplyser i denne sammenheng at fondet blir forvaltet etter en dynamisk forvaltningsstrategi, og at bruken av referanseportefølje ble vurdert som en mulig strategi i oppstarten av fondet. Dynamisk forvaltningsstrategi innebærer at fondet foretar løpende vurderinger av utviklingen i kredittmarkedet, aksjemarkedet, eiendomsmarkedet og realøkonomien med hensyn til om økonomien er inne i en oppadgående eller nedadgående trend. Blant annet på denne bakgrunn tar fondet stilling til hvilken aksjerisiko, renterisiko, kredittrisiko, eiendomsrisiko og risiko ved alternative investeringer fondet velger. Dette gir grunnlaget for den løpende tilpasningen i porteføljen.

Bruken av referanseportefølje ble vurdert som lite hensiktsmessig i denne sammenheng, blant annet på grunn av fondets porteføljesammensetning, den dynamiske forvaltningsstrategien og at fondet må foreta endringer fortløpende. Rådmannen opplyser imidlertid at det er etablert referanseporteføljer for de eksterne forvalterne.

7.1.2. Betydningen av organiseringen for forvaltningsstrategien

Fondet er organisert som en del av bykassen og dermed underlagt kommunale regnskapsprinsipper. Risikoene i forhold til regnskapsmessige effekter er knyttet til aksjer og markedsbaserte finansielle verdipapirer og ikke anleggsobligasjoner. Dette medfører at verdistigning eller verdifall på aksjer/omløpsmidler får direkte effekt på driftsresultatet til fondet og dermed kommuneregnskapet. Anleggsobligasjoner får ikke slik effekt siden disse kun balanseføres. Nedskrivning av anleggsobligasjoner får kun effekt for fondets egenkapital. Ifølge våre informanter er dette forhold som man må ta hensyn til i fondets forvaltningsstrategi.

Ekspertpanelet mener det ville vært en fordel om fondet var organisert utenfor kommuneregnskapet, dette for å unngå effekter som den nære koblingen opp mot kommuneregnskapet gir. De mener en frikobling fra kommuneregnskapet, vil gjøre det lettere for fondet å opptre mer langsiktig i forvaltningen av midlene. Slik det er i dag, må man av hensyn til kommuneregnskapet og årlige avkastningskrav, ta mer kortsiktige hensyn.

7.2. Etske retningslinjer

Bystyret har vedtatt etiske retningslinjer for Kraftfondet. I henhold til disse skal ikke fondet investere i selskaper som har tilknytning til våpenindustri, alkohol- og tobakksindustri eller barnarbeid.¹⁴

De etiske retningslinjene blir ifølge Kraftfondet fulgt opp ved at man har videreformidlet de etiske retningslinjer til de eksterne forvalterne av fondet. Forvalterne gir tilbakemelding på etterlevelsen av fondets etiske retningslinjer gjennom den vanlige rapporteringen.

Aksjeforvalterne rapporterer hver måned, mens hedgefondforvalteren rapporterer hvert kvartal.

7.3. Saksbehandlingsrutiner

Kraftfondet manglet i den første fase skriftlige rutiner for forvaltning, risikostyring og kontroll. Dette ble skriftliggjort med etableringen av Manual for forvaltning, risikostyring og kontroll fra og med 1.1.2006. Manualen beskriver Kraftfondets organisering, ansvar og myndighet, risikostyring og kontroll, samt beskrivelser av daglige arbeidsprosesser rundt forvaltningen av fondet.

Sentrale rutiner for fondet er blant annet rettet mot beslutningsprosessen for investeringene. Fondet har arbeidsmøter mellom egne rådgivere og kommunaldirektør for finans hver 14. dag. Disse møtene er uformelle kontaktmøter eller driftsmøter som det ikke skrives referater fra. I møter hvor det fattes beslutninger eller gjøres vedtak, skrives det referat. Disse blir omtalt som allokeringmøter.

Rådmannen gjennomfører minst fire faste møter med ekspertpanelet hvert år. Ekspertpanelet skal være uavhengig og rådgivende i forhold til allokeringer og endringer i aktivaklasser, mens det er rådmannen som har ansvar for å velge konkrete allokeringalternativer og aktivaklasser som det skal investeres i. Det tas ingen beslutninger i møtene med ekspertpanelet. Beslutningene tas i fondets interne møter, omtalt som allokeringmøtene. Ekspertpanelet får ikke referat fra disse møter, men får en muntlig orientering i neste ekspertpanelmøte om hvilke beslutninger og nyinvesteringer som er foretatt. Ifølge Kraftfondet kan det bli tatt kontakt med ekspertpanelet utenom disse møtene hvis utviklingen i markedet gir grunnlag for dette. Slik kontakt skjer enten via telefon, e-post eller i adhocmøter.

I gjennomføringen av forvaltningsrevisjonen har vi etterspurt en del dokumentasjon som har vært vanskelig tilgjengelig. Mye av informasjonen er lagret på en slik måte at den ikke er lett tilgjengelig for andre enn saksbehandlerne.

7.4. Prosedyrer for oppfølging av aktivaene

Enkeltinvesteringene følges opp månedlig av Kraftfondet i forbindelse med rapporteringen fra forvalterne. Det samme gjelder fordelingen på aktivaklasser og investeringsrammer. Ifølge

¹⁴ Fondet vedtok ved etableringen i 2002 egne etiske retningslinjer for forvaltningen av fondet. Disse ble ved bystyrebehandlingen i juni 2006 innskjerpet.

rådmannen har oppfølgingen ikke vært basert på nedfelte rutiner, men på at man har hatt et opplegg for jevnlig rapportering på bestemte områder.

Rådmannen opplyser i denne sammenheng at ulike modeller for aktivaoppfølging har vært prøvd, men uten at en har lyktes med å få etablert en tilfredsstillende modell. Blant annet har rutiner for stop-loss¹⁵ vært tema i Kraftfondet siden oppstarten. Rådmannen mener at en av årsakene til dette er fondets dynamiske investeringsstrategi. For fondet har det mer vært spørsmål om hvor i makrosyklusen man er. Denne strategien ble også vurdert som mindre hensiktsmessig siden fondet ikke investerer i enkeltaksjer, men i aksjefond.

Ifølge rådgiverne er saksbehandlingsrutinene ikke blitt vesentlig endret som følge av finanskrisen, men har etablert rutiner for å kunne håndtere uforutsette hendelser i finansmarkedet. I møterefaterne med ekspertpanelet fremkommer det at fondet har diskutert ulike rutiner for å møte markedsmessige svingninger, blant annet å innkalle til hastemøter hvis børsen går under 300 poeng. Ifølge våre informanter har fondet etter finanskrisen imidlertid ikke iverksatt spesielle tiltak med hensyn til plassering av midler.

Ifølge ekspertpanelet har fondet stort sett fulgt rådene som panelet har gitt. Fondet har imidlertid ikke alltid kunnet følge ekspertpanelets råd om å ta høyere aksjerisiko.

7.5. Etablering av intern kontroll

Ifølge kommunelovens § 23,2 ledd skal administrasjonssjefen (rådmannen) sørge for at virksomheten drives i samsvar med lover, forskrifter og overordnede instruksjoner, og at den er gjenstand for betryggende kontroll. Med betryggende intern kontroll menes forsvarlige rutiner og systemer som i rimelig grad skal sikre at kommunens eiendeler er beskyttet, at regnskapsmessige data er nøyaktige og pålitelige, at lover og forskrifter følges og etterleves, og at driften skjer på en målrettet og kostnadseffektiv måte. Etablering og drift av prosesser rundt intern kontroll bør imidlertid vurderes i forhold til hva som er et akseptabelt risikonivå.

For å ivareta dette i forvaltningen av Kraftfondet er det etablert en egen funksjon som har ansvar for å utføre intern risikokontroll av fondets investeringsaktiviteter og risikoprofil. Dette er beskrevet i Manualen for forvaltning, risikostyring og kontroll. Denne funksjonen skal utelukkende være involvert i kontroll- og oppfølgingsoppgaver, og ikke i det operasjonelle eller forvaltningsmessige arbeidet med Kraftfondet.

Den som er ansvarlig for utførelsen av intern kontroll skal rapportere kvartalsvis til henholdsvis rådmannen, kommunaldirektør for finans og rådgiverne i rådmannens fagstab. Ved funn av avvik skal ansvarlig for intern kontroll uten ugrunnet opphold rapportere dette til ovennevnte instanser, samt til kommunerevisjonen.

7.6. Revisjonens vurderinger

Revisjonen mener rådmannen i hovedsak har etablert et system for styring og oppfølging i tråd med føringer som er gitt av bystyret. Rådmannen har også etablert en intern kontroll som, etter vår vurdering, har fungert tilfredsstillende de to siste årene.

¹⁵ Begrepet Stopp-loss kan i korte trekk forklares med en ordretype/rutine som har til hensikt å forhindre store kursstap

Revisjonen mener at de etiske retningslinjer blir fulgt opp ved at kommunens føringer blir formidlet til forvalterne og at man krever løpende tilbakereportering på området. Når det gjelder hedgefondene så har de en struktur og blir forvaltet på en slik måte at det er svært krevende å kontrollere om disse oppfyller de etiske retningslinjene. Rådmannen har imidlertid besluttet at Kraftfondet skal selge seg ut av hedgefondene.

Kraftfondet oversender i dag ikke møtereferater fra internmøter (allokeringsmøter) til ekspertpanelet. Etter revisjonens vurdering bør ekspertpanelet få kopi av disse møtereferatene.

I vår gjennomgang har vi etterspurt en rekke dokumenter rundt fondet. Noe av det vi har etterspurt, har Kraftfondet ikke klart å framskaffe. Revisjonen mener at rådmannen bør opprette et lett tilgjengelig arkivsystem som omfatter alle sider ved forvaltningen av Kraftfondet. Dette for å sikre at dokumentasjon oppbevares for ettertiden.

8. Er de økonomiske føringene for Kraftfondet innfridd?

8.1. Sentrale føringar

Ifølge vedtektene er det rådmannen som har ansvaret for plassering av Kraftfondets midler. Gjennom investeringsmandatet har bystyret gitt føringar for hvordan fondets midler skal plasseres i markedet. Ved opprettelsen av fondet bestemte bystyret at minst 60 prosent av porteføljen skulle plasseres i pengemarked/obligasjoner med lav risiko. I 2005 åpnet bystyret for at Kraftfondet kunne investere i eiendom med inntil ti prosent av samlet portefølje. I 2006 besluttet bystyret at andelen av porteføljen som skal være i pengemarked/obligasjoner til lav risiko, skal være minst 50 prosent av porteføljen. Samtidig ble det åpnet for at inntil ti prosent av porteføljen kunne være investeringer i strukturerte kreditter. (Se vedlegg 1). I det reviderte investeringsmandatet fremgår det at fondet kan investere inntil 30 prosent av porteføljen i aksjer og inntil 20 prosent i alternative investeringer.

Ved disponeringen av årets avkastning, fremgår det av vedtektene at før uttak til bykassen, skal fondets grunnkapital først tilføres midler slik at realverdiene ble opprettholdt i samsvar med utviklingen av konsumprisindeksen. Vedtektene angir nærmere hvordan uttak av midler fra fondet skal skje. Kraftfondets krav til avkastning fremkommer av vedtektenes bestemmelser om uttak.

I vedtektene er nivået på avkastningskravet satt til fire prosent realavkastning. For 2009 er dette målet nedjustert til tre prosent etter behandlingen av siste årsrapport for Kraftfondet.

8.2. Plasseringen av midlene i de ulike fondene

Tabell 2 viser utviklingen i Kraftfondet etter etableringen i juni 2002. Grunnkapitalen ble noe redusert mellom 2002 og 2003. Dette skyldes justeringer som følge av at de skattemessige forhold ikke var godt nok beregnet da fondet ble etablert i 2002.¹⁶ I tillegg fikk fondet i 2003 ansvaret for forvaltningen av kommunens øvrige fond som næringsfond, kulturfond og kollektivfond. Disse skulle fra 2003 forvaltes sammen med Kraftfondet. Per 31.12.2008 utgjør disse tre fondene 245 mill kr, noe som tilsvarer fire prosent av fondenes samlede portefølje. I tabell 2 skiller vi derfor mellom det som kalles det egentlige Kraftfondet og sum andre fond.

Under det egentlige Kraftfondet ligger også korreksjonsfond og disposisjonsfond. Korreksjonsfond gjelder 30 millioner kroner som ble satt av første driftsår til diverse korrigeringer, mens disposisjonsfondet ble etablert i 2004 som avsetninger til bykassen. Disposisjonsfondet ble bygd opp ved at deler av årets avkastning ble tilført denne delen av fondet. Hensikten med disposisjonsfondet var å sikre at avkastning først var opptjent før denne ble disponert til driftsformål. Med et disposisjonsfond ville man unngå at avkastningen ble disponert i samme år som den ble opptjent. For årene 2002 – 2004 ble overskuddet

¹⁶ Forholdet ble nærmere gjennomgått av revisjonen da dette ble avdekket i 2003. Ved utgangen av 2003 lå det an til et samlet skattekrav på 467 mill kr, mens First Securities ASA kun hadde beregnet et skattekrav på 215 mill kr. For nærmere gjennomgang av forholdet se revisjonens to notater per 4.11.2003 og 13.1.2004 angående "Oppfølgingen etter salget av aksjene i TEV/skattesaken".

budsjettmessig disponert i samme år som dette ble opptjent, mens man fra og med 2005 ønsket å endre dette med etableringen av disposisjonsfondet.

Tabell 2 *Endringer av Kraftfondets egenkapital etter oppstarten 26.6.2002.*
Alle årstall per 31.12. Mill kr.

| | Start | 2002 | 2003 ^{*)} | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|---------------------------|-------------|-------------|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Grunnkapital | 4864 | 4933 | 4825 | 4879 | 4966 | 5078 | 5164 | 5283 |
| Bufferkapital | 300 | 335 | 405 | 415 | 422 | 431 | 443 | 245 |
| Korreksjonsfond | - | 30 | - | - | - | - | - | - |
| Disposisjonsfond | - | - | 0 | 59 | 182 | 275 | 147 | 0 |
| Egentlig kraftfond | 5164 | 5298 | 5230 | 5353 | 5570 | 5784 | 5755 | 5529 |
| Kollektivfond | - | - | 99 | 100 | 102 | 104 | 107 | 109 |
| Kulturfond | - | - | 25 | 50 | 76 | 78 | 106 | 108 |
| Næringsfond | - | - | 25 | 25 | 26 | 26 | 27 | 28 |
| Sum andre fond | | | 149 | 175 | 204 | 208 | 240 | 245 |
| SUM fond | 5164 | 5298 | 5379 | 5528 | 5774 | 5992 | 5995 | 5774 |

^{*)} Grunnkapitalen justert i forhold til at det fra fondet ble foretatt uttak til dekking av mer skatt etter salget av TEV. Uttaket for å dekke ekstra skatt etter salget er på 225,7 mill kr.

Utviklingen av fondet viser at grunnkapitalen har vokst fra 4 864 mill kr i 2002 til 5 283 mill kr i 2008. Dette tilsier at grunnkapitalen har vokst med 419 mill kr i perioden. Tar man hensyn til skattemessige justeringer av grunnkapitalen i 2003, skal endringene i grunnkapitalen være i samsvar med endringer i konsumprisindeksen.¹⁷

Bufferkapitalen, som opprinnelig var på 300 mill kr, ble i løpet av de to første årene etter opprettelsen økt til ønsket nivå på 400 mill kr. Etter at ønsket nivå på bufferkapitalen ble oppnådd, har man disponert de årlige avkastningene slik at realverdien på bufferkapitalen ble ivaretatt frem til og med 2007. Bufferkapitalen utgjorde 443 mill kr per utgangen av 2007. På grunn av fondets negative resultat i 2008 ble bufferkapitalen brukt til å opprettholde grunnkapitalens realverdi.

Disposisjonsfondet som ble bygd opp i årene 2004, 2005 og 2006 ble nedtappet i årene 2007 og 2008. Disponeringen skjedde på grunn av inndekningen av et underskudd i kommuneregnskap 2007 og sviktende avkastning (underskudd) for Kraftfondet i 2008. Per 31.12.2008 var derfor disposisjonsfondet tomt.

Samlet har Kraftfondet vokst fra 5 164 mill kr i 2002 til 5 774 mill kr i 2008, en økning som utgjør 610 mill kr. Dette inkluderer nærings-, kultur- og kollektivfondet som i 2008 utgjorde 245 mill kr. Fondene var på sitt største i 2007 med rundt 6 mrd kr.

8.3. Fordeling på ulike aktivaklasser

Rådmannen stod overfor flere utfordringer da kommunen skulle plassere Kraftfondets midler i markedet. Administrasjonen hadde ingen spesiell kompetanse eller erfaring med forvaltningen av så store midler som det salget av Trondheim Energiverk AS utløste. Midlene skulle raskt ut i markedet, og fondet var avhengig av at man fikk knyttet til seg ekstern kompetanse på

¹⁷ Grunnkapitalen ble justert ned med 225,7 mill kr i 2003 til dekking av skattemessige ekstrakostnader. Dette beløpet komme i tillegg til nettoeffekten av grunnkapitalens endringer for den samlede konsumprisvirkning.

fagfeltet. Ifølge rådmannen valgte man å engasjere First Securities ASA¹⁸ til å etablere startporteføljen. Det ble inngått en megleravtale med selskapet og målsettingen var at startporteføljen skulle være etablert i løpet av 90 dager. Ifølge tidligere rådmann lyktes Kraftfondet med å få plassert alt av midler (fem mrd kr) i rentebærende papirer i løpet av 2002. Verdipapirene ble i hovedsak kjøpt i annenhåndsmarkedet¹⁹, enten som langsiktige anleggsobligasjoner eller omløpsobligasjoner.

Ifølge tidligere rådmann baserte Kraftfondet seg i stor grad på de råd som ble gitt av rådgivningsselskapet Griff Kapital AS og ekspertpanelet i den videre plasseringen av fondets midler.

First Securities ASA deltok i samtlige ekspertpanelmøter med Kraftfondet i perioden 2002 – 2004. Selskapets engasjement var i den innledende fasen knyttet til forannevnte megleravtale og senere en analyseavtale. Rådmannen opplyser at avtalene med First Securities ASA kun var tenkt som ekstern bistand i implementeringsfasen, mens kontakten etterpå skulle være på lik linje med den kontakten fondet hadde med andre selskaper av denne type. First Securities ASA hadde dermed en sentral rolle i forhold til utplasseringen av startporteføljen, utredninger og presentasjoner av makroøkonomiske analyser i implementeringsfasen.

Rådmannen opplyser at fordelingen mellom de ulike aktivaklassene blir løpende vurdert ut i fra vedtatte strategier for Kraftfondet, men at man i forvaltningen også har måttet ta hensyn til hva som er kommunens årlige avkastningsmål, ønsket risikoprofil for fondet og de finansielle markedsutsiktene. Ifølge rådmannen har sammensetningen av porteføljen vært i tråd med investeringsmandatet og hovedtyngden av midlene skal ha vært og er plassert i rentebærende papirer til lav risiko. Omtrent 50 prosent av midlene skal til enhver tid ligge innenfor denne kategorien.

Tabell 3 Fordeling av porteføljen på aktivaklasser, mill kr. (inkludert nærings-, kultur- og kollektivfond). Alle tall per 31.12. Mill kr

| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Bankinnskudd, inkl bruk av trekkrettigheter | 40 | 39 | 4 | -27 | 45 | 332 | 181 |
| Omløpsobligasjoner | 2407 | 1654 | 664 | 956 | 779 | 994 | 168 |
| Anleggsobligasjoner | 2953 | 3012 | 3543 | 3342 | 3438 | 3545 | 3712 |
| Norske aksjer | 0 | 487 | 437 | 303 | 328 | 203 | 94 |
| Internasjonale aksjer | 0 | 208 | 404 | 456 | 618 | 408 | 280 |
| Grunnfondsbevis | 0 | 0 | | 113 | 81 | 59 | 27 |
| Alternative investeringer inklusiv eiendom | 0 | 100 | 528 | 623 | 779 | 560 | 329 |
| Annet, aksjeindeksert obligasjoner, omløp | 0 | 0 | 29 | 32 | 0 | 0 | 0 |
| <i>Plasseringer etter politiske vedtak i bystyret:</i> | | | | | | | |
| Aksjer TrønderEnergi AS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 522 |
| TKP *) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 400 |
| SUM eiendeler | 5400 | 5499 | 5610 | 5799 | 6068 | 6101 | 5712 |

*) Trondheim Kommunes Pensjonskasse. 300 mill kr som kjernekapitalinnskudd og 100 mill kr som lån. Lånet er i løpet av 2009 blitt omgjort til kjernekapitalinnskudd

Tabell 3 viser at hovedtyngden av porteføljen er plassert i obligasjoner, fordelt på omløpsobligasjoner og anleggsobligasjoner. Obligasjonene utgjør mellom 60-70 prosent av

¹⁸ First Securities ASA var det selskapet som hadde vært rådmannens rådgiver i gjennomføringen av salgsprosessen av Trondheim Energiverk AS. First Securities ASA fikk 10 mill kr i honorarer for dette salget.

¹⁹ Med annenhåndsmarked siktes det til kjøp av etablerte verdipapirer.

porteføljen, mens øvrige plasseringer er knyttet til aksjer, eiendom (fra 2005), grunnfondsbevis og alternative investeringer.

Omløpsobligasjoner

Omløpsobligasjoner er de obligasjonene som inngår i kommunens handelsportefølje og som kan omsettes fortløpende. Verdivurderingene av disse aktivaene vil være markedsbasert.

Kraftfondets omløpsobligasjoner er sammensatt av obligasjoner utstedt av en rekke banker, energiselskaper samt statlige og kommunale foretak. Disse utgjorde i perioden 2004 - 2008 mellom 664-994 mill kr, noe som tilsvarte 12-15 prosent av den samlede porteføljen. For 2008 ble omløpsobligasjonene redusert til 168 mill kr eller til 3 prosent av portefølje. Dette skjedde som en følge av bystyret besluttet å kjøpe aksjer i TrønderEnergi AS med 522 mill kr. Oppkjøpet av disse aksjene ble finansiert ved salg av omløpsobligasjoner.

Anleggsobligasjoner

Anleggsobligasjonene er fondets langsiktige plasseringer og utgjør hovedtyngden av fondets investeringer. Dette er obligasjoner som man normalt sitter med til forfall og som gir en årlig fast avkastning eller kupongrente. Ved forfall får Kraftfondet tilbakebetalt hele investeringen (hovedstolen) forutsatt at skylderen er likvid. Normalt er dette investeringer til lav risiko forutsatt at investeringen er gjort i sikre selskaper med god kredittrating.

Fordelingen av porteføljen i anleggsmidler har i perioden 2002-2007 utgjort rundt 55 – 60 prosent av samlet porteføljen. I 2008 ble denne delen av porteføljen styrket med 550 mill kr, slik at denne ved utgangen av 2008 utgjorde 72 prosent av Kraftfondet. I tillegg har fondet plassert 521,6 mill kr i TrønderEnergi AS, som regnskapsteknisk er ført som et anleggsmiddel.

Tabell 4 Kraftfondets fordeling av obligasjoner etter type virksomhet. Mill kr.

| | 31.12.2008 |
|---|------------|
| Foretnings og sparebanker | 593 |
| Kredittforetak/Finansieringsselskap | 775 |
| Kommuneforvaltningen | 41 |
| Statlig eide foretak | 100 |
| Selvstendige kommunale foretak (energi) | 793 |
| CDO (OF III og OF V) | 300 |
| Utlandet (Norden: bank og energi) | 1 315 |
| SUM | 3 917 |

Grunnfondsbevis

Per 31.12.2008 har fondet plassert 26,9 mill kr i grunnfondsbevis. Dette er verdipapirer som utstedes av sparebankene. Denne type verdipapirer utgjør en mindre andel av fondets plasseringer jf tabell 3.

Aksjer

Tabell 5 viser Kraftfondets investeringer i aksjer for perioden 2005 - 2008. I perioden har Kraftfondet benyttet fem ulike fond. Det dreier seg om to norske og tre utenlandske aksjefond. Plasseringer av midlene i aksjefond har siden etableringen ligget på rundt 10 – 14 prosent av samlet portefølje, men med unntak av siste år da denne kun utgjorde 7 prosent. Per 31.12.2008 hadde fondet plassert 94 mill kr i norske aksjer og 280 mill kr i globale aksjer.

Tabell 5 Kraftfondets plasseringer i aksjer. Mill kr.

| | Bokført verdi pr 31.12.05 | Bokført verdi pr 31.12.06 | Bokført verdi pr 31.12.07 | Bokført verdi pr 31.12.08 |
|-----------------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|
| KLP aksjer Norge Indeks | 249 | 255 | 173 | 80 |
| DNB aksjer Norge | 54 | 73 | 30 | 14 |
| Sum aksjer Norge | 303 | 328 | 203 | 94 |
| KLP aksje Global | 56 | 64 | 65 | 39 |
| Skagen Global II | 214 | 337 | 205 | 140 |
| Carnegi World Wide | 186 | 218 | 138 | 101 |
| Sum internasj aksjer | 456 | 618 | 408 | 280 |
| Sum aksjer totalt | 759 | 946 | 611 | 374 |

Alternative investeringer

Ifølge rådmannen startet innfasing av alternative investeringer på slutten av 2003. Tabell 6 viser hvilke investeringer Kraftfondet har gjennomført i denne type produkter siden man gikk inn første gang, det vi si siden desember 2003. Av tabell 3 går det for øvrig frem at Kraftfondet var tyngst inne på dette området i 2006, men etter dette har fondet gradvis solgt seg ut av området. Til revisjonen har rådmannen opplyst at Kraftfondet akter å selge seg helt ut av gruppen Hedgefond. Per 31.12.2008 er 185 mill kr av fondets midler plassert i alternative investeringer, hovedsakelig hedgefond.

Tabell 6 Kraftfondets plasseringer i alternative investeringer, hedgefond. Mill kr.

| | Kjøpt | Solgt | Kjøpspris | Salgspris | Bokført verdi pr 31.12.08 | Gevinst etter salg/ verdiendring | Kjøpt gjennom: |
|----------------------------|---------|--------|------------|------------|---------------------------------|--|-------------------|
| CSFB Konv obl | Des 03 | Mai 07 | 49 | | | | Cr. Suisse |
| CSFB Konv obl | Apr 04 | Mai 07 | 98 | 175 | 0 | +28 | Cr. Suisse |
| Sum konv obl | | | 147 | 175 | 0 | +28 | |
| CSFB Cheyne spec | Des 03 | | 50 | | | | Cr. Suisse |
| CSFB Cheyne spec | Apr 04 | Nov 08 | 198 | 178 | 162 | +92 | Cr. Suisse |
| SEB/Muz. High Yield Fo | Juli 04 | Nov 06 | 101 | 105 | 0 | +4 | Cr. Suisse |
| GS Direct Strategies fond | Jan 06 | Okt 07 | 44 | 24 | 0 | -20 | Cr. Suisse |
| Sector Conitietrica fond | Sept 06 | Des 08 | 19 | 18 | 0 | -1 | PFPC |
| Sector Maritime fond | Sept 06 | | 19 | | 23 | +4 | PFPC |
| Sum Hedge fond | | | 432 | 325 | 185 | +79 | |
| Sum Alternative inv | | | 579 | 500 | 185 | +107 | |

8.4. Er midlene blitt plassert i samsvar med investeringsmandatet?

I Kraftfondets vedtekter fremkommer det at rådmannens rapportering til bystyret skal inneholde en oversikt over fordeling mellom investeringstyper. Rådmannen har rapportert dette etter hvordan fondet blir regnskapsført. Fra og med 2008 har rådmannen i tillegg rapportert plasseringene fordelt i prosent etter investeringsmandatet.²⁰ Revisjonen har sammenstilt dette med tillegg for regnskapsårene 2005, 2006 og 2007. Tabellen under viser fondets plasseringer i perioden 2005 – 2009 sammenholdt med investeringsmandatet.

²⁰ Tabell 4.2 i Kraftfondets årsrapport

Tabell 7 *Investeringsmandat og allokeringer i Kraftfondet. Allokeringer i prosent etter aktivklasser perioden 2005 - 2009. Investeringsmandat vedtatt 30.3.2006, bystyresak 26/06.*

| Aktivklasse | Investeringsmandat, per mars 2006 | Rådmannens rapportering 30.9.2009 | Allokering 31.12. 2008 | Allokering 31.12. 2007 | Allokering 31.12. 2006 | Allokering 31.12. 2005 |
|---|-----------------------------------|-----------------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| Aksjer totalt | 0 – 30 | 8,2 | 7,0 | 11,0 | 16,9 | 15,5 |
| Aksjer Norge | 0 – 30 | 2,2 | 1,6 | 3,3 | 5,4 | 5,2 |
| Aksjer global | 0 - 30 | 5,3 | 4,9 | 6,7 | 10,2 | 7,9 |
| Grunnfondsbevis | 0 – 5 | 0,7 | 0,5 | 1,0 | 1,3 | 1,9 |
| Aksjeindeksert obligasjon | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0,5 |
| Eiendom | 0 - 10 | 1,8 | 1,8 | 3,4 | 3,4 | 0,6 |
| Renter totalt | 50 – 100 | 72,1 | 71,2 | 79,8 | 70,3 | 73,7 |
| Obligasjoner anlegg *) | 40 – 100 | 49,0 | 65,0 | 58,2 | 56,7 | 57,6 |
| Obligasjoner omløp | 0 – 40 | 6,6 | 2,9 | 16,3 | 12,9 | 16,6 |
| Bank/pengemarked | 0 – 30 | 16,5 | 3,3 | 5,3 | 0,7 | - 0,5 |
| Rentefond min. BBB | 0- 10 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Alternativ investering | 0- 20 | 2,7 | 3,9 | 5,8 | 9,5 | 10,1 |
| Hedgefond | 0 – 15 | 2,0 | 3,2 | 5,8 | 7,1 | 5,8 |
| Private equity | 0 – 10 | 0,7 | 0,7 | 0 | 0 | 0 |
| Strukturerte kreditter | 0 – 10 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| High-yield ²¹ BB-B | 0 – 5 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1,8 |
| Konvertibel obligasjon | 0 – 5 | 0 | 0 | 0 | 2,4 | 2,6 |
| Investeringer besluttet av bystyret: | | 15,2 | 16,1 | - | - | - |
| Trondheim kommunale pensjonskasse | | 6,6 | 7,0 | - | - | - |
| Trønder Energi AS, B-aksjer | | 8,6 | 9,1 | - | - | - |

*) Obligasjonsforetak 3 og 5 inngår som en del av fondets anleggsobligasjoner.

Tabell 7 viser at "renter totalt" utgjør hovedtyngden av investeringene med mellom 70 – 80 prosent av porteføljen. I 2006 utgjorde andelen aksjer 17 prosent, men er nå 8 prosent. Alternative investeringer var på det meste på rundt ti prosent i 2005/6, men utgjør nå kun 2,7 prosent av porteføljen.

Kraftfondets investeringer i OF III og OF V er i tabell 7 ført som en anleggsobligasjon. Disse investeringene kunne alternativt ha vært rapportert som strukturerte kreditter. Revisjonen har beregnet hvor stor andel de alternative investeringene ville blitt hvis OF III og OF V hadde blitt rapportert som strukturerte kreditter, jf tabell 8.

Tabell 8 *Nivået på de alternative investeringer når Obligasjonsforetak III og V vurderes som strukturerte produkter/kreditter.*

| | Mandat | 2008 *) | 2007 | 2006 | 2005 |
|-----------------------------|---------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| Rapportert alternative inv | 0 – 20 | 3,9 | 5,8 | 9,5 | 10,1 |
| Strukturert kreditt/CDO | 0- 10 | 5,3 | 6,6 | 6,6 | 3,4 |
| SUM beregnet alt inv | 0 – 20 | 9,2 | 12,4 | 16,1 | 13,5 |

*) I beregningene er det tatt hensyn til at OF III er nedskrevet med 100 mill kr i 2008. Dette bidrar til å redusere andelen strukturerte kreditter i 2008.

Tabell 8 viser at korrigert for OF III og OF V ligger plasseringene innenfor investeringsmandatet.²²

²¹ Obligasjon med høy effektiv rente og en betydelig kredittisiko

²² I vedtaket fra juni 2002 vedtok bystyret at inntil ti prosent av porteføljen kunne investeres i andre papirer, det vil si investeringsalternativene fire og syv som var internasjonale obligasjoner med høy kreditt risiko og

8.5. Er bystyrets føringer for avkastning innfridd?

Bystyret har i perioden 2002 – 2008 gitt føringer om at Kraftfondets skal gi minst fire prosent realavkastning.

Ifølge rådmannen ble Kraftfondet etablert på et gunstig tidspunkt i forhold til plasseringer av midler i rentebærende papirer med god avkastning og til lav risiko. Kraftfondet fikk dermed tidlig plassert en stor andel av midlene i anleggsobligasjoner som sikret en realavkastning på minst fire prosent. Tabell 9 viser Kraftfondets oppnådde avkastning, beregnet realavkastning og midler overført til bykassen for perioden 2002 - 2008.

Tabell 9 Kraftfondets avkastning, realavkastning og overføringer til bykassen.
Perioden 2002-2008 i mill kr.

| | Avkastning Kraftfondet. | Beregnet realavkastning ²³ | Overføring til bykassen fra Kraftfondet. |
|-------------------------------------|-------------------------|---------------------------------------|--|
| 2002 | 246,0 | 178,0 | 113,0 |
| 2003 | 419,7 | 289,8 | 262,7 |
| 2004 | 476,0 | 417,2 | 412,6 |
| 2005 | 534,8 | 435,6 | 436,2 |
| 2006 | 478,2 | 350,7 | 352,9 |
| 2007 | 382,0 | 221,1 | 73,1 |
| 2008 | -85,2 | - 199,4 | 149,0 |
| SUM | 2451,5 | 1693,0 | 1799,5 |
| Snitt per år (6,5 år) ²⁴ | 377,2 | 260,5 | 276,8 |

Kilde: Årsrapporter Kraftfondet, kommuneregnskapet. Når det gjelder 2008 overføringene dreier dette seg om overføringer fra disposisjonsfondet.

Kraftfondet oppnådde i første driftsår en avkastning på 246 mill kr, dette etter seks måneders virke. I 2003 oppnådde fondet en avkastning på 419,7 mill kr. Den høyeste avkastningen oppnådde fondet i 2005 med 534,8 mill kr, mens den laveste avkastningen fikk fondet i 2008 med -85,2 mill kr. I gjennomsnitt har Kraftfondet oppnådd en årlig nominell avkastning på 377,2 mill kr.

Det er vedtektsfestet at fondets kjernekapital²⁵ skal oppjusteres i takt med endringene i konsumprisindeksen. Fondets realavkastning er den avkastningen som fremkommer etter at man har avsatt midler til justering av kjernekapitalen. Dette er vist i tabell 6 som beregnet realavkastning. I tabell 10 har vi beregnet hvor stor realavkastningen utgjør i prosent per år og sammenholdt dette med realavkastningskravet. Differansen ut over realavkastningskravet fremkommer av tabellen.

hedgefond. For 2005 gjaldt imidlertid gammelt investeringsmandat som hadde en ramme på ti prosent for alternative investeringer.

²³ Realavkastningen er beregnet av revisjonen ut fra oppgitt prosentvis realavkastning i rådmannens årsrapporter.

²⁴ Pga at Kraftfondet først ble etablert 26.6.2002 har vi vektet 2002 som ½ år i gjennomsnittberegningene. Snittet er derfor beregnet ved å dividere summen med 6,5 år.

²⁵ Grunnkapital, bufferkapital og øvrige fond.

Tabell 10 Kraftfondets realavkastning²⁶ i perioden 2002 – 2008. Prosentvis realavkastning.

| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 *) |
|-----------------|------|------|------|------|------|------|---------|
| Realavkastning | 4,6 | 5,6 | 7,8 | 7,9 | 6,2 | 3,8 | -3,5 |
| Avkastningskrav | 4,0 | 4,0 | 4,0 | 4,0 | 4,0 | 4,0 | 4,0 |
| Differanse | +0,6 | +1,6 | +3,8 | +3,9 | +2,2 | -0,2 | -7,5 |

Kilde: Årsrapporter Kraftfondet.

Høyest realavkastning oppnådde fondet i 2005 med 7,9 prosent nesten det dobbelte av kravet. Etter 2005 har realavkastningen gått jevnt nedover til at Kraftfondet i 2008 fikk en negativ avkastning.

Avkastningskravet ble nedjustert til tre prosent etter bystyrebehandlingen av økonomiplan (2009- 2012). I budsjettframlegget begrunner rådmannen dette med usikkerheten i finansmarkedet og den effekt dette i neste omgang gir på realøkonomien.

8.6. Revisjonens vurderinger

Revisjonen mener at forvaltningen av Kraftfondet i hovedtrekk har blitt gjennomført etter bystyrets vedtatte investeringsrammer og føringer. Dette begrunner vi med at realverdiene i grunnkapitalen er intakt, bufferkapitalen er disponert i tråd med vedtektene, investeringsmandatet er fulgt ved plassering av midlene og at ønsket realavkastning er oppnådd for årene 2002 – 2006 med solid margin.

Grunnkapital og bufferkapital

Etter revisjons vurdering er forvaltningen av grunnkapitalen og bufferkapitalen gjennomført i tråd med vedtektene. Grunnkapitalen er intakt, og bufferkapitalen ble i løpet av de første årene bygd opp til ønsket nivå, som var 400 mill kr i 2002-kroner. Realverdien ble opprettholdt inntil 2008 da fondet gikk med underskudd. Bufferkapitalen ble da redusert fra 443 til 245 mill kr. Etter revisjonens vurdering er dette i tråd med intensjonen til bufferkapitalen. Utfordringen fremover vil bli å bygge opp bufferkapitalen til ønsket nivå.

Revisjonen understreker at eventuelle tap (avsetninger eller realiserte tap) på investeringene i OF III og OF V vil bli ført direkte mot balansepostene og ikke bli kostnadsført direkte i driftsregnskapet. Dette da investeringene er klassifisert som anleggsmidler. Tapene vil gå til reduksjon i bufferkapitalen, og dersom denne ikke er høy nok, til reduksjon i grunnkapitalen. Slike eventuelle tap vil imidlertid påvirke fremtidige uttak fra Kraftfondet. Etter gjeldende vedtekter må da fremtidig avkastning brukes til gjenoppbygging av Kraftfondets grunnkapital.

Investeringsmandatet

Revisjonens gjennomgang viser at Kraftfondet har spredt investeringene på flere aktivaklasser og hos ulike utstedere. Revisjonen mener at investeringene har skjedd i tråd med vedtatt mandat. Samtidig vil vi påpeke at mandatet er vidt og åpner for at fondet kan ta betydelig høyere risiko enn hva som har vært tilfelle. Kommunen har beregnet at tapene i 4. kvartal

²⁶ Resultat 2008 inneholder ikke nedskrivninger for OF III AS med 100 mill kr. Siden disse var klassifisert som anleggsmidler får nedskrivningen ingen resultat effekt, kun balanse effekt. Hadde OF III og OF V vært et omløpsmiddel ville resultatet blitt ytterligere svekket med 100 mill kr.

2008 kunne blitt om lag tre ganger større²⁷ hvis Kraftfondet hadde tatt maksimalt med risiko i markedet.

Avkastning

Etter revisjonens vurdering har Kraftfondet hatt god avkastning frem til og med 2006. Best resultat ble oppnådd i årene 2004 og 2005. Etter revisjons vurdering henger dette sammen med at fondet ble etablert på et gunstig tidspunkt i forhold til markedet. Fondet oppnådde noe svakere resultat i 2007, og i 2008 var resultatet negativt med 85,5 mill kr.

²⁷ Tapene kunne blitt 639 mill kr istedenfor faktiske 191 mill kr.

9. Finansiell risiko

9.1. Kommunelovens føringer

Ifølge kommunelovens paragraf § 52, nr 3 skal kommunen forvalte sine midler slik at tilfredsstillende avkastning kan oppnås, uten at dette innebærer at kommunen tar vesentlig finansiell risiko. Dette betyr at Kraftfondet skal forvaltes slik at kommunen oppnår en akseptabel avkastning og samtidig unngå å ta vesentlig finansiell risiko.

I merknaden til finansforskriften omtales følgende som risikoforhold: kredittrisiko, markedsrisiko, renterisiko, likviditetsrisiko, valutarisiko, generell aksjemarkedsrisiko og selskapsrisiko i aksjemarkedet (se kapitel 4.3 om begrepsdefinisjoner). Videre fremgår det av merknaden at finansiell risiko vil være knyttet til usikkerhet om den framtidige verdien av en plassering eller forpliktelse i forhold til verdien på plasseringstidspunktet. Det vil som hovedregel være en samvariasjon mellom grad av risiko og avkastningspotensialet på en plassering. I forhold til forskriften vil risikospredning være viktig for kommuners finansforvaltning. Verken lov eller forskrift definerer eksakt hva som er vesentlig finansiell risiko, og dette blir derfor et tolknings spørsmål.

Høsten 2007 ble det avdekket at åtte kommuner var blitt påført betydelige tap gjennom sine investeringer i kompliserte finansielle instrumenter, blant annet CDO'er. Investeringene var kjøpt gjennom Terra Securities ASA. Kommunalministeren engasjerte fylkesmennene som igjen henvendte seg til Kommunalbanken for å få vurdert risikoen rundt investeringene. Ifølge Kommunenes Sentralforbund (KS) ble det i Terra-saken vurdert slik at hvis én de ovennevnte risikoene ble vurdert som meget høy, konkluderte man med at vesentlig finansiell risiko var tatt. Kommunalbanken har i sin redegjørelse til revisjonen rundt Kraftfondets investeringer i CDO'er også understreket at det er investeringenes risikokarakter og ikke beløpets størrelse som først og fremst er vurdert opp mot kommuneloven.

I KS sin veileder²⁸ for kommuners finansforvaltning diskuteres kommunelovens føringer nærmere i forhold til kommuners bæreevne til å ta på seg risiko. KS har veileder uttalt at hva som kan innebære vesentlig finansiell risiko, vil variere med hvor finansiell robust den enkelte kommune er i utgangspunktet. Verdiutviklingen på langsiktige finansielle investeringer i aksjer og andre verdipapirer vil i enkelte år på grunn av regnskapsregler kunne ha betydelig negativ resultateffekt selv om verdisvingningene ikke er realisert. I den grad finansforvaltningen kan bidra til negativt netto driftsresultat, vil dette påvirke det kommunale tjenestetilbudet i de påfølgende årene siden kommunen som hovedregel er pålagt å dekke inn underskuddet, også den delen som bare måtte være "på papiret". KS mener at for kommuner med relativt høy gjeld og marginalt positive netto driftsresultater, skal det følgelig mindre risiko til, før den blir å anse som vesentlig, enn for kommuner med romsligere driftsresultater og likviditet.

Det skilles i finansiell teori mellom risikofrie renter og risikopremier. Den risikofrie renten er den renten som investor kan forvente å oppnå i markedet på en investering uten risiko, mens risikopremien er den avkastning som oppnås ut over risikofri rente. Risikofri rente regnes

²⁸ Finansforvaltning i kommunesektoren. Kommunenes Sentralforbund. 2008

normalt som korte renter (løpende bankrenter). Avkastningskrav ut over risikofri rente innebærer at man må ta finansiell risiko. I valg av strategier for finansforvaltningen må en foreta en vurdering av risiko og avkastning.

Det fremgår av både lov og forskrift at forvaltningen skal drives slik at kommunen ikke påføres vesentlig finansiell risiko. Rammen som den enkelte kommune fastsetter for vesentlig finansiell risiko vil være styrende for utformingen av porteføljestrategien. Rammen for risiko vil videre være styrende for den avkastningen man kan forvente å oppnå av finansforvaltningen.

Ifølge finansforskriften fremgår det at kommunens reglement på området skal angi krav til risikospredning. Risikospredning oppnås ved fordeling på flere aktivaklasser, debitorgrupper og utstedere. Risikospredning reduserer den finansielle risiko ved å gi en mer stabil og forutsigbar avkastning over tid.

9.2. Føringer for Kraftfondets risikoprofil

I henhold til vedtektene er målet med forvaltningen av Kraftfondet høyest mulig avkastning på lang sikt kombinert med lavest mulig risiko og lavest mulige kostnader. Dette skal sikres ved hjelp av en portefølje med god spredning i ulike typer investeringer.

Investeringsmandatet fastsetter en nærmere inndeling i tillatte aktivaklasser. Et sentralt skille i investeringsmandatet går mellom renteinvesteringer til lav risiko og investeringer der fondet kan ta større risiko. Som vist foran, må fondet i dag ha plassert minst 50 prosent av midlene i verdipapirer med lav risiko. I 2005 ble det åpnet for investeringer med inntil ti prosent i eiendom. I 2006 ble det åpnet for en ny aktivaklasse ”strukturede kreditter”, med maksimalt ti prosent under gruppen alternative investeringer.

Ifølge rådmannen er det lagt vekt på forsiktighet i forvaltningen av Kraftfondet og at fondet ikke skal være spekulativt. Dette gjenspeiles ved at fondet aldri har benyttet maksimalgrensene for de mer risikoutsatte investeringsklassene. Hovedtyngden (60 – 70 prosent) av plasseringene av fondets midler, har vært i langsiktige investeringer i anleggsobligasjoner med lav risiko. Dette gjorde at Kraftfondet ikke ble så hardt rammet av børsnedgangen i 2008.

Kommunaldirektør for finans har beregnet hva effekten ville vært hvis fondet hadde utnyttet investeringsmandatet fullt ut i 4. kvartal 2008, det vil si vært sterkere inne i aksjer, eiendom og alternative investeringer. Beregningene viser at fondet kunne ha tapt 639 mill.kr mens fondets faktiske tap i denne perioden var 191 mill.kr.

9.3. Avveining mellom avkastning og risikoprofil

Kraftfondet har i perioden 2002-2008 vært forvaltet etter et ønske om å oppnå en realavkastning på fire prosent, jf vedtektene. Ifølge rådmannen har det vært viktig at fondet ikke skal opptre spekulativt i markedet og at investeringene i hovedsak skal skje i produkter med lav risiko.

Kraftfondet ble etablert på et gunstig tidspunkt i forhold til rentenivået i det norske obligasjonsmarkedet, jf tabell 11.

Tabell 11 Utviklingen i pengemarkedsrenten 5 årlig statsobligasjonslån, pristigning og realrente. Perioden 2002 – 2008.

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Obligasjonsrente 5 år | 6,31 % | 6,36 % | 4,58 % | 3,61 % | 3,27 % | 3,90 % | 4,77 % | 4,43 % |
| Årlig prisstigning | 3,0 % | 1,3 % | 2,5 % | 0,4 % | 1,6 % | 2,3 % | 0,8 % | 3,8 % |
| Realrente | 3,27 % | 5,07 % | 2,12 % | 3,17 % | 1,68 % | 1,64 % | 4,01 % | 0,64 % |

Kilde: SSB, Norges Bank. Obligasjonsrente 5 år er basert på statistikk fra Norges Bank, statsobligasjonslån. Årlig prisstigning i prosent gjelder vekst i konsumprisindeksen. Realrenten er beregnet som differansen mellom Obligasjonsrente 5 år minus årlig prisstigning.

Tabell 11 viser rentenivået for det norske obligasjonsmarkedet med utgangspunkt i femårslige statsobligasjonsrenter, årlig prisstigning og beregnet realrente. Tabellen viser også at Kraftfondet i 2002 kunne ha etablert en portefølje som ga ønsket avkastning bare ved å investere i statsobligasjoner.

Det høye rentenivået i 2002 bidro til at Kraftfondet fikk plassert om lag 60 prosent av midlene i obligasjoner med løpetid på tre til ti år, med tilfredsstillende avkastning og til lav risiko.

Tabell 11 viser at rentebanen i det norske pengemarkedet gikk nedover etter 2002. På grunn av dette var det ikke mulig å finne norske rentepapirer (obligasjoner) til lav risiko, og som ga den ønskede avkastningen (kupongrente) i 2005 og 2006. Aksjemarkedet kunne være et alternativ, men ifølge våre informanter var aksjemarkedet på dette tidspunktet priset høyt, noe som gir høy markedsrisiko.²⁹

I årene 2005 og 2006 oppsto behov for vedlikehold av anleggsporføljen, da deler av denne hadde forfall. Kraftfondet søkte derfor etter alternative plasseringer som kunne oppfylle avkastningskravet innenfor en akseptabel risikoprofil. Fondet vurderte både eiendomsinvesteringer og investering i strukturerte finansielle produkter for å finne nye aktivklasser som kunne gi ønsket avkastning, uten å endre fondets risikoprofil i vesentlig grad. Kraftfondet har overfor revisjonen understreket at aktuelle obligasjoner skulle være kredittrattet til minst BBB, det vil på fagspråket si vurdert som "investment grade" eller som en mer sikker investering med normal kredittrisiko.

Før Kraftfondet gjennomførte investeringer i slike produkter, ble spørsmålet grundig drøftet med ekspertpanelet, som mente at risikoen i Kraftfondets portefølje måtte økes for å nå målsetningen om ønsket realavkastning. Tre alternativer ble vurdert: øke aksjerisikoen, kredittrisikoen eller å øke risikoen moderat for klassen "alternative investeringer". Ekspertpanelet mente derfor at alternative plasseringer av fondets midler burde vurderes opp mot vedtekter og bystyrets intensjoner om risiko. Videre ble det gitt signaler om at "det bør arbeides videre med å skape en politisk forståelse og aksept for reduksjon av ambisjonene om årlige realverdiuttak fra TKK" (junimøtet 2005). Samtidig anbefalte ekspertpanelet at Kraftfondets administrasjon burde fortsette arbeidet med å utrede alternative allokeringer med akseptabel risiko/moderat risiko.

²⁹ Børsnoterte aksjer klassifiseres som markedsbaserte finansielle omløpsmidler (MFO) og vurderes til markedsverdi. Ved kursfall gir dette direkte negativ effekt i kommuneregnskapet.

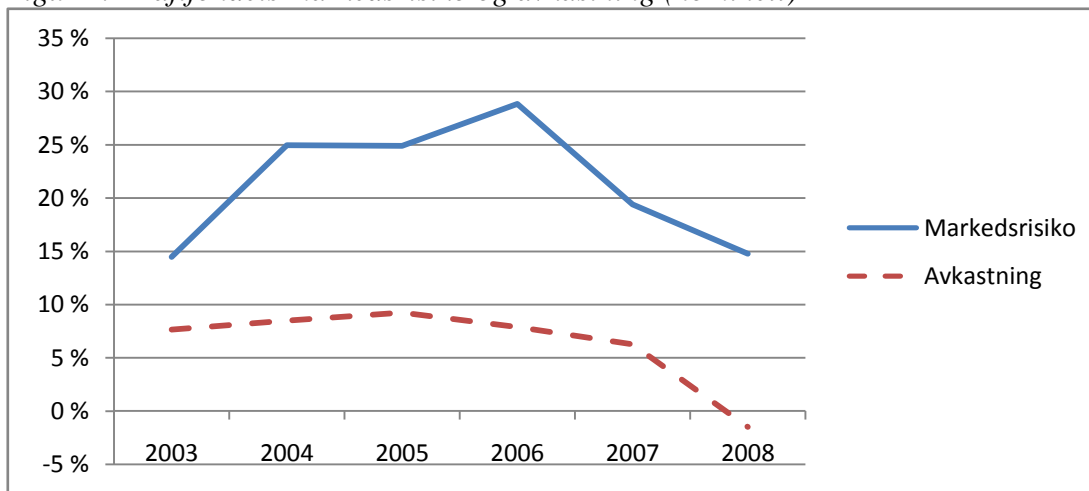
Avkastningskravet ble nedjustert til tre prosent i forbindelse med behandlingen av økonomiplanen for 2009-2012. I planen ble dette begrunnet med finanskrisen og svakere makrotall.

9.4. Kraftfondets investeringer og risikoprofil

9.4.1. Aksjer og alternative investeringer

Med utgangspunkt i tabell 3 foran har vi beregnet hvor stor andel av porteføljen som man hadde tatt markedsrisiko med i form av plasseringer i norske aksjer, utenlandske aksjer og alternative plasseringer. Figur 1 viser utviklingen i andelen av porteføljen som har vært knyttet opp mot denne typen markedsrisiko og avkastningen i perioden 2003 – 2008.

Figur 1: Kraftfondets markedsrisiko og avkastning (nominell)



Kraftfondet tok størst markedsrisiko i 2006 med rundt 28 prosent i aksjer og alternative investeringer, mens denne type risiko var lavest i 2003 og 2008. Figuren viser også at avkastningen var fallende fra og med 2005, men der den siste tids børsnedgang fikk størst innvirkning for avkastningen i 2008.

9.4.2. Obligasjoner

Kraftfondet har både omløps- og anleggsobligasjoner i sin portefølje. Den mest fremtredende risikoen er knyttet til utviklingen i markedsrentene. Går renten opp, synker verdien av obligasjonene. Det er motsatt ved rentenedgang. Da vil obligasjonsverdiene øke. For anleggsobligasjoner, som skal holdes til forfall, vil ikke endringer i markedsrenten påvirke kommunens driftsregnskap.

Den andre typen risiko knyttet til en obligasjon er kredittrisiko/hovedstolsrisiko. Det betyr at hvis utstederen av obligasjonen går konkurs, blir hovedstolen truet og i verste fall verdiløs. Kraftfondet har derfor som hovedregel at anleggsobligasjoner kun skal plasseres i kjent og sikre foretak, og som har blitt kredittrattet til ”investment grade”.

De fleste av Kraftfondets obligasjoner har vært plassert i sikre og kjente selskaper med god kredittrating. Plasseringene i OF III og OF V er derimot mer komplisert og uoversiktlig.

9.4.3. Utenlandske investeringer

Kraftfondet har plassert en bestemt andel av porteføljen i utenlandsk valuta, for eksempel gjelder dette fondets plasseringer i hedgefondene. Det er for fondet lagt tydelige føringer på at man ikke skal ta valutarisiko. For å eliminere denne risikoen må fondet til enhver tid sikre seg gjennom valutasikringer (swapper).

9.5. Investeringer i eiendomsmarkedet

Eiendom ble vurdert som et hensiktsmessig investeringsalternativ for å sikre en stabil og langsiktig inflasjonsjustert avkastning. I økonomiplanen 2005 – 2008 begrunnet rådmannen dette med lav rente på rentebærende papirer. Plassering i eiendom ville være et alternativt investeringsobjekt med lav risiko. Rådmannen understrekte at det langt fra var tatt noen betraktning om at denne adgangen ville bli benyttet. Det ble opplyst til bystyret at før eventuelle investeringer i eiendom skulle det gjennomføres en grundig analyse av dette.

Bystyret ga i desember 2004³⁰ sin tilslutning til at Kraftfondet kunne investere i eiendom med følgende avgrensninger:

- Eiendom som aktivaklasse kan utgjøre inntil 10 prosent av Kraftfondets samlede aktiva
- Ingen enkeltinvesteringer skal være større enn NOK 50 millioner
- Ingen enkeltinvesteringer skal utgjøre mer enn 25 prosent av det aktuelle eiendomsobjektet

I 2005 ble eiendomsinvesteringene tatt opp med ekspertpanelet. First Securities ASA ble bedt om å vurdere sammensetningen av eiendomsporteføljen. Ekspertpanelet har imidlertid opplyst til revisjonen at de ikke har tatt stilling til hvilke enkeltinvesteringer Kraftfondet burde gjøre i eiendom. De uttalte seg om nivået på aktivaklassen, og at den burde være en miks mellom eiendomsfond og andre type eiendomsprosjekter. Tabell 12 viser hvilke eiendomsinvesteringer Kraftfondet har gjennomført.

Tabell 12 Kraftfondets investeringer i eiendom. Mill kr.

| | Kjøpt | Solgt | Kjøpspris | Salgspris | Bokført verdi pr 31.12.08 | Gevinst etter salg/ verdiendring | Kjøpt gjennom: |
|--|---------|--------|-----------|-----------|---------------------------|----------------------------------|------------------|
| Trøndelag Eiendom | juli 05 | des 07 | 15,05 | 41,15 | | 26,10 | First Securities |
| Trysil Høyfjellsgrend II Kommandittselskap | des 05 | aug 06 | 0,85 | 0,85 | | 0 | First Securities |
| Forus Park Holding | des 05 | des 06 | 6,10 | 9,65 | | 3,55 | First Securities |
| API Eiendomsfond Norge | feb 06 | | 100,40 | | 94,80 | -5,60 | Orkla finans |
| Northern Logistic Property ASA | aug 06 | | 50,00 | | 10,00 | -40,00 | First Securities |
| SUM | | | 172,40 | 51,65 | 104,80 | -15,95 | |

Kilde: Kommuneregnskapet

³⁰ Beslutningen om investeringer i eiendom ble godkjent av bystyret i desember 2004 i forbindelse med behandlingen av økonomiplanen. Investeringsmandatet ble endret av bystyret i mars 2006 ifm behandlingen av Kraftfondets årsrapport 2005.

Kraftfondet har samlet investert 172,4 mill kr i fem ulike eiendomsselskaper. Tre av disse plasseringene har fondet solgt seg ut av, med en samlet gevinst på nesten 30 mill kr. For de to gjenværende eiendomsselskapene er det opparbeidet et urealisert tap på 46 mill kr per 31.12.2008.

Det største tapet er knyttet til investeringen i Northern Logistic Property ASA (NLP). Dette var en investering som First Securities ASA fremmet overfor Kraftfondet. NLP var et nytt selskap som var under etablering høsten 2006. Det var First Securities ASA og Ness, Risan & Partners Holding AS som stod for etableringen av dette selskapet. Kraftfondet investerte i NLP på et svært tidlig tidspunkt, det vil si mens selskapet var under etablering og før børsnotering.

I dag har Kraftfondet to eiendomsinvesteringer i sin portefølje: API Eiendomsfond Norge (Abeerden) og Northern Logistic Property ASA. Kraftfondet har ikke investert i eiendom etter august 2006. Overfor revisjonen har rådmannen opplyst at man valgte å gå forsiktig inn i eiendomsmarkedet for å høste erfaringer på dette området.

9.6. Investeringer i strukturerte finansielle instrumenter (CDO)

9.6.1. Fakta om Kraftfondets investeringer på området

Kraftfondet har investert i to strukturerte finansielle instrumenter, Obligasjonsforetak III AS (OF III) og Obligasjonsforetak V AS (OF V). Kraftfondet er samlet eksponert med 400 mill kroner i utenlandske kredittderivater (CDO) gjennom disse selskapene.

Obligasjonsforetakene ble opprettet høsten 2005 og 2006 av stiftelsen Bondum, som eier alle aksjene i foretakene. Stiftelsen Bondum ble opprettet med formål å eie foretak som skal benyttes i prosjekter initiert av First Securities ASA. Forretningsideen med opprettelsen av obligasjonsforetakene var å gi institusjonelle norske investorer mulighet til eksponering mot en portefølje av gjeldsinstrumenter med høy rating fra et internasjonalt anerkjent ratingbyrå.

Obligasjonsforetakenes eiendeler av betydning er investeringer i CLN-er (Credit Link Notes) utstedt av Oakham Rated S.A. Oakham Rated er et verdipapirforetak stiftet i Luxemburg i 2005. Oakham Rated deltar i et € 5 000 000 000 "Limited Resource Secured Note Program" arrangert av Bear Stearns. Oakham Rated er opprettet med sikte på å utstede disse CLN-ene .

OF III og OF V har en underliggende struktur med sammensatte utenlandske gjeldsinstrumenter eller kredittderivater. Obligasjonsforetakene har ingen ansatte, de er kun etablert som gjennomstrømningsselskaper for eksponering mot det utenlandske kredittmarkedet. OF III består av 108 underliggende kredittderivater, mens OF V består av 125 underliggende kredittderivater, som blir aktivt forvaltet av henholdsvis CDC Ixis og Prudential M&G. Tabell 13 viser noen sentrale fakta om disse investeringene.

Tabell 13 Kraftfondets investeringer i OF III og OF V.³¹

| Obligasjonsforetak III AS Tilretteleggere: First Securities ASA/ Swedbank Markets Totale investeringer fra investorene utgjør 685 mill kr | Obligasjonsforetak V AS Tilretteleggere: First Securities ASA/ Swedbank Maarkets Totale investeringer fra investorene utgjør 451 mill kr |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> • Kraftfondet: 200 mill kroner • løpetid 10 år; 5.8.2005 – 20.9.2015 • kupongrente: 6,1% • rating 2005: A+ /Fitch • rating 2009: CC /Fitch • opprinnelig størrelse EK-buffer: 7,25% • dagens størrelse EK-buffer: 2,75 % • tykkelse på transje: 2 % • 108 underliggende kredittderivater (CDS) • forvaltet av CDC Ixis | <ul style="list-style-type: none"> • Kraftfondet: 200 mill kroner • løpetid 10 år; 12.10.2006 – 22.12.2016 • kupongrente: 6,85% • rating 2006: A2 /Moodys • rating 2009: Caa1 /Moodys • opprinnelig størrelse EK-buffer: 5,53% • dagens størrelse EK-buffer: 3,07 % • tykkelse på transje: 2% • 125 underliggende kredittderivater (CDS) • forvaltet av Prudential M&G |

Kilde: Salgsmaterialet fra First Securities ASA, Kommunalbanken med mer.

Den norske tilretteleggeren la vekt på i salgsmaterialet at investorene får en norsk utsteder med underliggende kredittportefølje, hovedsakelig investment grade som ville bli aktivt forvaltet, og at avkastningen ble vurdert som meget god i forhold til kredittrisikoen på det aktuelle investeringstidspunktet. Tilretteleggeren viste at i forhold til tilsvarende ratede (singel A) norske selskaper (eks Statoil) ville disse investeringene gi en forventet meravkastning på cirka to prosent.

9.6.2. Nærmere om bakgrunnen for investeringene i OF III og OF V

Temaet strukturerte produkter ble første gang tatt opp i Kraftfondet med diskusjonene rundt "asset-backed securities" i mars 2003. Det ble da konkludert med at denne klassen ikke var aktuell inntil videre pga for høy risiko i forhold til avkastning.

Strukturerte finansielle produkter ble igjen tatt opp som sak i ekspertpanelmøtet oktober 2004. Ifølge møtereferatene reiste First Securities ASA da spørsmålet om det er aktuelt for Kraftfondet å investere i CDO (Collateralized Debt Obligations) via en norsk obligasjon knyttet til internasjonal kredittportefølje. Kraftfondet besluttet at før en slik plassering var aktuell, måtte risiko, avkastning og tilpasning til fondets investeringsstrategi vurderes nærmere. I allokeringmøtet i november 2004 besluttet Kraftfondet at 250 – 300 mill kr kunne plasseres i CDO/OF III, forutsatt lav risiko og avkastningsmål på 6,5 prosent. Endelig beslutning skulle tas når alle variablene var på plass. Saken ble tatt opp på nytt i ekspertpanelmøtet i desember 2004 der First Securities ASA gjorde rede for status for CDO/OF III. Det ble imidlertid besluttet at inntil videre skulle fondet ikke investere i disse produktene.

Temaet ble tatt opp på nytt i ekspertutvalgsmøtet juni 2005. Tidligere var saken blitt presentert av en egen kontaktperson i First Securities ASA, men siden vedkommende nå var ansatt³² i Kraftfondet, ble saken presentert av analysesjefen i First Securities ASA.

³¹ Ad rating: I salgsmaterialet for begge OF'er fremkommer det opplysninger om at flere har vært inne og ratet selskapene i de underliggende porteføljene. Når det gjelder ratingen av CDO-transjene (Credit Link Notes) viser vi til Kommunalbankens gjennomgang. De har funnet ut at OF III er ratet av Fitch og OF V er ratet av Moodys. Ad dagens egenkapitalbuffer: effekten av konkurs i CIT er foreløpig ikke beregnet.

Ad tykkelse på transje: 2 % medfører at øvre transjelimit blir hhv 9,25% og 7,53%. Tap på disse nivå medfører at verdipapirene blir verdiløse.

³² Ansatt i rådmannens fagstab i perioden 1.1.2005 -31.10.2005 og jobbet med forvaltningen av Kraftfondet.

Ekspertutvalget ga i dette møtet sin tilslutning til at dette var et interessant produkt, og anbefalte administrasjonen å se nærmere på produktet. De mente at fondet kunne øke risikoen moderat ved investeringer i CDO/OF III.

I allokeringmøtet juni 2005 besluttet Kraftfondet å investere 150 mill kr i OF III og at samlet eksponering i denne type produkter ikke skulle overskride 275 mill kr eller 5 prosent av porteføljen. De faktiske transaksjonene i OF III skjedde i to omganger og endte opp med en investering på 200 mill kr i løpet av 2005.

I 2006 investerte Kraftfondet ytterligere 200 mill kr i OF V. Det er ikke dokumentert at denne investeringen er behandlet verken i ekspertpanelmøtene eller i allokeringmøtene før investeringen ble gjennomført. Ifølge Kraftfondet ble denne investeringen gjennomført med basis i de beslutningene som ble gjort i 2005 rundt saksbehandlingen av OF III.

9.6.3. Nærmere om begrunnelser for CDO-investeringene

Både ekspertpanelet og rådmannen begrunner CDO investeringene med at det på den aktuelle tiden var lave renter, små kredittpåslag på norske kreditter og høye aksjekurser, jf tabell 11. Videre begrunner de investeringen med at denne var basert på at investeringen var godt ratet, hadde en aktiv forvaltning av en anerkjent forvalter, var en norskbasert investering der Norsk Tillitsmann AS var involvert, hadde tilfredsstillende avkastning og en robust struktur.

Ekspertpanelets vurdering i dag er at OF III og OF V var for sterkt eksponert mot de islandske bankene og at forvalterne sannsynligvis ikke har gjort en god nok jobb.

Ekspertpanelet opplyser til revisjonen at Kraftfondet var kjent med at det lå en risiko i investeringen, men det var lagt opp til at man skulle få betalt for denne i form av meravkastning. De mente at fondet kunne tåle noe risiko med denne type investeringer. Ekspertpanelet vurderte risikospredningen som god, og at det måtte være tryggere å gå inn med 1 prosent i 100 selskap, enn 100 prosent i 1 selskap. Videre mener ekspertpanelet at finanskrisen som oppstod overgår det man har sett av kriser de siste 60 år, og at dette må anses som en ekstremsituasjon.

Rådmannen har overfor revisjonen presisert at investeringene ikke skulle være av spekulativ art, og anså investeringene på beslutningstidspunktet som sikre siden de hadde tilfredsstillende kredittrating.

Tidligere rådmann opplyser overfor revisjonen at han fikk kunnskap om produktene først i forbindelse med at disse ble omtalt i media rundt årsskiftet 2007/2008.

9.6.4. Kunnskap om produktene

Kraftfondet opplyser at investeringene i OF III og OF V skjedde etter en bred vurdering og gjentatte drøftinger med ekspertpanelet. Ifølge rådgiverne skaffet de seg kunnskap om produktene ved besøk hos de som skulle forvalte de underliggende verdipapirene.

Ekspertpanelet mener at man kjente produktet CDO godt nok da beslutningen om å investere i obligasjonsforetaket ble fattet.

Revisjonen har etterlyst de prospektene som investeringene var basert på. Fra Kraftfondet fikk vi oversendt salgsmaterialene som tilretteleggeren hadde utarbeidet og presentert for kommunen (powerpoint-presentasjoner). Dette ble overfor revisjonen presentert som prospektene. Ifølge tilretteleggeren First Securities ASA ble det ikke utarbeidet et formelt prospekt for OF III. For OF V ble det utarbeidet et formelt prospekt etter at kommunens investering var blitt gjennomført.³³ Dette prospektet har vi fått oversendt fra First Securities ASA. På spørsmål om hvorfor det ikke var utarbeidet prospekt for obligasjonsforetakene før kommunens investering, mener ekspertpanelet at dette ikke var påkrevd eller naturlig så lenge produktene bare ble presentert for utvalgte investorer og at de ikke skulle børsnoteres.

Revisjonen har bedt Kraftfondet om å gjøre nærmere rede for de underliggende strukturer og risikoforhold i obligasjonsforetakene. Kraftfondet har for slike spørsmål henvist revisjonen til tilretteleggeren First Securities ASA. Kommunaldirektør for finans har i ettertid fått utarbeidet et notat for finanskomiteen datert 24.11.2009 (revidert 30.11.2009) som beskriver strukturen i kommunens CDO-investeringer.

9.6.5. First Securities ASAs rolle

First Securities ASA var kommunens rådgiver i forbindelse med salget av Trondheim Energiverk AS. I møtereferatene til ekspertpanelet fremkommer det i tillegg at First Securities ASA var til stede i samtlige møter som panelet hadde i perioden 2002-2004. Selskapet var først involvert som innleid megler knyttet til innfasing av startporteføljen, deretter som rådgiver knyttet til presentasjon av makroøkonomiske analyser og presentasjon av mulige nye investeringsområder. For denne involveringen er First Securities ASA blitt honorert med kurtasje eller salgsp provisjon. Det har ikke vært mulig for revisjonen å fremskaffe en samlet oversikt over hvor mye selskapet er blitt honorert gjennom denne ordningen.

9.7. Kommunalbankens vurderinger av CDO-investeringene

Revisjonen har bedt Kommunalbanken om å vurdere om Trondheim kommunes plasseringer av midler i OF III og OF V kan være i strid med kommunelovens § 52. I tillegg har vi bedt Kommunalbanken om å gi en karakteristikk av risikonivå og avkastning knyttet til investeringene ut fra den kunnskapen som forelå om CDO- markedet i 2005/2006, samt vurdere dette opp mot plasseringer i det norske pengemarkedet på det aktuelle tidspunktet. Videre ba vi Kommunalbanken om å gi en generell vurdering av de to ”prospektene”, samt en vurdering av om risikobildet er godt nok beskrevet og om administrasjonen i tillegg burde ha innhentet ytterligere informasjon i markedet om denne type investeringer. Kommunalbankens svar følger i sin helhet som vedlegg 4.

Kommunalbanken mener at Kraftfondets investeringer i OF III og OF V utgjør en vesentlig finansiell risiko og at dette dermed er i strid med kommunelovens § 52. Kommunalbanken begrunner dette med at det er investert i et strukturert renteprodukt som er en syntetisk CDO-transje basert på underliggende kredittforsikringer (CDS'er) til internasjonale gjeldsutstedere. Det er knyttet betydelig likviditetsrisiko til produktet. Opprinnelig hadde produktet moderat kredittrisiko i startfasen, men når en kombinerer dette med en løpetid på ti år peker Kommunalbanken på at da må også disse produkters ratingstabilitet tas med i vurderingen. Kommunalbanken argumenterer også for at prisingen (avkastning) av produktet er av betydning når samlet risiko skal vurderes. De mener at produktets kompleksitet er av en slik

³³ Formelt prospekt OF V er datert 20. desember 2006.

karakter at investor bør kjenne og forstå de primære risikoforholdene som påvirker denne investeringen. Videre mener Kommunalbanken at det for investor ville vært formålstjenelig også å innhente informasjon fra andre fagmiljøer enn fra selger av produktet i beslutningsprosessen.

Kommunalbanken har for øvrig gitt en grundig beskrivelse av risikostrukturen til disse produktene jf vedlegg 4.

9.8. Revisjonens vurderinger

Revisjonen har i gjennomgangen av Kraftfondets portefølje valgt å gå nærmere igjennom de investeringene som vi har vurdert som spesielle og beheftet med større risiko. Dette gjelder fondets investeringer i eiendom og obligasjonsforetakene OF III og OF V. I våre vurderinger av finansiell risiko konkluderer vi derfor ikke på finansforvaltningen i sin helhet, kun på risikoene knyttet til de utvalgte investeringene. Den samlede risikoen i forhold til kommunens økonomisk bæreevne er ikke vurdert i denne gjennomgangen.

9.8.1. Vurdering av fondets investeringer i eiendom

Eiendom som klasse ble tatt i bruk i 2005. Dette ble begrunnet med at det var et mulig alternativt investeringsobjekt med lav risiko, som skulle sikre en stabil og langsiktig inflasjonsjustert avkastning. Etter revisjonens vurdering har investeringen på området generelt ikke medført vesentlige tap for fondet. Revisjonen registrerer imidlertid at det er gjennomført investering i et kommandittselskap og i et nyetablert selskap, Northern Logistic Property ASA, som senere ble børsnotert. Det er for denne investeringen at fondet er blitt påført tap av noe størrelse. Det å investere i et nyetablert selskap, medfører etter revisjons vurdering større risiko enn det å investere i et etablert selskap fordi man på investeringstidspunktet mangler kunnskap om selskapet.

Revisjonens vurdering er at de investeringene som er blitt gjennomført, ikke har innfridd i forhold til målsettingen med å investere i eiendom, som er å sikre stabil og langsiktig avkastning. Revisjonen vil imidlertid understreke at antallet investeringer i eiendom har vært begrenset og at fondet derfor har begrenset med erfaringer på området.

9.8.2. Vurderinger av fondets investeringer i Obligasjonsforetak III AS og Obligasjonsforetak V.

Kraftfondet har investert 400 mill kr i OF III og OF V, som nå er tapsutsatt. Etter revisjonens vurdering dreier dette seg om investeringer i to svært kompliserte finansielle produkter. Revisjonen har derfor bedt Kommunalbanken om å vurdere disse investeringene opp mot kommunelovens bestemmelser. Kommunalbanken mener at Kraftfondets investeringer i disse obligasjonsforetakene utgjør en vesentlig finansiell risiko og at dette dermed er i strid med kommunelovens § 52. Kommunalbanken begrunner dette med at det er investert i et strukturert renteprodukt der det foreligger betydelig likviditetsrisiko, opprinnelig moderat kredittrisiko i startfasen, men i kombinasjon med en lang løpetid på ti år.

Revisjonen understreker at vi ikke har bedt Kommunalbanken om å vurdere kommunens totale økonomiske evne til å bære den risikoen som disse instrumentene innebærer og om den samlede økonomiske risikoen kommunen har tatt er forsvarlig. Kommunalbankens konklusjon er begrunnet med produktets risikostruktur og egnethet. Etter revisjonens

vurdering gir Kommunalbanken en god faglig beskrivelse og vurdering av produktenes struktur og risikokarakter. Revisjonen støtter konklusjonen om at produktenes karakter i seg selv utgjør en vesentlig finansiell risiko og vi mener dermed at disse er lite egnet som investeringsobjekt for Kraftfondet. Revisjonen vil i tillegg peke på at flere fagmiljøer har karakterisert produktene som svært kompliserte og at denne type investeringer er lite egnet til å inngå i kommuners finansforvaltning.³⁴

9.8.3. Andre forhold revisjonen vil trekke frem

Under gjennomgangen av investeringene i eiendom og obligasjonsforetakene har revisjonen avdekket en rekke forhold som vi ønsker å kommentere.

1. *Forholdet til First Securities ASA*

Gjennomgangen viser, etter revisjonens vurdering, at First Securities ASA har hatt innsikt i og fremmet innspill til fondets investeringsstrategier i perioden 2002 - 2004. Deres bidrag til fondet er blitt honorert via salgsprovisjon. Samtidig vil revisjonen påpeke at First Securities ASA sin kontaktperson opp mot Kraftfondet i årene 2002 – 2004, var ansatt i Trondheim kommune med Kraftfondet som arbeidsfelt på investeringstidspunktet for Obligasjonsforetak III AS. På grunn av disse spesielle forholdene mener revisjonen at rådmannen burde ha innhentet tredjeparts vurdering rundt disse investeringene. Dette som et tillegg til ekspertpanelets vurderinger. Revisjonen mener i tillegg at prinsippet med tredjeparts vurdering bør vurderes etablert som en rutine for Kraftfondet ved plassering i mer ”spesielle” produkter.

2. *Investeringer uten prospekt*

På tidspunktene for kommunens investeringer i obligasjonsforetakene forelå det ingen formelle prospekter for investeringene. Etter revisjonens vurdering bør denne type investeringer baseres på formelle prospekter og ikke kun på salgsmateriale fra tilrettelegger. Dette fordi det i et formelt prospekt er krav til innhold som blant annet tydeliggjør ansvarsforhold og som presiserer hva investor må sette seg inn i når risikoene rundt investeringene skal vurderes.

3. *Manglende dokumentasjon av beslutningene*

Kraftfondet besluttet på internmøtet i juni 2005 at fondet kunne plassere inntil 275 mill kr (maks 5 prosent) i CDO-markedet. Revisjonen registrerer at fondet etter investeringen i OF V faktisk ble eksponert med hele 400 mill kr. Revisjonen finner ingen ytterligere skriftlig dokumentasjon for beslutningen om å øke fondet eksponering ut over 275 mill kr. Revisjonen mener at rådmannen må sørge for tilstrekkelig dokumentasjon av beslutningsprosess og beslutningsgrunnlag for investeringene. Vi har tidligere tatt opp forhold rundt svakheter i dokumentasjon av investeringsbeslutninger. Etter revisjonens vurdering kan dette fortsatt bli bedre.

³⁴ Den Norske Advokatforening har i sin høringsuttalelse til ny finansforskrift omtalt produktene som klart uegnet til å inngå i kommuners finansforvaltning. (Advokatforeningens brev av 26.11.2008). Ernst & Young AS sier i sin vurdering mht regnskapsmessig klassifisering av OF III at avtale og organisasjonsstruktur fremstår som meget komplisert (brev fra Ernst & Young AS av 8.9.2005). I dagen Næringsliv den 12. desember er OF III og OF V nærmere omtalt der produktene blir karakterisert som svært kompliserte investeringer av investeringsrådgivningsselskapet Gabler Wassum.

4. Kunnskap om investeringene

Trondheim kommune har gjennom investeringen i OF III AS og OF V AS investert i en type produkter som av flere blir ansett som svært kompliserte. Slike investeringer forutsetter at investor kjenner godt til de underliggende risikostrukturene i det produktet en investerer i. Revisjonen vil bemerke at Kraftfondet kun i liten grad har redegjort for produktets reelle innhold og underliggende risikostruktur. Revisjonens vurdering er at man ikke har hatt god nok forståelse av de produktene man har investert i. Det er først med kommunaldirektør for finans sitt notat til Finans- og næringskomiteen av 30.11.2009, at det blir gitt en treffende beskrivelse av produktenes risikostruktur.

Etter revisjonens vurdering forutsetter denne type investeringer at kommunen har god kompetanse på området, hvilket må anses som meget krevende.

10. Rapportering

10.1. Innledning

I rapportering av finansforvaltningen kan det skilles mellom ”regnskapsmessig rapportering” og ”finansiell rapportering” av finansielle aktiva opp mot et gitt investeringsmandat eller finansreglement. Disse to rapporteringsformene har to ulike formål. I den regnskapsmessige rapporteringen blir periodens resultat rapportert i henhold til regnskapsmessig klassifisering (omløpsmidler/anleggsmidler), og på verdsettelse i henhold til kommunens regnskapsregler. I den finansielle rapporteringen bør det rapporteres i henhold til et gitt investeringsmandat, og slik at rapporteringen gir et korrekt bilde av kommunens faktiske risikoeksponering. Den finansielle rapporteringen skal også omhandle avkastning, gjerne målt mot tidligere opprettede referanseporteføljer. Risiko måles ut fra faktisk tilpasning innenfor de tillatte investeringsklasser. Det kan også være hensiktsmessig med regelmessig bruk av ”stresstester” for å måle risiko, både for å etablere ønsket risikonivå i investeringsmandater og for å vurdere risiko i faktisk portefølje.

10.2. Regnskapsmessig rapportering

10.2.1. Revisjonens kommentarer i perioden 2006 - 2008

Revisjonen har hatt flere anmerkninger til regnskapsrapporteringen av finansforvaltningen i perioder.³⁵ Dette har i hovedsak dreid seg om følgende forhold:

- Verdsettelsesspørsmål: revisjonen har tatt forbehold i revisjonsberetning 2007 som følge av uenighet mellom revisjonen og rådmannen om verdsettelsen av et verdipapir (Aberdeen)
- Klassifiseringsspørsmål: revisjonen har tatt forbehold i revisjonsberetning 2008 som følge av uenighet mellom revisjonen og rådmannen om hvorvidt innbetaling fra et selskap (Trønder-Energi AS) skulle klassifiseres som utbytte (driftsinntekt) eller som inntekt i investeringsregnskapet (reduksjon i kostpris på aksjen)
- Organisering av samlet rapportering i kommunens årsregnskap: vesentlige forhold vedrørende Kraftfondet blir ikke omtalt i kommunens ordinære årsberetning.
- Kvalitet på noteinformasjon om finansforvaltningen i kommunens årsregnskap for 2007 og 2008.

10.2.2. Regnskapsmessig klassifisering av OF III og OF V som anleggsobligasjoner

På bakgrunn av rapportering av OF III og OF V som tapsutsatte papirer, har det i 2009 blitt reist spørsmål rundt klassifiseringen av disse verdipapirene som anleggsobligasjoner.

Revisjonen har innhentet en vurdering fra Norges kommunerevisorforbund (NKRF) om opprinnelig regnskapsmessig klassifisering av OF III som ”anleggsobligasjon til forfall”, var og er korrekt klassifisering.

³⁵ For mer utfyllende informasjon vises til rapportens vedlegg 2

Regnskapsreglene for klassifisering av obligasjoner til forfall fremkommer for kommuneregnskapets vedkommende i kommunal regnskapsstandard (KRS) nr. 1 og dels i KRS nr. 2, samt at det ble gitt noe mer utfyllende drøftinger i notat om klassifisering av finansielle eiendeler i juni 2008 fra Foreningen for god kommunal regnskapskikk (GKRS). Ifølge NKRF er det regelverket på anskaffelsestidspunktet som er avgjørende for om klassifiseringen var og er korrekt, så sant det ikke er gitt regler som nødvendiggjør endringer i tidligere klassifiseringer. På det aktuelle tidspunktet i 2005 viste KRS nr. 1 til regelverket for pensjonskasser/forsikringsselskaper.

Ernst & Young AS ga i september 2005 en vurdering av problemstillingen rundt klassifisering av OF III. Det er lagt vekt på at obligasjonen, utstedt av OF III, er en fastrenteobligasjon. Det vil si at kommunen og andre investorer får en "fast og jevn avkastning". Selv om OF III nå har innstilt betaling av renter, har dette ifølge NKRF, ikke betydning for vurderingen i 2005. Det var i tillegg relevant å legge vekt på sikkerheten i de underliggende CDO-strukturene med god kredittrating. Den regnskapsmessige klassifiseringen av obligasjonen som en anleggsobligasjon anses derfor å være korrekt på anskaffelsestidspunktet.

Et annet spørsmål er om det er oppstått en plikt til å omklassifisere obligasjonene fra anleggsmidler til omløpsmidler, som følge av dagens vanskelige situasjon. NKRF mener at dette spørsmålet er noe vanskeligere, da de kommunale regnskapsreglene her gir rom for skjønn. Når det sies at omklassifisering "kan i unntakstilfeller vurderes", må det vurderes klart i retning av at terskelen for omklassifisering i kommuneregnskapet ligger høyt. Slik det kommunale regnskapssystemet er bygd opp, kan det stilles spørsmål om poenget med omklassifisering av slike eiendeler, forutsatt at kommunen fremdeles har intensjon og evne til å sitte med obligasjonene til forfall.

Dersom man hadde anskaffet disse obligasjonene i dag, ville man imidlertid med stor sannsynlighet ikke akseptert klassifisering som "holde til forfall", med begrunnelse i for høy kredittrisiko. Man har altså ikke tilstrekkelig sikkerhet for hovedstolen, til å kunne legge til grunn at kortsiktige kurssvingninger vil eliminere seg selv over obligasjonens levetid.

I halvårsrapporten per 30.6.2009 fra OF V konstaterer styret at den reelle egenkapitalen er tapt, men legger likevel til grunn en forutsetning om fortsatt drift, siden selskapet mottar de samme inntekter som tidligere og utgiftene ikke har økt. Selskapet er således ikke illikvid. NKRF sier at det er mulig at slike vurderinger kan legges til grunn i en vurdering av omklassifisering. Så lenge en "fast og jevn avkastning" sannsynliggjøres, kan det være et moment som taler for at omklassifisering kan unnlates. De korte inntektene fra obligasjonen er noenlunde sikre, mens verdifallet på de lange midlene tas i form av nedskrivning. NKRF mener at å basere seg på selskapets verdivurdering av de underliggende obligasjonene, vil være et fornuftig utgangspunkt for nedskrivning av obligasjonene i kommunens regnskap. Disse obligasjonene utgjør det aller meste av reelle verdier i disse selskapene.

10.3. Finansiell rapportering opp mot finansreglement/investeringsmandat

10.3.1. Kommunens finansielle rapporteringsstruktur i dag

Rådmannen rapporterer i dag ikke finansforvaltningen samlet. Likvider og gjeld rapporteres i kommunens årsregnskap, mens Kraftfondet har egen kvartalsvis rapportering til formannskapet og hvert halvår til bystyret.

Denne rapporteringen er en logisk konsekvens av den etablerte finansforvaltningsstrukturen, som er todelt. Den nye finansforskriften krever samlet rapportering for hele kommunens finansforvaltning, minst to ganger årlig, men anbefalt tre ganger årlig foruten i årsregnskapet.

Dagens rapportering måles ikke opp mot fastsatt grense for vesentlig finansiell risiko, siden slik grense foreløpig ikke er definert. Ny finansforskrift vil kreve endringer, slik at det blir rapportert hvorvidt rammene er overholdt og hvor mye man har å gå på, eventuelt hvor store overskridelser man har.

”Benchmarking”, ved bruk av referanseporteføljer, benyttes ikke systematisk i rapporteringen til bystyret i dag.

10.3.2. Nærmere om Kraftfondets rapportering

Kraftfondet har fra og med 2007 rapportert fondets plasseringer av midler opp mot investeringsmandatet. Hensikten med rapporteringen er å synliggjøre om man er innenfor mandatet. Her kunne to forhold imidlertid ha hatt en annen rapportering.

Det ene tilfellet gjelder aksjer i eiendomsselskapet Northern Logistic Property ASA. Dette var opprinnelig en eiendomsinvestering i et nystartet selskap, og har etter investeringen blitt rapportert i aktivaklassen eiendom. Ifølge noen av våre informanter burde denne ha vært vurdert og rapportert som en aksje.

Det andre tilfellet er investeringene i obligasjonsforetakene der denne bare er rapportert etter regnskapsmessig klassifisering, som norske anleggsobligasjoner. Korrekt ”finansiell rapportering” opp mot investeringsmandatet er i klassen ”strukturerte kreditter”, ut fra investeringens reelle innhold og risiko (underliggende CDO-strukturer). Disse investeringene ble omtalt som tapsutsatt første gang i kvartalsrapporteringen pr 30.09.2008.

10.4. Revisjonens vurderinger

Revisjonen mener at ved tidspunktet for kjøp av obligasjonene i både OF III og OF V var regnskapsmessig klassifisering som ”anleggsobligasjoner holdt til forfall” forsvarlig. Vi understreker betydningen av at det er regelverket på anskaffelsestidspunktet som skal være avgjørende for om klassifiseringen var og er korrekt. Revisjonen kan heller ikke se at det i etterkant er gitt regler som nødvendiggjør endringer i tidligere klassifiseringer. Her legges det også vekt på at en eventuell omklassifisering kun skal vurderes i unntakstilfeller.

Revisjonen mener at rådmannen bør gjennomføre en samlet rapportering for hele kommunens finansforvaltning. Den nye finansforskriften, som trer i kraft 1.7. 2010, krever dette. Revisjonen vil i tillegg understreke at det er viktig at den finansielle rapporteringen retter seg mot investeringsmandatet, og gir et korrekt bilde av den faktiske risiko og avkastning, innen hver aktivaklasse og totalt.

Etter revisjonens vurdering foreligger det et par tilfeller av rapportering mot investeringsmandatet som bør rettes. Etter revisjonens mening burde investeringen i Northern Logistic Property ASA vært vurdert og rapportert som en del av klassen aksjer.

Rådmannen har i sin rapportering av OF III og OF V behandlet disse som en ordinær anleggsobligasjon. Etter revisjonens vurdering har ”regnskapsmessig rapportering” her blitt sammenblandet med hva som burde vært den ”finansielle rapporteringen” opp mot investeringsmandatet. I mandatet er det definert en egen klasse for strukturerte kreditter. Etter revisjons vurdering burde obligasjonsforetakene derfor ha blitt rapportert under denne klassen. Dette er viktig for å få synliggjort Kraftfondets faktiske risikostruktur for bystyret.

Generelt mener revisjonen at Kraftfondets kvartalsvise rapporter er omfattende, og med mye god informasjon. Med tanke på leservennligheten, bør det imidlertid etter vår vurdering, lages et kort sammendrag der det fokuseres på overholdelse av investeringsmandat, risikoeksponering og avkastning målt mot referanserammer.

11. Konklusjon

Revisjonen har gjennomgått forhold rundt Kraftfondet knyttet til interne retningslinjer, lov om offentlige anskaffelser, rutiner for forvaltning, risikostyring og kontroll, økonomiske forhold, finansiell risiko og rapportering.

- ✓ Delingen i et finansreglement for bykassen og ett sett med regler for Kraftfondet tilfredsstillende ikke kravet i forskriften om at denne skal omfatte alle tre finansområdene; likvide midler, gjeld og langsiktige finansielle aktiva. Det er viktig at det etableres en samlet risikovurdering og rapportering for hele finansområdet og at ulike risikoer ses i sammenheng.
- ✓ Kraftfondets vedtekter og investeringsmandat er vide og åpner for ulike risikoprofiler. Det mangler en nærmere beskrivelse av ønsket risikoprofil, og forholdet mellom risiko og ønsket avkastning for Kraftfondet er ikke avveid og konkretisert. Reglementet setter ikke krav til hvordan finansiell risiko skal vurderes og håndteres.
- ✓ Revisjonen mener at lov om offentlige anskaffelser ikke er fulgt på flere punkter i forbindelse med kjøp av tjenester knyttet til forvaltningen av Kraftfondet.
- ✓ Rådmannen har fått etablert et system for styring og oppfølging av Kraftfondet i samsvar med bystyrets føringer. Revisjonen mener at man i tillegg har fått etablert en intern kontroll som har fungert tilfredsstillende de to siste årene.
- ✓ Bystyrets føringer for etiske retningslinjer er etter revisjonens mening blitt fulgt opp fra rådmannens side i forvaltningen av Kraftfondet.
- ✓ Revisjonen mener at systemet for dokumentasjon av forvaltningen av Kraftfondet bør forbedres.
- ✓ Kraftfondet har engasjert First Securities ASA i ulike roller i forbindelse med etablering og forvaltning av fondet. Revisjonen mener disse ulike rollene gir rollekonflikter og habilitetsutfordringer. Utfordringene er knyttet til at samme firma har gitt råd om, anbefalt, tilrettelagt og stått for salg av de samme produktene. Spesielt burde Kraftfondets investeringer i strukturerte produkter (CDO'er dvs Collateralized Debt Obligations, her Obligasjonsforetak III AS og Obligasjonsforetak V AS) ha vært gjenstand for tredjeparts vurderinger.
- ✓ Ut fra de fullmakter som investeringsmandatet gir, mener revisjonens at Kraftfondet generelt sett har vært forvaltet på en forsiktig måte. Fondet kunne ut fra mandatet ha tatt større risiko innenfor flere aktivaklasser enn det de faktisk har gjort.
- ✓ Realverdiene av fondets grunnkapital er intakt, tross finanskrisen. Kraftfondet har over tid blitt forvaltet på en slik måte at grunnkapitalens realverdier er blitt opprettholdt ved at denne er blitt justert i samsvar med endringer i konsumprisindeksen. Dette er i tråd med vedtektene. Bufferkapitalen er forvaltet i samsvar med bystyrets føringer og ble i 2008 brukt til å vedlikeholde grunnkapitalen.
- ✓ Plasseringen av midlene på ulike aktivaklasser har skjedd i samsvar med investeringsmandatet.

- ✓ Kraftfondet har hatt god avkastning frem til og med 2006, noe svakere i 2007. Fondet fikk negativ avkastning i 2008. For årene 2002 – 2006 innfridde fondet bystyrets avkastningskrav på 4 prosent realavkastning.
- ✓ Revisjonen mener Kraftfondet generelt har søkt å holde en lav risikoprofil når vi ser forvaltningen av fondet samlet. Hovedtyngden av midlene har vært plassert i sikre verdipapirer (bank, obligasjoner, sertifikater). Dette underbygges også ved at grunnkapitalen er intakt.
- ✓ Kraftfondet har imidlertid investert i CDO'er (Obligasjonsforetak III AS og Obligasjonsforetak V AS) tilsvarende 400 mill kr. Kommunalbanken konkluderer med at disse produktene i seg selv utgjør en vesentlig finansiell risiko og dermed er i strid med kommunelovens § 52. Revisjonen støtter konklusjonen om at produktenes karakter i seg selv utgjør en vesentlig finansiell risiko og vi mener dermed at disse er lite egnet som investeringsobjekt for Kraftfondet. Dette er svært kompliserte finansielle produkter.
- ✓ Revisjonen mener rapportering av finansiell risiko til bystyret har vært mangelfull fordi CDO'ene ikke er blitt rapportert under klassen for strukturerte kreditter. Investerings karakter har derfor ikke blitt tilstrekkelig synliggjort i rapporteringen til bystyret.
- ✓ Revisjonen mener at resultatet av investeringene i eiendom ikke er innfridd i forhold til målsetningen Kraftfondet hadde med å gå inn i denne aktivaklassen.

12. Rådmannens høringsvar



TRONDHEIM KOMMUNE
Rådmannen, kommunaldirektør for
finansforvaltning

Trondheim kommunerevisjon
v/Magnar Andersen

N-

Vår saksbehandler
Hilde Aunvåg

Vår ref.
10/2582/
oppgis ved alle henv.

Deres ref.

Dato
21.01.2010

Finansforvaltningen i Trondheim kommune. Delprosjekt 1: Forvaltningsrevisjon av Kraftfondet

Jeg viser til brev vedrørende ovenstående, datert 15.01.2010, oversender herved rådmannens høringsvar.

Med hilsen
TRONDHEIM KOMMUNE

Carl-Jakob Midttun
kommunaldirektør for finansforvaltning

Hilde Aunvåg
rådgiver

Elektronisk dokumentert godkjenning uten underskrift

Vedlegg:

Høringsvar
Notat fra Wiersholm

Postadresse:
TRONDHEIM KOMMUNE
Rådmannens fagstab
7004 TRONDHEIM

Besøksadresse:
Munkegata 1

Telefon:
+47 72542510

Telefaks:
+47 72546131

Organisasjonsnummer:
NO 942 110 464

E-postadresse: radmann.postmottak@trondheim.kommune.no
Internettadresse: www.trondheim.kommune.no

HØRINGSSVAR

Til: Trondheim kommunerevisjon
Fra: Kommunaldirektør for finansforvaltning Carl-Jakob Midttun
Tema: Høringssvar til "Finansforvaltningen i Trondheim kommune. Delprosjekt 1: Forvaltningsrevisjon av Kraftfondet"
Dato: 21.1.2010

1. Innledning

Jeg viser til brev av 15.1.2010 vedrørende Trondheim kommunerevisjons rapport, "Finansforvaltningen i Trondheim kommune, Delprosjekt 1: Forvaltningsrevisjon av Kraftfondet".

Innledningsvis vil rådmannen gi uttrykk for at rapporten gir en god oversikt over fondets historie, utvikling og status. Rådmannen ser det er behov for en fortsatt utvikling av forvaltningen av Kraftfondet (TKK). I den forbindelse bestilte rådmannen en gjennomgang fra Ernst & Young av finansforvaltningen våren 2009. Arbeidet med å gjøre forbedringer er en kontinuerlig prosess.

Trondheim kommunerevisjon har tatt utgangspunkt i seks sentrale problemstillinger for sin undersøkelse. Nedenfor har jeg valgt å kommentere vesentlige forhold, samt tydeliggjøre hvordan rådmannen vil følge opp de signaler som fremgår av rapporten.

2. Er kommunens interne retningslinjer i samsvar med lover og forskrifter på finansområdet (rapportens pkt 5)?

Gjeldende finansreglement for bykassen ble utarbeidet i forbindelse med at ny finansforskrift trådte i kraft 1. april 2001. Salget av Trondheim Energiverk AS ble gjennomført sommeren 2002, og egne vedtekter og investeringsmandat for Trondheim kommunale kraftfond (TKK) ble vedtatt av bystyret 26. juni 2002. Trondheim kommune har på bakgrunn av dette i dag to sett reglement knyttet til finansforvaltningen. Begge sett er vedtatt i henhold til gjeldende finansforskrift fra 1. april 2001, herunder kvalitetssikret i henhold til denne forskrifts § 5, og dekker dermed etter rådmannens vurdering formelt sett lovens krav. Trondheim kommunerevisjon gir i sin rapport også uttrykk for at de eksisterende reglementer dekker lovens minimumskrav, jf siste setning i første avsnitt i rapportens kapittel 5.3. Rådmannen ser at kommunens regler for finansforvaltningen kunne vært samlet i ett reglement. Imidlertid er det viktig å presisere at lovens minimumskrav er ivaretatt også i den delte løsningen som ble implementert i kommunen i 2002. Dette for å hensynta vedtektenes bestemmelser om at TKKs midler skal holdes adskilt fra bykassens finansielle aktiva.

Rådmannen er enig i at dagens deling ikke vil tilfredsstille ny finansforskrift som trer i kraft 1. juli 2010. Det er med bakgrunn i forskriftsendringen igangsatt et arbeid med å utarbeide nytt finansreglement, og rådmannen har sendt ut forespørsel om bistand til utarbeidelse av nytt finansreglement til fire kvalifiserte aktører med svarfrist 8. januar 2010. Utvelgelse vil etter planen skje i løpet av uke 4. Det nye finansreglementet skal omfatte alle de tre finansområdene, ledig likviditet, langsiktige finansielle aktiva og gjeldsporteføljen. Forslag til et nytt finansreglement vil bli lagt frem for bystyret til vedtak i løpet av første halvår 2010.

3. Er lov om offentlig anskaffelse fulgt (rapportens pkt 6)?

Etter revisjonens mening er kommunens avtaler med Griff Kapital AS og Credit Suisse ikke i henhold til regelverket om offentlige anskaffelser og må derfor regnes som en direkte ulovlig anskaffelse. Saken gjelder kjøp av tjenester knyttet til forvaltningen av kraftfondet, herav avtaler på forvaltning og rådgiving i perioden fra 2002.

Kjøp av finansielle tjenester i forbindelse med emisjon, kjøp, salg og overdragelse av verdipapirer etc. er ikke omfattet av Forskrift om offentlige anskaffelser, jf. forskriftens § 3-1 punkt e.

Selv om en anskaffelse er omfattet av unntaksbestemmelsene i forskriften, kommer likevel 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., jf. også Fornyings-, administrasjons- og kirkedepartementets veileder til reglene om offentlige anskaffelser. Dette har revisjonen påpekt og utdypet i rapportens punkt 6.3.

Trondheim kommune har også utarbeidet en egen veileder for offentlige anskaffelser. I tillegg til en presisering av regelverket er det utarbeidet egne kommunale retningslinjer for anskaffelser der forskriftens del II og del III ikke gjelder. Disse retningslinjer gjelder alle anskaffelser under kroner 500.000,- eksklusiv merverdiavgift, også ved unntaksbestemmelsene, nettopp for å sikre at alle anskaffelser i Trondheim kommune følger regelverkets grunnleggende krav til konkurranse, likebehandling osv.

Del I i Forskrift om offentlige anskaffelser (§ 3.2) pålegger oppdragsgiver å føre protokoll for anskaffelser over kroner 100 000,- eksklusiv merverdiavgift. Dette er et ufravikelig krav. I tillegg har Trondheim kommune i sitt reglement en protokollplikt for anskaffelser under kroner 100.000,-. Dette gjelder også for anskaffelser som er omfattet av unntaksbestemmelsene.

I forhold til om det foreligger en ulovlig direkte anskaffelse vises det til KOFAS uttalelser i sakene 2009/6 og 2008/205.

Sak 2009/6:

(13) Av lov om offentlige anskaffelser § 7b (1) fremgår det at en ulovlig direkte anskaffelse er en anskaffelse som ikke er kunngjort i henhold til reglene om kunngjøring i forskrifter gitt i medhold av loven. Av forskriftens § 2-1 fremgår det at kunngjøringsgrensen er på kr 500 000 eks mva, dvs at det ikke foreligger noen plikt til å kunngjøre anskaffelser som ikke overstiger denne verdien, og det kan følgelig heller ikke foreligge noen ulovlig direkte anskaffelse når verdien av anskaffelsen ikke overstiger kunngjøringsgrensen.

Sak 2008/205:

En ulovlig direkte anskaffelse er en anskaffelse som ikke har vært kunngjort i henhold til reglene om kunngjøring, jf. lov om offentlige anskaffelser § 7b, jf. forskrift om offentlige anskaffelser § 18-1.

Ved oppstarten av kraftfondet var det møter med potensielle leverandører av konsulenttjenester både på initiativ fra kommunen og på initiativ fra eksterne markedsaktører selv. Uavhengig investeringsrådgivning ble valgt på bakgrunn av en samlet vurdering av kompetanse, investeringsstrategi, pris mm. Det foreligger imidlertid ingen dokumentasjon på at det er gjennomført noen konkurranse.

Det er i ettertid (2005/2006) inngått nye avtaler med leverandører uten at det er gjennomført konkurranse i tråd med Lov om offentlige anskaffelser § 5. Flere av avtalene er løpende uten et tidsperspektiv, men med en 3 måneders oppsigelsesfrist. Som revisjonen har påpekt er dette ikke i samsvar med lovens grunnleggende krav om konkurranse.

Rådmannen mener at kommunens avtaler i denne sammenheng likevel ikke kan regnes som en ulovlig direkte anskaffelse, da det er gitt unntaksbestemmelse i forskriften ved slike anskaffelser og således ikke krav til kunngjøring.

Rådmannen tar imidlertid til etterretning og slutter seg til at lovens grunnleggende krav til konkurranse, likebehandling, gjennomsiktighet, etterprøvnbarhet etc. ikke er fulgt ved etablering av disse avtalene i 2005/2006. Rådmannen vil på bakgrunn av dette se på nåværende avtaler med Griff Kapital AS, og så snart det er praktisk mulig gjennomføre konkurranser og etablere avtaler i tråd med regelverket for offentlige anskaffelser.

TKK har avtale med Credit Suisse om forvaltning av hedgefond. Rådmannen har besluttet at TKK skal ut av alle sine investeringer i hedgefond i løpet av 2010. Jeg ser det derfor ikke hensiktsmessig å gå på anbud med dette oppdraget nå.

4. Er det etablert tilfredsstillende rutiner for styring, oppfølging og intern kontroll av Kraftfondet (rapportens pkt 7)?

Trondheim kommunerevisjon mener at rådmannen har fått etablert et system for styring og oppfølging av TKK i samsvar med bystyrets føringer, og at etableringen av en internkontroll har fungert tilfredsstillende de to siste år. Videre mener revisjonen at bystyrets føringer for etiske retningslinjer blir fulgt opp fra rådmannens side i forvaltningen av TKK. Revisjonen mener at ekspertpanelet bør få en kopi av referatet fra det interne oppfølgingsmøtet som gjennomføres i etterkant av ekspertpanelmøtet, samtidig som revisjonen mener at systemet for dokumentasjon av forvaltningen av TKK bør forbedres.

Rådmannen opplever, i tråd med de vurderinger revisjonen gir uttrykk for, at både etableringen av en internkontrollfunksjon og oppfølgingen av de etiske retningslinjene har fungert tilfredsstillende.

I tråd med revisjonens vurdering vil referat fra det interne oppfølgingsmøtet i etterkant av møtene i ekspertpanelet fra nå av bli oversendt ekspertpanelet.

Rådmannen registrerer at TKK ikke har klart å framskaffe all dokumentasjon som revisjonen har etterspurt. Dette er etter rådmannens vurdering ikke tilfredsstillende. Fra årsskiftet 2009/10 skal all saksbehandling foregå innenfor et fullelektronisk arkivsystem (EDB sak og arkiv). Jeg arbeider med å videreutvikle arkivering og dokumentasjonsrutinene for blant annet å etablere bruk av dette arkivsystemet i forbindelse med arkivering av dokumentasjon knyttet til finansforvaltningen. Dette gjelder for alle sider av forvaltningen av TKK (lagring av styringsdokumenter, referater, låneavtaler, prospekter, beslutningsgrunnlag og annen dokumentasjon i forbindelse med investeringsbeslutninger). Tiltaket vil etter rådmannens vurdering bety tilfredsstillende tilgjengelighet til dokumentasjonen fremover.

5. Er de økonomiske føringene for Kraftfondet innfridd (rapportens pkt 8)?

Revisjonen mener at forvaltningen av TKK i hovedtrekk har blitt gjennomført etter bystyrets vedtatte investeringsrammer og føringer, og at forvaltningen av grunnkapitalen og bufferkapitalen er gjennomført i tråd med vedtektene. Videre mener revisjonen at investeringene er gjennomført i tråd med vedtatt mandat. Imidlertid påpeker de at mandatet er vidt og åpner for at fondet kan ta betydelig høyere risiko enn hva som har vært tilfelle. Tilslutt påpeker revisjonen at avkastningen har vært god til og med 2006, noe svakere i 2007 og negativ i 2008.

Rådmannen er tilfreds med revisjonens konklusjon som gir uttrykk for at forvaltningen av TKK i store trekk er i tråd med bystyrets føringer, vedtekter og mandat. Etter rådmannens vurdering er revisjonens observasjon om at TKKs faktiske disposisjoner ikke har utnyttet hele risikorummet, slik bystyrets mandat gir rom for, viktig. Den faktiske tilpasningen til mandatet i forvaltningen har etter rådmannens vurdering vært preget av nøkternhet og i henhold til den dynamiske forvaltningsstrategien med vedtatte rammer.

Av tabell 1 fremgår det at avkastningen i TKK i hele perioden 2003-2007 har vært høyere eller i tråd med målsettingen. Den gjennomsnittlige nominelle avkastningen i denne perioden har vært 8,34 prosent per år (2003-2008: 6,70 prosent), noe som etter rådmannens vurdering må karakteriseres som meget tilfredsstillende. Også resultatet for 2009 synes å bli meget tilfredsstillende, jf. anslag i rapporten etter tredje kvartal.

Tabell 1. Årlig avkastning i TKK

| År | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | Gjennomsnitt |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|----------|----------------|--------------|
| Nominell avkastning | 8,08 % | 8,90 % | 9,70 % | 8,40 % | 6,60 % | -1,50 % | 6,70 % |
| KPI | 2,50 % | 1,10 % | 1,80 % | 2,24 % | 2,78 % | 2,01 % | 2,07 % |
| Realavkastning | 5,58 % | 7,80 % | 7,90 % | 6,16 % | 3,82 % | -3,51 % | 4,63 % |
| Budsjettet realavkastning | 4 % | 4 % | 4 % | 4 % | 4 % | 4 % | |
| Differanse faktisk og budsjettet realavkastning | 1,18 % | 3,80 % | 3,90 % | 2,16 % | % | -7,51 % | |

Kilde: Årsberetning for TKK 2008

Kriseåret 2008 med meget svake økonomiske resultater globalt, ga selvsagt også effekt på avkastningen i TKK. Rådmannens vurdering er likevel at TKK oppnådde et tilfredsstillende resultat i dette året når man gjør sammenlikninger med andre tilsvarende porteføljer, jf. tabell 2 under.

Tabell 2. Sammenligning porteføljer. Nominell avkastning 2008

| PORTEFØLJER | 2008 | Differanse i prosentpoeng |
|-------------------------------|--------|---------------------------|
| Trondheim kommunale kraftfond | -1,6 % | - |
| Kommunal pensjonskasser | -6,0 % | 4,4 |
| Private pensjonskasser | -9,0 % | 7,4 |

Kilde: Griff Kapital AS, Finanstilsynet

6. Er det tatt vesentlig finansiell risiko ved investering i utvalgte investeringer (rapportens pkt 9)?

Revisjonen har valgt å se nærmere på to investeringer, TKKs investering i eiendom og obligasjonsforetakene III og V AS. I innledningen til sin vurdering av finansiell risiko understreker revisjonen i kapittel 9.8 at de ikke konkluderer på finansforvaltningen i sin helhet, men kun på risikoen knyttet til de utvalgte investeringene i eiendom og obligasjonsforetakene III og V AS. Revisjonen uttrykker også at man ikke har vurdert den samlede risiko i forhold til kommunens økonomiske bæreevne. Videre understreker revisjonen at verken lov eller forskrift definerer eksakt hva som er vesentlig finansiell risiko, og at dette derfor blir et tolknings spørsmål.

I merknaden til § 3 i den nye forskriften om kommuners og fylkeskommuners finansforvaltning omtales imidlertid vurdering av finansiell risiko på følgende måte:

I vurderingen av vesentlig finansiell risiko vil det imidlertid være naturlig å vurdere både risikoen i kommunens eller fylkeskommunens totale forvaltningsportefølje og risikoen i de enkelte finansielle instrumenter. Hvorvidt den finansielle risiko en kommune eller fylkeskommune tar på seg i sin finansforvaltning er forsvarlig, må ses i sammenheng med kommunens eller fylkeskommunens økonomiske evne til å bære risiko.

Revisjonens vurdering er at investeringene i eiendom ikke har innfridd i forhold til målsettingen om å sikre stabil og langsiktig avkastning. Når det gjelder Obligasjonsforetak III AS og Obligasjonsforetak V AS støtter revisjonen Kommunalbankens konklusjon om at produktenes karakter utgjør en vesentlig finansiell risiko og mener at de er lite egnet som investeringsobjekt for TKK. Andre forhold revisjonen trekker fram er at rådmannen burde innhentet tredjeparts vurdering før man plasserte i disse produktene og at denne type investeringer burde baseres på formelle prospekt. Videre mener revisjonen at rådmannen må sørge for tilstrekkelig dokumentasjon av beslutningsprosess og beslutningsgrunnlag for investeringene. Tilslutt vurderer revisjonen at man ikke har hatt god nok forståelse for produktene og at det bør forutsettes på denne type investeringer.

Investeringene i eiendom

Rådmannen tar revisjonens vurdering av avkastningen så langt innen aktivaklassen eiendom til orientering. Investeringen i Northern Logistic Property ASA har til nå kun gitt urealiserte tap.

Rådmannen ser imidlertid at revisjonen understreker at investeringene i eiendom har begrenset omfang. Investeringen er en del av strategien for diversifisering innen aktivaklassen.

Investeringene i obligasjonsforetakene

Kommunalbanken (KBN) trekker en konklusjon om at plasseringene i Obligasjonsforetak III AS og Obligasjonsforetak V AS utgjør en vesentlig finansiell risiko og dermed er i strid med Kommunelovens § 52. Sett i lys av merknaden gjengitt over, mener rådmannen det er vanskelig å vurdere finansiell risiko i et enkelt investeringsprodukt uten å se det i sammenheng med hele forvaltningsporteføljen og kommunens økonomiske evne til å bære risiko. Som revisjonen selv sier i kapittel 11, fjerde siste hakepunkt, har TKK samlet søkt å holde en lav risikoprofil, hvor hovedtyngden av midler er investert i sikre verdipapirer. Dette underbygges av at grunnkapitalen er intakt. Plasseringene i obligasjonsforetakene har heller ikke påvirket kommunens evne til å dekke sine betalingsforpliktelser ved forfall.

KBN konkluderer i sin utredning med at investeringene i obligasjonsforetakene er i strid med kommunelovens § 52. Slik rådmannen oppfatter det gir ikke revisjonen sin tilslutning til denne konklusjonen, men sier at *”Revisjonen støtter konklusjonen om at produktenes karakter i seg selv utgjør en vesentlig finansiell risiko og vi mener dermed at disse er lite egnet som investeringsobjekt for Kraftfondet”*, jf. andre setning på side 51 i rapporten.

Rådmannen har på bakgrunn av KBNs konklusjon på dette punkt funnet det nødvendig å be om en *”second opinion”* i forhold til dette. Advokatfirmaet Wiersholm, Mellbye & Bech (WMB) ble derfor engasjert av rådmannen for å utarbeide et notat knyttet til KBNs redegjørelse om TKKs investeringer i obligasjonsforetakene. Notatet følger vedlagt rådmannens høringsuttalelse.

WMB konkluderer med at det ikke er grunnlag for en så bastant konklusjon som KBN trekker. WMB mener at KBN har lagt for ensidig vekt på betydningen av likviditetsrisiko knyttet til de konkrete investeringsbeslutningene uten at dette aspektet er vurdert i lys av formålet med investeringen, risikoen på investeringstidspunktet og forholdet til bestemmelsene i investeringsmandatet og de øvrige styringsdokumentene for TKK.

Videre mener WMB at det avgjørende for bedømmelsen er om investeringen kan sies å innebære *”vesentlig finansiell risiko”* totalt sett. Rådmannen går ikke inn på WMBs notat i detalj her, men registrer at det er ulike oppfatninger om hvordan begrepet *vesentlig finansiell risiko* bør tolkes og derigjennom vurderingen av kommunelovens § 52 opp mot disse konkrete investeringene. Investeringene i obligasjonsforetakene ble gjennomført i 2005 og 2006. Rådmannen ser i ettertid at det kan hevdes at man på investeringstidspunktet hadde for liten kunnskap om kompleksiteten og de underliggende strukturer i disse produktene. I ettertid kan en nok si at man trolig var for ensidig fokusert på at produktene var godt ratet og hadde god løpende avkastning, uten å hensynta de underliggende forhold godt nok. I den sammenheng er det fra rådmannens side naturlig å gi uttrykk for at jeg har merket meg revisjonens forslag om å innhente tredjeparts vurdering ved plassering i mer spesielle produkter, og å stille krav om formelt prospekt for å tydeliggjøre risiko og ansvarsforhold.

Rådmannen vil fremover forsterke prinsippet om at man skal ha kompetanse om de produkter TKK investerer i. Dette henger nært sammen med tilstrekkelig dokumentasjon og et godt beslutningsgrunnlag for de investeringer som gjøres. Et mulig prinsipp kan være å gjennomføre hensiktsmessighetstest og egnethetstest (som er i tråd med EUs investeringsdirektiv fra 1.11.2007, se også [Forskrift til verdipapirhandelloven §10-16 og §10-17](#)). Dette vil rådmannen vurdere i det videre arbeidet.

Forholdet til First Securities ASA

Det er viktig å presisere at forholdet til First Securities ASA har vært på forretningsmessige vilkår. Rådmannen er enig i at det ideelt sett er en god løsning å innhente tredjeparts vurdering vedrørende investeringer i "spesielle produkter". Jeg vil i fremtiden mer aktivt benytte tredjepartsvurderinger ved plasseringer i kompliserte produkter.

I forbindelse med etableringen av porteføljen i det norske rentemarkedet i 2002 og senere var det viktig å få gjort implementeringen på en kostnadseffektiv måte, herunder ikke minst slik at aktørene i rentemarkedet ikke skulle få mulighet til å posisjonere seg, med økte utgifter/mindreinntekter som resultat for kommunen. Jeg vurderte på det tidspunktet First Securities i sum som best egnet til å utføre dette arbeidet for Trondheim kommune.

Investeringer uten prospekt

På investeringstidspunktet forelå det ingen formelle prospekter for investeringene i obligasjonsforetakene. Det er imidlertid vanlig at det lages salgsprospekt som presenteres for mulige institusjonelle investorer. I tillegg til dette bør den enkelte investor søke annen informasjon rundt de ulike produktene som presenteres når det er behov for dette.

Ekspertpanelet er i revisjonens rapport, blant annet under punktene 9.6.2 til 9.6.4, sitert vedrørende denne problemstillingen. Jeg viser til rapportens pkt. 9.6.4, sitat: *"På spørsmål om hvorfor det ikke er utarbeidet prospekt for obligasjonsforetakene før kommunens investering, mener ekspertpanelet at det ikke var påkrevd eller naturlig med prospekter så lenge produktene bare ble presentert for utvalgte investorer og at de ikke skulle børsnoteres"*.

Rådmannen er enig i at det bør foreligge formelle prospekter og ikke bare salgsprospekt før TKK gjør investeringer i kompliserte produkter i fremtiden. Dette vil bli fulgt opp fremover.

Manglende dokumentasjon på beslutningene

Revisjonen påpeker i sin rapport at man ikke finner skriftlig dokumentasjon for beslutningen om å øke fondets eksponering i CDO-markedet.

Som rådmannen har gitt uttrykk for under punkt 3 over, er det ikke tilfredsstillende at man ikke fullt ut kan dokumentere vesentlige beslutninger eller annen informasjon. Rådmannen har tatt tak i dette, og har som målsetting at man fremover vil gjøre all arkivverdig informasjon lett tilgjengelig.

Kunnskap om investeringene

Blant annet på bakgrunn av råd fra ekspertpanelet, dialog med profesjonelle markedsaktører og rådgivere samt egne vurderinger, ble det investert i obligasjonsforetakene.

På investeringstidspunktet var Obligasjonsforetaket III AS og Obligasjonsforetaket V AS ratet hhv A+ (Fitch)/ A2 (Moody's) og A2 (Moody's), dvs. med om lag samme rating som Statoil. Finanskrisen i 2008 medførte en endring av risikobildet for investeringer som i utgangspunktet hadde god rating. Investeringene ble med ett tapsutsatte plasseringer. Dette hadde verken rådmannen eller andre markedsaktører forutsett. Høsten 2008 fikk formannskapet muntlige rapporteringer fra rådmannen ukentlig, og fra og med tredje kvartal 2008 ble obligasjonsforetakene rapportert som utsatte investeringer.

Rådmannen er enig med revisjonen i at investeringer av denne type krever god kompetanse. Rådmannen jobber med å sikre dette og å ha et aktivt forhold til å innhente tredjeparts vurderinger.

7. Er regnskapsmessig klassifisering riktig og finansiell rapportering tilfredsstillende (rapportens pkt 10)?

I dette avsnittet tar revisjonen opp både regnskapsmessig og finansiell rapportering.

Revisjonen konkluderer med at klassifiseringen av Obligasjonsforetak III AS og Obligasjonsforetak V AS som anleggsmidler anses som korrekt. Videre mener revisjonen at rådmannen må rapportere samlet for hele kommunens finansforvaltning, for å være i tråd med den nye finansforskriften som trår i kraft 1. juli 2010. Revisjonen vurderer det dit hen at investeringene i Northern Logistic Property ASA bør vurderes rapportert som en del av klassen aksjer og at obligasjonsforetakene bør rapporteres under en egen klasse for strukturerte kreditter. Generelt mener revisjonen at TKKS kvartalsvise rapporter er omfattende og inneholder god informasjon, men at leservennligheten kan bedres.

Rådmannen er tilfreds med at klassifiseringen av obligasjonsforetakene anses som korrekt. Rådmannen rapporterer i dag ikke samlet for finansforvaltningen. Som nevnt i kapittel 2 foran vil det bli naturlig å rapportere felles for aktiva og passivasiden i forbindelse med at den nye finansforskriften trår i kraft fra 1. juli 2010. Rådmannen tar for øvrig revisjonens vurderinger vedrørende rapportering til etterretning, herunder kommentarene om at kvartalsrapportene er omfattende med mye god informasjon. Rådmannen vil arbeide videre med å bedre leservennlighet med mer.

Rådmannen har vært klar over revisjonens holdning når det gjelder rapporteringen av Northern Logistic Property ASA. Bakgrunnen for denne investeringen var at TKK ønsket eksponering innenfor aktivaklassen eiendom. Jeg har av den grunn valgt å rapportere eksponeringen som en del av aktivaklassen eiendom og investeringsmandatets ramme for eiendomsinvesteringer. Jeg har samtidig i den interne styringen også vurdert investeringen mot rammene for aktivaklassen aksjer.

Obligasjonsforetakene er rapportert som anleggsobligasjoner i henhold til at investeringen formelt sett er en renteobligasjon underlagt norske kontrollinstanser. Rådmannen har imidlertid løpende kontrollert denne investeringen mot rammene for strukturert kreditt i investeringsmandatet. Tabell 8

i revisjonsrapporten viser at dersom obligasjonsforetakene vurderes som strukturert kreditt, ville TKK hele tiden ligget innenfor den vedtatte rammen for strukturert kreditt.

8. Avslutning

Rådmannen er tilfreds med at revisjonen peker på at finansforvaltningen i stor grad har blitt gjennomført innenfor de lover, regler og retningslinjer som ligger til grunn for forvaltningen, og at TKK generelt sett er nøkternt forvaltet. Samtidig har rådmannen merket seg de punkter som revisjonen har påpekt og vil jobbe aktivt med å utbedre disse. I den sammenheng viser jeg bl.a. til følgende:

- Arbeidet med nytt finansreglement er igangsatt, og i sammenheng med dette vil rådmannen utvikle rapporteringen av finansiell risiko til bystyret
- Rådmannen vil jobbe for at Lov om offentlig anskaffelser blir fulgt, og innen rimelig tid gå gjennom eksisterende avtaler
- Arbeidet med å bedre tilgjengeligheten til dokumentasjon ved å benytte det elektroniske arkivsystemet, EDB sak og arkiv, er påbegynt
- Rådmannen vil i fremtiden mer aktivt benytte tredjeparts vurdering ved plasseringer i kompliserte produkter

13. Revisjonens kommentarer

Rådmannen kommenterer innledningsvis at rapporten gir en god oversikt over fondets historie, utvikling og status, samt at det er behov for en fortsatt utvikling av Kraftfondet og at dette vil være en kontinuerlig prosess. Rådmannen ga Ernst & Young i oppdrag å gjennomgå kommunens finansforvaltning våren 2009. Revisjonen vil i denne forbindelse understreke at flere av de forhold som Ernst & Young tar opp i sin gjennomgang, også er tatt opp av revisjonen i den løpende revisjonen. Forholdene er nærmere omtalt i vedlegg 2, sentrale revisjonshandlinger gjennomført av Trondheim kommunerevisjon.

Rådmannen er enig med revisjonen om at dagens deling av finansreglementet ikke tilfredsstillende til ny finansforskrift og at rådmannen derfor vil fremme forslag til nytt reglement i løpet av første halvår 2010. Rådmannen vil i denne sammenheng utvikle rapporteringen av finansiell risiko til bystyret. Dette vil fra revisjonen sin side bli fulgt opp i den løpende revisjonen.

Revisjonen merker seg at rådmannen er enig i at regelverket om offentlige anskaffelser ikke er blitt fulgt ved etablering av avtalene om rådgivningstjenestene på finansområdet. Kunngjøringsplikten i lov om offentlige anskaffelser gjelder ikke finansielle tjenester knyttet til kjøp og salg av verdipapirer. For slike tjenester er det gjort unntak i forskriften og i den sammenheng er revisjonen enig med rådmannen om at det ikke er korrekt å benytte begrepet ulovlig direkte anskaffelse. Revisjonen vil samtidig understreke at vi oppfatter Kraftfondets avtaler med Griff kapital AS til å være konsulenttjenester knyttet til forvaltningen av Kraftfondet. Revisjonen merker seg i denne sammenheng at rådmannen vil se nærmere på avtalene med Griff kapital AS, og så snart det er praktisk mulig gjennomføre konkurranser og etablere avtaler i tråd med regelverket for offentlige anskaffelser. I den forbindelse mener revisjonen at man samtidig bør foreta en konkret vurdering av rekkevidden av unntaksbestemmelsene i forskriften.

I høringsuttalelsen legger rådmannen vekt på at revisjonen ikke har gitt sin tilslutning til Kommunalbanken sin konklusjon om at investeringene i obligasjonsforetakene er i strid med kommunelovens § 52. Revisjonen vil i denne sammenheng understreke at vi er enig med Kommunalbankens vurderinger om at dette er produkter med vesentlig finansiell risiko. Risikostrukturen i produktene er av såkalt ikke-lineær karakter, noe som betyr at når tap først oppstår blir risikoen for å miste hele investeringen svært stor. Revisjonen legger også vekt på at det er svært utfordrende for fondet å inneha nødvendig kunnskap om oppbyggingen og risikoene rundt slike produkter. Vi mener derfor at denne type investeringsobjekter er lite egnet for Kraftfondet.

Revisjonen registrerer for øvrig at heller ikke rådmannens juridisk rådgiver (Wiersholm, Melbye & Beck advokatfirma AS) går direkte imot Kommunalbankens vurderinger, men stiller kun spørsmål ved om man kan trekke slike bastante konklusjoner jf vedlegg 5. Rådmannen selv har, slik vi oppfatter det, i sitt hørings svar ikke tatt stilling til hvorvidt investeringene i obligasjonsforetakene utgjør en vesentlig finansiell risiko eller om denne type produkter er lite egnet som investeringsobjekt for Kraftfondet.

Når revisjonen har valgt ikke å ta direkte stilling til om forvaltningen av Kraftfondet har vært i strid med kommunelovens bestemmelser om vesentlig finansiell risiko, henger dette sammen med uklar lovtekst på området. Begrepet vesentlig finansiell risiko er ikke entydig, men

skjønnsmessig, og må defineres av den enkelte kommune. Videre åpner merknadene til ny finansforskrift for at kommunens samlede økonomiske bæreevne til å ta risiko kan være av betydning i slike spørsmål. Det siste har vært diskutert i ulike fagmiljøer og det eksisterer delte meninger om hvor strengt loven kan fortolkes. Kommentarer gitt til kommuneloven av advokat Jan Fridthjof Bernt:

... ”Kravet om at man ikke skal eksponere kommunen eller fylkeskommunen for vesentlig finansiell risiko må imidlertid leses strengt; vesentlighetskravet må forstås slik at det ikke bare går på den størrelse eller mindre sannsynlighet for at det vil kunne oppstå tap, men også på omfanget av tapsrisikoen hvis det først går galt. Jo større den potensielle risikoen man utsetter seg for, jo strengere må man være med hensyn til sikkerheten for at slike tap ikke vil oppstå. Kommuner eller fylkeskommuner skal ikke prøve å opptre som profesjonelle investorer med innbyggernes penger”. (Kilde: Gyldendal rettsdata. Kommentarer til kommuneloven, note 709)

Advokatfirmaet som rådmannen har engasjert (vedlegg 5) mener derimot at Bernts kommentarer kun er av veiledende karakter. Revisjonen mener at det kan være nødvendig å tolke loven strengt for å hindre at kommuner innretter sin finansforvaltning av kommunens midler spekulativt. I et slikt perspektiv kan kommunens investeringer i obligasjonsforetakene anses som et brudd på kommunelovens bestemmelser om at man ikke skal ta vesentlig finansiell risiko. Revisjonen mener i tillegg at størrelsen på investeringene, 400 mill kr, er av vesentlig karakter, noe som bør vektlegges i totalvurderingen.

I rådmannens kommentarer fremkommer det at rådmannen har løpende kontrollert CDO-investeringene mot rammene for strukturerte kreditter i investeringsmandatet. Dette forholdet er ikke dokumentert overfor revisjonen. Det vi har fått informasjon om er at obligasjonsforetakene er blitt behandlet som en ordinær norsk anleggsobligasjon både i forhold til regnskaps- og politisk rapportering. Revisjonen mener det er viktig at det i rapporteringen til politisk nivå fremkommer hva som er den reelle status for fondets plasseringer i forhold til gitt investeringsmandat. Har man investert i strukturerte produkter som regnskapsmessig er klassifisert som anleggsmiddel, bør rapporteringen gjenspeile faktisk risikostruktur og rapporteres deretter.

Revisjonen registrerer for øvrig at forbedringsområder som blir avdekket i rapporten blir ansett som relevante av rådmannen, og at de blir lagt til grunn for videre utviklingsarbeid av virksomheten.

14. Vedlegg 1: Revisjonskriterier

14.1. Kommunelovens bestemmelser for finansforvaltning

Trondheim kommunes finansforvaltning er underlagt bestemmelser i Kommunelovens §52 om finansforvaltning. I loven fremkommer det at kommunen selv skal gi regler for kommunens finansforvaltning, og at kommunen skal forvalte sine midler slik at tilfredsstillende avkastning kan oppnås, uten at det innebærer vesentlig finansiell risiko, og under hensyn til at kommunen skal ha midler til å dekke sine betalingsforpliktelser ved forfall. Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om disposisjoner som innebærer finansiell risiko, noe som er nærmere fastsatt i "Forskrift om kommuners og fylkeskommuners finansforvaltning" (FOR 2001-03-05 nr 299). Utkast til ny forskrift har vært ute på høring høsten 2008 og endelig forskrift var klar 12.juni 2009 jmfør pressemelding fra Kommunal- og regionaldepartementet. Tidligere forskrift er endret ved at kommunen nå må utarbeide og vedta sitt eget finansreglement minst én gang i hver kommunestyreperiode. Videre at kommunenes finansforvaltning må samsvare med egen kunnskap på feltet. Av ny forskrift fremkommer også at det er skjerpet kravene til rapportering. I forskriften presiseres det at det skal etableres rutiner for vurdering og håndtering av finansiell risiko, og rutiner for å avdekke avvik fra finansreglementet. Dette gjaldt også for gammel forskrift, men forholdet er nærmere omtalt i ny forskriften der det presiseres et krav om administrativ internkontroll for finansforvaltningen. Ny forskrift trer i kraft 1. juli 2010.

14.2. Trondheim kommunes finansreglement

Nåværende" reglement for finansforvaltning" i Trondheim kommune ble gjort gjeldende fra 1.1.2002, og ble utarbeidet i henhold til krav gitt i "Forskrift om kommuners og fylkeskommuners finansforvaltning". Innledningsvis fremheves det at finansreglementet innebærer ikke at risiki elimineres, men at risiki tillates innenfor et definert risikoområde, herunder at risikoen ikke skal håndteres på en usystematisk og tilfeldig måte. Reglementet er også ment å fungere som en finanshåndbok for Trondheim kommune, og derav bidrar til å redusere sårbar ved sykdom, ferieavvikling med mer – slik at andre arbeidstakere uten særlig forhåndskunnskap skal kunne gjennomføre de nødvendige arbeidsoppgavene knyttet til finansforvaltningen.

Formålet med forvaltningen er i følge reglementet å sikre en forsvarlig finansiell risiko innenfor fastsatte rammer. Videre skal den legge grunnlaget for en målrettet håndtering av de finansielle aktiva som genererer renteinntekter og de finansielle passiva som genererer utgifter. Det overordnede målet er at finansforvaltningen skal sikre en stor grad av forutsigbarhet, tilfredsstillende stabilitet og langsiktighet i kommunens finansielle stilling. Av reglementet fremgår det at kommune skal legge til rette for en moderat risikoprofil med det mål å redusere i hvilken grad endringer i finansmarkedene påvirker kommunens finansielle stilling på både kort- og noe lengre sikt.

Av reglementet er det i punktet om virkeområde presisert at reglementet ikke omfatter plasseringer av langsiktige finansielle aktiva. For forvaltningen av Kraftfondet er det fondets vedtekter og investeringsmandat som setter rammer for type investeringer.

14.3. Vedtekter for Kraftfondet

Kraftfondets vedtekter ble vedtatt av Trondheim bystyre i møte 13. juni 2002 (bystyresak 88/02) og er senere endret i bystyrets møte 28. september 2006 (bystyresak 105/06)³⁶.

Kraftfondets formål er at forvaltningen skal gi høyest mulig avkastning på lang sikt kombinert med lavest mulig risiko og lavest mulige kostnader. Dette skal sikres ved hjelp av en portefølje med god spredning i ulike typer investeringer.

Det er et bærende prinsipp i forvaltningen av fondet at Grunnkapitalen alltid skal være inntakt, og at bufferkapitalen skal fungere som støtpute i år med dårlig markedsavkastning.

14.3.1. Organisering

Av Kraftfondets vedtekter fremgår organisering. Kraftfondet ledes av rådmannen, men rådmannen skal knytte til seg et ekspertpanel bestående av inntil tre uavhengige eksperter til gi råd i forvaltningen av midlene. Disse skal konsulteres minst en gang pr. kvartal. Rådmannen har ansvar for at midlene plasseres i samsvar med bystyrets bestemmelser, påse at kommunens interesser blir ivaretatt på en forsvarlig måte og sørge for at fondets daglige drift, bokføring og rapportering skjer samsvar med lov og forskrift på området.

Vedtektene åpner for ekstern forvaltning av Kraftfondet på bakgrunn av forvaltningsinstruks utarbeidet av rådmannen. Avtale om forvaltning av Kraftfondets midler kan inngås med et eksternt forvaltningsforetak hvis de har tillatelse til å drive forvaltningsservice, jf. lov om verdipapirhandel, eventuelt med utenlandsk forvaltningsforetak med tilsvarende autorisasjon innen OECD-området. Rådmannens ansvar innskrenkes ikke ved at det er inngått forvaltningsavtale.

Rådmannen skal rapportere til formannskapet hvert kvartal og til bystyret hvert halvår.

14.3.2. Forvaltningsstrategi og referanseportefølje

Fondets forvaltningsstrategi fastslår at porteføljen skal plasseres i de investeringsalternativer og innenfor de grenser som bystyret til enhver tid har vedtatt. Rådmannen skal videre fastsetter en referanseportefølje som skal gjelde for den enkelte forvalter.

14.3.3. Uttak av midler

I følge vedtektene skal uttak av midler være basert på råd fra ekspertpanelet som Rådmannen fremmer, men det er bystyret som fatter endelig vedtak om dette i løpet av første halvår. Uttaket av midler til driftsforhold skal begrenses til 4 % av Grunnkapitalen. Realavkastningen ut over dette kan brukes til investeringer eller tillegges Grunnkapitalen forutsatt at Bufferkapitalen har nådd en realverdi på 400 mill. kroner. For øvrig anvendes fondets avkastning etter egne bestemmelser. Herav at overskuddet først skal benyttes til å opprettholde fondets realkapital i forhold til konsumprisindeksen. Den overskytende delen av avkastningen skal brukes til beste for innbyggerne i Trondheim kommune. Det er videre et mål at Bufferkapitalens realverdi skal øke til 400 mill. kroner ved å avsette deler av avkastningen til dette formålet i år med særskilt god avkastning. Hvis regnskapet viser underskudd belastes underskuddet først Bufferkapitalen og hvis det ikke er tilstrekkelig belastes Grunnkapitalen.

³⁶ Formålet med vedtektsendringene i 2006 var å tilpasse vedtektene til den praktiske forvaltningen av fondet og kommunelovens bestemmelser.

14.3.4. Etske retningslinjer

Bystyret vedtok følgende etiske retningslinjer ved opprettelsen av fondet i 2002:

”det skal tilstrebes å unngå investeringer i selskaper som i betydelig omfang medvirker til produksjon av landminer, kjernevåpen, biologiske våpen eller pornografi, eller som i sin virksomhet benytter barn som arbeidskraft eller på annen måte bryter med anerkjente menneskerettigheter. Dersom det avdekkes at et selskap som Kraftfondet eier aksjer i, bryter med fondets etiske retningslinjer, skal fondet så snart praktisk mulig selge seg ut av aktuelle selskap.” (Bystyrevedtak, pkt 6, sak 088/02)

Videre vedtok bystyret at de ønsket å styrke Trondheim som regionhovedstad og Trondheim som finansielt kompetansesenter ved å styrke og dra nytte av eksisterende finansielt miljø samt bidra til å etablere nye finansielle virksomheter i byen. Bystyret vedtok i denne forbindelse at eksternt forvaltning av Kraftfondet fra etablerte eller nye finansielle utøvere skal, på ellers like vilkår, skje med utgangspunkt fra Trondheim.

14.4. Kraftfondets investeringsmandat

Ved opprettelsen av Kraftfondet vedtok bystyret i 2002 et investeringsmandat for Kraftfondet.

Gjeldende allokeringalternativer for fondets plasseringer ble definert som:

1. Norske pengemarkedsplasseringer
2. Norske obligasjoner med lav kredittrisiko
3. Internasjonale obligasjoner med lav kredittrisiko
4. Internasjonale obligasjoner med høy kredittrisiko
5. Norske aksjer
6. Internasjonale aksjer, også inne kategorien Private Equity.
7. Hedgefond også kalt fond for absolutt avkastning

For sammensetning av porteføljen skulle minst 60 % plasseres i pengemarkedet/obligasjoner med lav risiko (alternativ 1, 2 og 3). Inntil 40 % av porteføljen kunne plasseres i alternativene 4-7, men for alternativene 4 og 7 samlet gjaldt en begrensning på inntil 10 % av samlet portefølje.

Etter bystyrebehandlingen i 2002 har investeringsmandatet vært gjennom følgende justeringer:

- det ble åpnet for eiendomsinvesteringer i desember 2004 i forbindelse med behandlingen av Økonomiplan 2005-2008
- investeringsmandatet justert av bystyret 30.3.2006 ved nærmere spesifisering av aktivaklasser. Det ble i forbindelse med dette åpnet for at alternative investeringer kan utgjøre inntil 20 % av porteføljen. Strukturerte kreditter ble innført som egen klasse under alternative investeringer (definert som ulike former av verdipapiriserte kredittrisikoeer; obligasjoner og derivater.)

Tabellen under viser gjeldende investeringsmandat for Kraftfondet.

Tabell 11 Investeringsmandat (bystyresak 26/06, vedtatt 30.mars 2006).

| Aktivaklasse | Minimumsramme | Maksimumsramme | Tillatte investeringer |
|---|---------------|----------------|--|
| Aksjer totalt | 0 % | 30 % | |
| Aksjer Norge | 0 % | 30 % | Indeksfond diskresjonær forv. Diskresjonær aksjeforvaltning |
| Aksjer global | 0 % | 30 % | Indeksfond diskresjonær forv. Diskresjonær aksjeforvaltning |
| Grunnfondsbevis ³⁷ | 0 % | 5 % | Diskresjonær forvaltning |
| Eiendom | 0 % | 10 % | Finansiell invester |
| Renter totalt | 50 % | 100 % | |
| Obligasjoner ³⁸ anlegg ³⁹ | 40 % | 100 % | Debitorliste minimum BBB |
| Obligasjoner omløp | 0 % | 40 % | Debitorliste minimum BBB |
| Bank/pengemarked | 0 % | 30 % | Debitorliste minimum BBB |
| Rentefond min. BBB | 0 % | 10 % | Ekstern diskresjonær forvaltning |
| Alternativ investering | 0 % | 20 % | |
| Hedgefond ⁴⁰ | 0 % | 15 % | Fond, partnerskap eller avkastningslink |
| Private equity ⁴¹ | 0 % | 10 % | Åpne-/lukkede fond og partnerskap |
| Strukturerte kreditter ⁴² | 0 % | 10 % | Ekstern diskresjonær forvaltning |
| High-yield ⁴³ BB-B | 0 % | 5 % | Ekstern diskresjonær forvaltning |
| Konvertibel obligasjon | 0 % | 5 % | Ekstern diskresjonær forvaltning |

I investeringsmandatet vises det i tillegg til at det er utarbeidet egen debitorliste for ordinære obligasjonslån og sertifikatlån, aktivaklassen renter. Debitorlisten gjelder ikke strukturerte produkter.

For aktivaklassen Eiendom gjelder at ingen enkeltinvestering skal være større enn NOK 50 mill. kroner, ingen enkeltinvestering skal utgjøre mer enn 25 % av det aktuelle eiendomsobjekt og at en skal søke å oppnå diversifisering mht geografi og eiendomsobjekt (kontor, handel, hotell, lager, kombibyg, bolig).

I mandatet er det presiseres at vedtektene ikke gir åpning for at det tas hensyn til generelt å støtte lokalt eller regionalt næringsliv og/eller andre samfunnsnyttige aktiviteter.

I forhold til etiske retningslinjer vises det til bystyrets vedtak 13.6.2002 punkt 6 om etiske retningslinjer. Dette punktet ble under bystyrebehandlingen i 2006 endret til følgende ordlyd:

”Det skal ikke investeres i selskaper som medvirker til produksjon av landminer, kjernevåpen, biologiske våpen eller pornografi, eller som i sin tid virksomhet benytter barn som arbeidskraft eller på annen måte bryter med anerkjente menneskerettigheter.”

Investeringsmandatet åpner for bruk av derivater, men disse skal utelukkende benyttes til å oppnå den ønskede risikoprofil på porteføljen, dvs som et verktøy for å øke, redusere eller

³⁷ Omsettelig egenkapitalinstrument i sparebanker (tilsvarer aksjer i forretningsbanker).

³⁸ Rentebærende, omsettelig verdipapir

³⁹ Anleggsmiddel der kupongrenten periodiseres likt over løpetiden

⁴⁰ Samlebetegnelse for fond som ved bruk av ulike finansielle instrumenter og posisjoner tilstreder å oppnå en avkastning som i liten grad samvarierer med den generelle markedsutvikling for aksje-, rente- og valutamarkeder.

⁴¹ Etablerte ikke-børsnoterte selskap. Aktivaklasse som dekker egenkapitalinvesteringer som primært ikke er i børsnoterte selskap.

⁴² Ulike former av verdipapirisert kredittrisiko. Obligasjon og derivat.

⁴³ Obligasjon med høy effektiv rente og en betydelig kredittrisiko

eliminere risiki når spesielle markedsforhold gjør dette nødvendig. Dette gjelder renterisiko (FRA, renteswapper, obl. futures), kredittrisiko (CDS), aksjerisiko (indeksfutures, indeksterminer).

14.5. Manual for forvaltning, risikostyring og kontroll

Som et ledd i TKK løpende arbeid med profesjonalisering av forvaltningen av kommunens langsiktige finansielle midler, har man laget en manual for forvaltning, risikostyring og kontroll. I følge manualen skal denne samlet sett

- gi en overordnet beskrivelse av finansforvaltningen
- fremstille organisering og roller i forvaltningen
- beskrive hovedelementene i, og gjennomføringen av, porteføljeforvaltning og risikostyring
- gi oversikt over prosesser rundt risikokontroll, regnskapsmessig behandling og andre arbeidsprosesser i oppfølgingen av fondets forvaltning
- beskrive rapporteringskrav og forhold til Kommunerevisjonen.

Innledningsvis i manualen fremgår det at hovedhensikten med denne er å bidra til størst mulig kontroll med forvaltningen og tilhørende risikier, herunder muligheten for forvaltningsmessige og operasjonelle feil som kan være kostbare, samt økonomisk utroskap.

Rutiner for forvaltningen av Kraftfondet fremkommer i manualens kap 3-5, herav blant annet følgende rutiner:

14.5.1. Grunnlaget for allokeringensbeslutninger.

Grunnlaget for allokeringensbeslutningene skal gjøres etter vurdering av den makroøkonomiske utvikling, markedsrisiko og en vurdering av fondets risikoevne innenfor det enkelte kalenderår. Risikoevne vurderes i form av tilgjengelig bufferkapital etter siste årsoppgjør, opparbeidet avkastning gjennom året, samt forventet avkastning ut året.

Vurderingene gjøres med bistand ekspertpanel og eksternt finansielle rådgivere, samt tilgang på analysemateriell banker, meglerhus med mer. Grunnlaget skal gjennomgå i egne periodiske møter, minimum kvartalsvis, der ekspertpanelet og eksterne rådgivere også deltar. Møter skal konkludere med råd fra de eksterne, men det er kommunaldirektør for finans som tar allokeringensbeslutningen.

14.5.2. Gjennomføringen av allokeringensbeslutningen

I møtereferatene fra de periodiske møtene fremgår de vesentligste konklusjonene, og på bakgrunn av dette utarbeider administrasjonen en allokeringensbeslutning som signeres av kommunaldirektør for finans. Et skjema (vedlegg 3 i manualen) for allokeringensbeslutning og et skjema (vedlegg 4 i manualen) for beslutningen om Stopp-loss/Gevinstsikring.

Rådgiverne i rådmannens fagstab har i tillegg en separat fullmakt som gir adgang til å foreta endringer i fondets allokering/risikoprofil ved hjelp av finansielle instrumenter. Hensikten med dette er at risikoprofilen til TKK ikke skal være avhengig av de gjennomføringen av de periodiske møtene, men at administrasjonen kan gjøre løpende risikomessige tilpasninger basert på markedssituasjonen. Det er rådgiverne i rådmannens fagstab som har ansvaret for å følge opp at allokeringensbeslutningen blir gjennomført. Av manualen fremgår det imidlertid at den praktiske gjennomføringen vil kunne variere fra ulike aktivaklasser.

14.5.3. Tillate aktivklasser og rammer

Manualen beskriver hva som er tillatt aktivklasser og finansielle instrumenter, samt hvilke rammer som er fastsatt med hensyn til eksponering innen hver aktivaklasse.

For eiendom gjelder egne bestemmelser. Rammer er også underlagt vedtatt investeringsmandat.

14.5.4. Risikostyring

Rådgiver i rådmannens fagstab har det operative oppfølingsansvar for porteføljens risiko til enhver tid. Underlaget for oppfølgingen av risikoer er månedsrapporten fra Griff Kapital AS. I tillegg følges risikoene opp ved hjelp av egne modeller i regneark. Innenfor tildelte fullmakter styres risikosammesetningen og nivå opp ved bruk av finansielle instrumenter.

Hvis nødvendig med endringer ut over egne fullmakter skal kommunaldirektør for finans beslutte hvilke ytterlige endringer som skal gjøres.

14.5.5. Likviditetsstyring

Det er finans- og regnskapssjefen som følger opp likviditetsstrømmen fra/til porteføljen basert på månedelig rapportering fra Griff Kapital AS, samt ved hjelp av egne oversikter ift handler innen måneden og etter bystyrets vedtak om uttak.

14.5.6. Valg av forvalter

Etter offentlig anbudsrunde i 2002/2003 om leveranse av forvaltningstjenester ift aksjer og obligasjoner ble det etablert en forvalterpool med foretrukne leverandører.

14.5.7. Intern risikokontroll

Det etableres en egen funksjon for risikokontroll som ikke er involvert i det operasjonelle eller forvaltningsmessige arbeidet med Kraftfondets midler. Funksjonen skal avlegge kvartallsvis rapporter til rådmannen. Ved funn av brudd på vedtatte fullmakter, eller investeringsramme med mer, skal funksjonen vidererapportere dette uten ubegrunnet opphold (bl a til kommunerevisjonen).

14.5.8. Kontroll av gjennomførte handlinger, betalinger, bankonti, VPS/depotbank
Manualen inneholder rutiner for kontroll av gjennomførte handlinger, betalinger, bankonti, VPS/depotbank. Handelen i verdipapirer skal dokumenteres i form av skriftlige bekreftelser (sluttsedler). En egen oppgjørsmedarbeider skal kontrollere og avstemme utviklingen på bankonti, VPS-konti med mer.

14.5.9. Innsideproblematikk

Medarbeiderne er pliktig til ikke å handle verdipapirer i de selskaper hvor man er i en innside posisjon.

14.5.10. Regnskapsføring, klassifisering, vurderingsregler, rutiner, arkivering med mer

Regnskapet skal føres i samsvar med kommunal regnskapsforskrift og aktuelle GKRS-standarder. Det interne allokeringsmøtet beslutter klassifisering. Anleggsmidler vurderes til anskaffelseskost, mens omløpsmidler vurderes til markedsverdi.

Manualen angir også en skjematisk fremstilling av rutiner for forvaltning, risikostyring og kontroll. Finans- og regnskapstjenesten har ansvar for å opparbeide og vedlikeholde Kraftfondets arkiv.

14.5.11. Rapportering og revisjon

Rådmannen rapporter kvartalsvis til formannskap og halvårlig til bystyret der dette som minimum skal innholde a) oversikt over porteføljens totalverdi, fordeling mellom investeringstyper, avkastning og risiko siste periode samt hittil i år, forventet risiko og avkastning ut året. Ekstern finansiell rådgiver utarbeider månedrapporter som minst inneholder samme krav til innhold som overfor, samt detaljering av punktene og en vurdering av eksterne forvalteres leveranser.

Kommunerevisjonen ivaretar ansvaret som ekstern revisor. Administrasjonen forplikter seg til å stille nødvendig underlag og ressurser til disposisjon.

15. Vedlegg 2: Sentrale revisjonshandlinger gjennomført av Trondheim kommunerevisjon

Revisjonen har hatt løpende fokus på forvaltningen av Kraftfondet helt siden e-verket ble solgt, og fondet etablert i 2002. I våre revisjoner av Kraftfondet har vi hatt hovedfokus på følgende:

- Rapportering
- Kvalitet på arkivsystem
- Dokumentasjon av beslutningsprosedyrer
- Kvalitet på bilag/attestasjon og anvisning
- Opplegg for intern kvalitetssikring (intern risikokontroll – IR)
- Verdivurdering/verdsettelse pr. 31.12
- Kvalitet på noteinformasjon
- Innspill til forbedringer i forhold til sentrale styringsdokumenter

15.1. Rapportering

I Trondheim kommunes årsrapporter omtales Kraftfondet i begrenset grad. Kraftfondet gir kommunen vesentlige inntekter i form av avkastning på plasseringer. Disse midlene kan både benyttes til finansiering av Bykassens drift og investeringsformål. Kraftfondet avgir egen årsrapport, som behandles av bystyret i en egen sak. Revisjonen har stilt spørsmål om ikke deler av denne rapporteringen burde ha vært tatt inn i selve årsrapporten for Trondheim kommune. Kraftfondet er en del av kommuneregnskapet, og viktig informasjon om fondets avkastning, verdier og utfordringer bør etter revisjonens mening inngå i rådmannens rapport. For brukere av årsrapporten mangler informasjon om Kraftfondet i 2008. For å skaffe informasjon om Kraftfondet må en faktisk ha kunnskap om at det foreligger en egen rapport om dette. Revisjonen mener en bør ta høyde for at ikke alle brukere kjenner til prosedyrene i kommunens rapportering. Nevnte forhold ble omtalt i revisjonens revisjonsrapport både i 2007 og 2008.

15.2. Arkivsystemer/dokumentasjon av virksomheten

Revisjonen har sett på systemet knyttet til arkivering/dokumentasjon. Vår anbefaling er at det bør foreligge arkivsystemer som omfatter alle sider av virksomheten. Systemet må være kjent for alle som har behov for informasjon, slik at åpenhet og tilgang er sikret for disse. Finansområdet bør ha ansvar for etablering og vedlikehold av arkivene. Merknaden ble tatt opp i notat til Rådmann høsten 2007.

15.3. Investeringsbeslutninger/dokumentasjon av korrekt beslutningsnivå

I internmøtet utarbeider administrasjonen konkrete allokeringerbeslutninger, disse skal signeres av kommunaldirektør for finans. Manualen har i vedlegg 3 (allokeringsbeslutning og oppfølging) og vedlegg 4 (beslutning om stop-loss/Gevinstsikring) en oppskrift på utforming av beslutningsformat/skjema for investeringsbeslutning. I vår revisjon av finansområdet er det i en del tilfeller avdekket mangler både i forhold til skjema og signatur. Revisjonen har i et notat til Kraftfondet påpekt at det er viktig at disse skjemaene benyttes, da det er sentralt i

kontrollsammenheng å få en presis angivelse av bakgrunnen for alle investeringer, signert av person med korrekt fullmakt.

Kommunaldirektør for finans har tildelt rådgiver i rådmannens fagstab en separat fullmakt som gir adgang til å foreta endringer i fondets allokering/risikoprofil ved hjelp av finansielle instrumenter. Hensikten er å sørge for løpende fleksibilitet i tilpasning av risiko. I 2007 forelå det ikke skjema for dokumentasjon av slike tilpasninger. Vi mente at det var relevant med slik dokumentasjon også her, og anbefalte at administrasjonen opprettet og tok i bruk skjema med samme formål og innhold som for allokeringsbeslutninger.

15.4. Bilagskvalitet/dokumentasjon

I en del tilfeller manglet det tilstrekkelig dokumentasjon som underbygget den finansielle transaksjonen. Vår anbefaling var at administrasjonen vedheftet bilagene kopi av relevante skjema for investeringsbeslutning, samt sluttsedler, slik at man ikke skal behøve å gå til egne arkiver for å kontrollere at transaksjonen er gjort i henhold til korrekt fattet beslutning.

15.5. Attestasjon/anvisning av bokføringsbilag

Revisjonen avdekket en del mangler i forhold til attestasjon og anvisning, og anbefalte følgende intern kontroll opplegg: Rådgiver i rådmannens fagstab har ansvaret for å følge opp at allokeringsbeslutningene blir gjennomført. Rådgiver attesterer sluttseddel / tilsvarende dokument, samt vedlegg ”allokeringsbeslutning og oppfølging”. Regnskapsbilaget attesteres av oppgjørsmedarbeider. Bilaget anvises av kommunaldirektør for finans.

15.6. Intern risikokontroll (IR)

Det er etablert en egen funksjon⁴⁴ som har ansvar for å utføre intern risikokontroll (IR) av fondets investeringsaktiviteter og risikoprofil. Funksjonen skal utelukkende involveres i kontroll- og oppfølgingsoppgaver, og skal ikke være involvert i det operasjonelle eller forvaltningsmessige arbeidet.

Utførende av intern risikokontroll, heretter nevnt som UIR, skal rapportere kvartalsvis til Rådmannen, kommunaldirektør for finans, rådgiver i rådmannens fagstab og - før omorganiseringen av finansenheten – til Finans- og regnskapssjef. Ved funn av uregelmessigheter skal UIR uten ugrunnet opphold rapportere dette til ovennevnte instanser samt til kommunerevisjonen.

Fra og med 01.01.08 har rådmannen endret organiseringen av denne funksjonen. Oppgaven er løftet opp i organisasjonen ved at kommunens controller nå utfører intern kvalitets- og risikokontroll. Revisjonen er av den oppfatning av at tiltaket er av positiv karakter, og en får regelmessig rapportering fra controller til kommunaldirektør for finans.

⁴⁴ Se manualens punkt 4.2

15.7. Forbehold og merknader i tidligere avgitte revisjonsberetninger

15.7.1. Forbehold knyttet til verdsettelse av fondsandeler

Ved revisjon av årsregnskapet 2007 tok revisjonen forbehold vedrørende verdsettelse av fondsandeler i Aberdeen Eiendomsfond Norge. I den sammenheng oppstod det en faglig uenighet mellom administrasjonen og revisjonen.

Forholdet skyldtes uenighet om valg av verdsettelsesprinsipp på verdipapirposten. Forskrift om årsregnskap og årsberetning i kommuner § 8 har vurderingsregler vedrørende verdsettelse av eiendeler. Omløpsmidler skal som hovedregel vurderes til laveste av anskaffelseskost og virkelig verdi (laveste verdis prinsipp - LVP). Markedsbaserte finansielle omløpsmidler skal vurderes til virkelig verdi.

Uenigheten bestod i hvorvidt andelene kunne defineres som et markedsbasert finansielt omløpsmiddel (MFO) eller ikke. I kommuneregnskapet var posten behandlet som et MFO og vurdert til virkelig verdi både i 2006 og 2007. Begge årene er det foretatt oppskrivning fra kostpris og opp til oppgitt markedspris fra fondet (antatt virkelig verdi), med tilhørende inntektsføring i driftsregnskapet.

Med MFO menes finansielle instrumenter som nevnt i verdipapirhandelloven § 2-2 (ny lov, ny referanse). I følge merknader til § 8 er dette instrumenter som er:

1. klassifisert som omløpsmiddel
2. inngår i en handelsportefølje med henblikk på videresalg
3. omsettes på børs eller i et regulert marked
4. har god eierspredning og likviditet

Revisjonen mente at kriteriene for å verdsette fondsandelen som et markedsbasert finansielt omløpsmiddel ikke var oppfylt. Etter vår vurdering burde andelsposten ha vært verdsatt etter laveste verdis prinsipp. Vi tolket at alle 4 vurderingskriterier må være oppfylt for å kunne klassifisere papiret som MFO. Hovedårsaken til at vi mente andelene ikke kvalifiserte som MFO var mangel på et regulert marked for annenhånds omsetning, samt for dårlig likviditet på andelsposten.

Konsekvensen ble etter vår vurdering at driftsregnskapet for 2007 viste et for godt resultat på kroner 18,4 millioner kroner som følg av verdsettelsen av denne posten. Forholdet ble av administrasjonen korrigert i 2008.

15.7.2. Forbehold knyttet til innbetaling /feilklassifisering Trønder Energi AS

I 2008 tok revisjonen forbehold knyttet til behandling av innbetaling på 15 millioner kroner fra Trønder Energi AS.

Kommunen kjøpte den 23.6.2008 10 % av aksjene i Trønder Energi AS, til kostpris 521.628.000 (kroner 510 pr aksje). Kommunen fikk kort tid etter kjøpet, utbetalt 15 millioner kroner i ordinært utbytte for 2007.

Den 10.12.2008 mottok kommunen ytterligere 15 millioner kroner fra selskapet. I kommunens regnskap ble dette beløpet bokført tilsvarende den første innbetalingen, som ordinært utbytte (driftsinntekt 2008).

Revisjonen har konkludert med at innbetalingen fra Trønder Energi AS på 15 millioner kroner fra desember 2008 ikke kan betraktes som avkastning på investert kapital eller som løpende inntekt. Etter vår vurdering er konsekvensen at posten er feilklassifisert som driftsinntekt i årsregnskap 2008. Korrekt klassifisering ville vært inntektsføring i investeringsregnskap 2008, og deretter at posten skulle vært ført til reduksjon i kostprisen for aksjeinvesteringen i Trønder Energi AS. Administrasjonen vurderte dette som en løpende inntekt, og det oppstod faglig uenighet om hvordan innbetalingen skulle håndteres med hensyn til regnskapsteori.

Revisjonen har konkludert med at utbetalingen fra Trønder Energi AS på 15 millioner kroner fra desember 2008 ikke kan betraktes som avkastning på investert kapital eller som løpende inntekt. Etter vår vurdering er konsekvensen at posten er feilklassifisert som driftsinntekt i årsregnskap 2008. Korrekt klassifisering ville vært inntektsføring i investeringsregnskap 2008, og deretter at posten skulle vært ført til reduksjon i kostprisen for aksjeinvesteringen i Trønder Energi AS. Uenigheten er fremlagt for KRD for vurdering, og pr. dags dato er forholdet ikke klarlagt.

15.7.3. Merknader i revisjonsrapport 2008 knyttet til tapsutsatte investeringer mht Obligasjonsforetaket 3 og 5

I Kraftfondets anleggsporfølje, som pr 31.12.2008 var bokført til ca 3.748 millioner kroner, befant det seg to poster som etter revisjonens syn måtte ansees å være tapsutsatte investeringer. Dette gjaldt posten i Obligasjonsforetaket 3 pålydende 200 millioner kroner, og posten i Obligasjonsforetaket 5 pålydende samme beløp 200 millioner kroner. Totalt 400 millioner kroner i anleggsporføljen var altså tapsutsatte investeringer. I utgangspunktet hadde ikke administrasjonen tenkt å nedskrive disse verdipapirene pr. 31.12.08. Dette ble begrunnet med at det ikke var realisert noe tap og at kommunen skulle sitte med papirene til forfall. Revisjonen hadde i årsoppgjørfsfasen vurdert status for disse investeringene, samt behandlingen av disse i årsregnskap 2008. Vi hadde blant annet dialog med meglerselskapet First Securities ASA, som sto for utleggelsen av disse papirene, og som rapporterer månedlig til investorene om utvikling og status i disse. Ut fra innhentet informasjon påpekte revisjonen at kommunen burde nedskrive verdien på Obligasjonsforetak 3 med minst 50%.

Etter vårt innspill ble det foretatt en nedskrivning med 100 millioner kroner av posten Obligasjonsforetaket 3, slik at denne pr 31.12.2008 ble bokført til 100 millioner kroner. Revisjonen vurderte at behandlingen av postene i årsregnskap 2008 var forsvarlig.

Revisjonen fulgte opp utviklingen av disse postene ut over balansetidspunktet 31.12.2008, ved å innhente rapport fra First Securities ASA per 28.3.2009. Informasjonen som der framkom var på linje med det som ble sagt i kommunens årsregnskap, og støttet opp under behandlingen i regnskap 2008.

Revisjonen meddelte i rapporten at vi ville følge utviklingen av disse postene i 2009.

15.7.4. Merknader gitt på kvalitet på noteinformasjon 2007

I 2007 hadde revisjonen en gjennomgang av den avlagte note informasjonen som underbygger regnskapsposter.

Vi mente at årsregnskapet for 2007 tilfredstilte kravene til lovpålagte noter. Når det gjaldt frivillige noter (jfr GKRS-noter) mente vi at noter om en del relevante forhold var medtatt. Vi mente at det fremdeles var et forbedringspotensiale i forhold til struktur, referanser til resultat- og balanseposter og tydeliggjøring av informasjon. Spesielt mente vi at informasjonen knyttet

til verdipapirer var ufullstendig. I kommunens noter var det vanskelig å få kunnskap om hva de enkelte postene i balansen besto av i form av type verdipapir, hvordan de er verdsatt, kommunens policy for investering i verdipapirer og hvilken tapsrisiko som forelå. Dette er informasjon som vi antok ville være av interesse for mange lesere av regnskapet, ikke minst etter mediaomtalen av Terra-saken i 2007. Slik informasjon ble ikke gitt i noter for regnskapet 2007 på grunn av en presset arbeidssituasjon. Vi anbefalte at man i 2008 planla slike forbedringer i god tid.

15.7.5. Manglende noteinformasjon for 2008 regnskapet mht finansforvaltning

I 2008 hadde revisjonen og administrasjonen en prosess på forbedringer i noteinformasjonen. Ved gjennomgang av nevnte noter i regnskap 2008 observerte vi at det fremdeles ikke var enkelt - med utgangspunkt i regnskapets poster - å finne relevant noteinformasjon.

Manglene ble fra revisjonen oppsummert slik:

1. Notene gir ikke lett tilgjengelig informasjon om hva regnskapsposten består av (i hovedgrupper).
Eksempel: Balansepost 221 (aksjer og andeler-AN), post 218 (aksjer og andeler-OM).
2. Sammenligningstall for forrige år mangler.
Det er relevant å kommentere i note utviklingen i posten siste år, da bør begge års poster medtas i noten. Generelt ville det etter revisjonens oppfatning vært naturlig å kommentere i note Kraftfondets nedsalg av omløpsaktiva i 2008, samt økningen i anleggsaktiva ved kjøp av aksjer i Trønder Energi AS, kapitalinnskudd i Trondheim kommunale pensjonskasse (TKP), ansvarlig lån til TKP.
3. Relevant noteinformasjon mangler: Verdsettelsesprinsipp for postens innhold, diverse informasjon iflg. KRS nr 6 (for delposten anleggsobligasjoner).

Seint i revisjonsprosessen ga revisjonen konkrete innspill i notats form til forbedringer av noteverket med hensyn til struktur, henvisninger og generell tydeliggjøring. Dette ble ikke hensyntatt i særlig grad i regnskap 2008.

Revisjonen var av den oppfatning at på dette området kunne kommuneregnskapet med beskjeden bruk av ressurser bli gjort mer informativt. Vi meddelte at vi gjerne deltar i prosess, med formål å sikre god noteinformasjon i årsregnskap 2009.

15.7.6. Innspill til forbedringer i forhold til sentrale styringsdokumenter

I 2007 foretok revisjonen en gjennomgang av kommunens regler og rutiner knyttet til området finansforvaltning. Forskrift om kommuners og fylkeskommuners finansforvaltning av 2001 setter krav til en kommunes reglement og rutiner i forhold til finansforvaltning. Bakgrunnen var dels det fokuset som oppstod etter Terra-saken og den kritikk som ble reist mot disse kommunene etter finansielle tap knyttet til investeringer i utenlandske kredittderivater.

Etter gjennomgangen påpekte revisjonen at dagens reglement og vedtekter mangler informasjon om finansforskriftens § 3, strekpunkt 5 - kontroll og rapportering ved uavhengig instans av at det vedtatte finansreglementet og vedtatte vedtekter med investeringsmandat for Kraftfondet blir fulgt. Etter revisjonens vurdering må funksjonen med slik uavhengig instans være tilstede så lenge kommunen har aktivitet innenfor finansområdet og er eksponert for risiko. Vi konstaterer at det ikke er nedfelt i kommunens finansreglement hvilken uavhengig instans som skal ivareta denne forskriftspålagte kontrollfunksjonen, og at slik formell kontroll med rapportering heller ikke blir gjennomført i praksis.

Vi pekte også på at kommunen fortsatt mangler et helhetlig finansreglement da dagens finansreglement var avgrenset til kun å omfatte bykassens forvaltning av overskuddslikviditet og låneportefølje, mens forvaltningen av Kraftfondet som har egne vedtekter og investeringsmandat var holdt utenfor. Videre ble det etter gjennomgangen avgitt en rekke mindre merknader til justeringer av eksisterende reglement, samt rutiner som ikke er tilstrekkelig ivarettatt i dagens reglement. Disse forholdene er tatt opp i nummerert brev til rådmannen.

Rådmannen fikk i 2006 implementert en manual som beskriver Kraftfondets organisering, ansvar og myndighet, risikostyring og kontroll. Denne inneholder en beskrivelse av daglige arbeidsprosesser rundt forvaltning av fondet. Det har skjedd en del endringer i både organisering, arbeidsdeling og risikokontroll etter implementeringen 1.1.2006. Revisjonen mener det er viktig at manualen blir justert og oppdatert, og at det foreligger en rutine for framtidig løpende vedlikehold av manualen.

15.7.1. Verdsettelse av verdipapirer - vurderingsregler

Forskrift om årsregnskap og årsberetning i kommuner § 8 har vurderingsregler vedrørende verdsettelse av eiendeler.

Omløpsmidler skal som hovedregel verdsettes til det laveste av anskaffelsesverdi eller virkelig verdi, dvs etter laveste verdis prinsipp.

Markedsbaserte finansielle omløpsmidler⁴⁵ skal vurderes til virkelig verdi. Revisjonen har i denne sammenheng tidligere tatt opp med administrasjonen verdsettingen av posten andeler i sameiet Aberdeen Eiendomsfond Norge.

Anleggsmidler (anleggsobligasjoner) skal i utgangspunktet vurderes til anskaffelseskost gjennom hele perioden. Nedskrivninger må imidlertid vurderes viss det foreligger en varig og vesentlig verdireduksjon.

⁴⁵ Finansielle instrumenter som har god eierspredning og likviditet, og omsettes i regulert marked/børs, jfr merknader til forskriftens § 8

16. Vedlegg 3: Gjennomgang av utvalgte enkeltinvesteringer

Dette kapitlet omhandler nærmere bakgrunnen for Kraftfondets investeringsbeslutning om å plassere midler i det utenlandske kredittmarkedet ved strukturerte finansielle produkter (CDO'er) og beslutningen fra 2005 om at fondet også kan foreta investeringer i eiendomsmarkedet. Bakgrunnen for beslutningene var å få til en ytterligere differensiering av Kraftfondets risiko, og ikke at fondet skulle ta ytterligere risiko i markedet. Bakgrunnen for at revisjonen har valgt å gjennomgå disse investeringene er at risikoeksponeringen i ettertid heller har økt enn at disse fremstår som sikre og trygge investeringer.

16.1. Investeringer i strukturelle kreditter

Kraftfondet har plassert til sammen 400 millioner kroner i Obligasjonsforetakene 3 og Obligasjonsforetak 5. Disse investeringene har en underliggende struktur med sammensatte utenlandske gjeldsinstrumenter eller kredittderivater. De finansielle instrumentene som kommunen har investert i går under betegnelsen Collateralized Debt Obligations eller CDO'er.

16.2. Bakgrunn for investeringene

Det var First Securities ASA/Swedbank Markets som var tilrettelegger for Obligasjonsforetakene. Obligasjonsforetakene ble i følge tilretteleggerne opprettet for å gi institusjonelle norske investorer muligheter til eksponering mot en portefølje av gjeldsinstrumenter med høy rating fra et internasjonalt anerkjent ratingbyrå (Prospekt Obligasjonsforetak 5, side 15). Tilretteleggeren har for dette formålet opprettet fem obligasjonsforetak som egne norske aksjeselskaper. Disse selskapene har ingen ansatte, men er kun etablert som gjennomstrømmingsselskap for eksponering mot det utenlandske kredittmarkedet.

Obligasjonsforetakene har som norske aksjeselskaper i neste omgang utstedet obligasjoner til norske investorer. Den innhentede kapitalen er anvendt til å investere i sammensatte utenlandske gjeldsinstrumenter eller såkalte CDO'er (Collateralized Debt Obligations) der kredittrisiko er knyttet opp mot en portefølje av internasjonale selskaper ved bruk av kredittderivater. Obligasjonsforetak 3 har utstedet obligasjoner for 686 millioner kroner, mens Obligasjonsforetak 5 har utstedet obligasjoner for 451 millioner kroner. Fra tilretteleggeren legges det videre vekt på at investorene får en norsk utsteder med underliggende kredittportefølje med hovedsakelig investment grade som vil bli aktivt forvaltet. Avkastningen beskrives også som meget god i forhold til kredittrisikoen. Obligasjonsforetak 3 har 108 underliggende kredittderivater som blir aktivt forvaltet av CDC Ixis, mens Obligasjonsforetak 5 har 125 underliggende kredittderivater som blir aktivt forvaltet av Prudential M&G. I følge tilretteleggeren er forvalterne anerkjente med god erfaring i kredittforvaltning. Det legges i tillegg vekt på at handelen gjøres i norske kroner, handles gjennom VPS (verdipapisentralen) og at man har en låneavtale med Norsk Tillitsmann.

Trondheim kommune besluttet i juni 2005 å plassere 200 mill kr i Obligasjonsforetak 3 og i oktober/november 2006 å plassere 200 mill kr i Obligasjonsforetak 5.

Rådmannen har i sin begrunnelse for investeringen vektlagt at obligasjonen er utstedet av et norsk aksjeselskap, er en norsk ratet renteobligasjon underlagt norsk kontrollinstanser og lovverk, samt at Norsk tillitsmann AS er tillitsmann for lånet og tilrettela låneavtalene og VPS-registreringen. Disse plasseringene ble ifølge Kraftfondet og Rådmannen diskutert med tilrettelegger, ekspertpanelet og andre markedsaktører.

I følge Kraftfondet anbefalte ekspertpanelet investeringene i obligasjonsforetakene som mulige allokeringer for Kraftfondet for å oppnå eksponering mot internasjonal kreditt med moderat risiko og tilfredsstillende avkastning.

Rådmannen begrunner i tillegg Kraftfondets eksponering i CDO markedet med at produktet hadde tilsynelatende stor grad av sikkerhet, lav risiko og høy avkastning. Produktet ble presentert for Kraftfondet og ekspertutvalget av First Securities ASA i egne møter forut for investeringsbeslutningene.

Også ekspertutvalget har overfor revisjonen gitt uttrykk for at de var positiv til denne type verdipapirer forutsatt tilfredsstillende avkastning og risikoprofil. De papirene som Kraftfondet valgte å gå inn i skulle i følge rådmannen ha stor grad av sikkerhet ut fra sin god rating. Rådmannen begrunner dette også med at slike investeringer også var bruk av andre store tunge seriøse aktører. Kraftfondet ønsket også en bedre diversifisering av sin portefølje, noe fondet mente man oppnådde med disse papirene.

16.3. Nærmere om strukturen i investeringene

Obligasjonsforetakene ble opprettet høsten 2005 og 2006 av stiftelsen Bondum, som eier alle aksjene i foretaket. Stiftelsen Bondum ble opprettet med det formål å eie foretak som skal benyttes i prosjekter initiert av First Securities ASA. Forretningsideen med opprettelsen av obligasjonsforetakene var å gi institusjonelle norske investorer mulighet til eksponering mot en portefølje av gjeldsinstrumenter med høy rating fra et internasjonalt anerkjent ratingbyrå.

Obligasjonsforetakenes eiendeler av betydning er investeringer i CLN-er utstedt av Oakham Rated S.A. Oakham Rated er et verdipapirforetak stiftet i Luxemburg i 2005. Oakham Rated deltar i et € 5 000 000 000 "Limited Resource Secured Note Program" arrangert av Bear Stearns. Oakham Rated er opprettet med sikte på å utstede disse CLN-ene. Oakham har utstedt flere serier knyttet til programmet. Hver serie er atskilt fra andre serier, og de eneste tilgjengelige eiendelene til å møte krav fra innehaverne av CLN-ene i en serie, er eiendelene stilt som sikkerhet for den aktuelle serien. OF III er knyttet til serie 2, mens OF V er knyttet til serie 3.

Obligasjonsforetakenes kostpris for de ervervede CLN-ene er på henholdsvis 685 mill.kr. og 451 mill.kr. Investeringen er finansiert ved at OF III og V har utstedt obligasjonslån med pålydende henholdsvis verdi 685 mill kr og 451 mill kr. Foretaket har kun en mindre egenkapital. De ervervede CLN-ene har fast rente og en flytende rente. Det er inngått en rentebytteavtale med Swedbank, slik at renten på den flytende delen av de ervervede CLN-ene byttes fra fast til flytende rente. OF III og V sitter således igjen med en fast margin på rundt 0,08 %.

Siden CLN-ene er OF III og V's eneste eiendel av betydning og eneste kilde til inntekter, og obligasjonslånene er den eneste vesentlige forpliktelsen, er det et nært forhold mellom risikoen relatert til obligasjonslånene og risikoen relatert til CLN-ene. En investering i OF III og V utsetter i realiteten obligasjonseierne for den samme risiko som om de hadde investert direkte i CLN-ene.

Inntektene i Oakham Rated, som er grunnlaget for betaling av renter på CLN-ene er basert på to hovedelementer:

- Betaling av renter på Depfa- og Hypothekenbankobligasjonene
- En periodisk betaling/premie for den eksponering mot en underliggende kredittportefølje som Oakham Rated har påtatt seg gjennom CDS-avtalen med Bear Stearns

En CDS er et finansielt instrument (derivat) som kan sammenlignes med en kredittforsikring.

Den underliggende kredittporteføljen består av henholdsvis 108 og 125 referansekreditter. CDS-avtalen er utformet slik at hvis tap i den underliggende kredittporteføljen er under en fastsatt terskelverdi, vil Oakham Rated ikke måtte foreta en utbetaling til CDS-motpartene. Tapshendelser ("credit events") over denne nedre terskelverdien (også kalt "egenkapitalbuffer") opp til en øvre terskelverdi må dekkes av Oakham Rated. Oakham Rated må ikke dekke tap ("credit events") under terskelverdien, men slike tap reduserer egenkapitalbufferen. Hvis tapene overskrider den øvre terskelverdien opphører CDS-avtalen og Oakham Rated vil ikke ha forpliktelser til å dekke ytterligere tap. Hvis tapene i den underliggende porteføljen overstiger henholdsvis 9,25% og 7,53 % vil derfor CLN-ene utstedt av Oakham Rated være verdiløse.

Eksponeringen mot kredittporteføljen oppnås "syntetisk". Oakham Rated har ikke kjøpt disse kredittene, men er eksponert mot kredittrisiko via CDS-avtalen. Denne type struktur er ofte referert til som en "syntetisk CDO".

CLN-ene kredittvurderes løpende av henholdsvis Fitch og Moodys.

16.4. Eiendomsinvesteringer

16.4.1. Bakgrunnen for beslutningen om å gå inn i eiendom

I følge rådmannen var bakgrunn for at Kraftfondet ønsket å gå inn i eiendom et stadig fallende rentenivå på øvrige verdipapirer. Anleggsporteføljen var etablert i en tid med høye renter, men disse obligasjonene forfalt etter hvert. Kraftfondet hadde derfor behov for nye investeringsmuligheter, og her dukket eiendom opp som en mulighet. Dette ble tatt opp med ekspertpanelet som var positiv, og rådmannen fremmet på bakgrunn av dette som egen sak i budsjettprosessen til bystyret høsten 2004.

I Økonomiplanen 2005 – 2008 (side 31) begrunner rådmannen dette med at:

" ... I en situasjon men lav rente på rentebærende papirer, kan plassering i eiendom være en mulig alternativt investeringsobjekt med lav risiko. Jeg registrer bl.a. at disse åpner for slike investeringer. Jeg understreker imidlertid at jeg langt fra har tatt noen betraktning om denne adgangen i så fall vil bli benyttet. Før dette eventuelt skjer vil jeg gjennomføre en grundig analyse av eiendomsinvesteringer. "

Med dette som utgangspunkt ga bystyret i desember 2004 sin tilslutning til at Kraftfondet kan investere i eiendom. Investeringsmandatet ble endret i mars 2006. For eiendom ble mandatet avgrenset til å gjelde følgende:

- Eiendom som aktivaklasse kan utgjøre inntil 10 % av Kraftfondets samlede aktiva
- Ingen enkeltinvesteringer skal være større enn NOK 50 millioner
- Ingen enkeltinvesteringer skal utgjøre mer enn 25 % av det aktuelle eiendomsobjekt

16.4.2. Nærmere om bakgrunnen eiendomsinvesteringene

I følge rådgiverne i fagstaben ga både ekspertpanelet og Kraftfondets eksterne rådgivere positive signaler om å gå inn i eiendom. Dette for å få etablert en ytterligere diversifisering av Kraftfondets risiko. Et notat fra rådgiveren Griff Kapital AS støttet denne vurderingen. Med dette som utgangspunkt ga Kraftfondet finanskonsernet First Securities ASA i oppdrag å foreta en vurdering av ulike sammensetninger av en eventuell eiendomsportefølje. Rådgiverne i fagstaben mener at beslutningen om å gå inn i eiendom dermed ble gjort på bakgrunn av grundige drøftinger og analyser.

Rådgiverne vektlegger videre at alle aktuelle eiendomsinvesteringer er kommet opp som en interaksjon mellom Kraftfondet, eksterne rådgivere og ulike markedsaktører. Kraftfondet har imidlertid definerer egne behov og søker å etterspørre produkter i markedet ut fra de behov fondet til enhver tid har og at disse passer inn forvaltningsstrategien, det vil si en dynamisk forvaltning av portefølje.

I følge ekspertpanelet har de ikke tatt stilling til hvilke enkeltinvesteringer fondet burde gjøre i eiendom. De har uttalt seg om nivået på aktivaklassen, og at en burde ha en miks mellom eiendomsfond og andre type eiendomsprosjekter.

16.4.3. Eksempler på eiendomsprosjekter

Aberdeen

Bakgrunnen for investering var at vurderingene og drøftelsene til slutt konkluderte med at dette var en eiendomsinvestering med tilfredstillende løpende avkastning og begrenset risiko for Kraftfondet. Det er ikke mange prosjekter innenfor eiendom som tilfredsstiller Kraftfondets behov. Ekspertpanelets var positive til eiendomsinvesteringer med moderat risiko og tilfredstillende årlig yield/avkastning. Tilretteleggingen av investeringen var det Orkla som sto for. I tillegg til investering i Aberdeen, anbefalte ekspertpanelet at man gjorde flere små investeringer.

Opprinnelig var fondet negativt innstilt til å investere i Aberdeen. Dette endret seg imidlertid som følge av markedsutviklingen, Kraftfondets muligheter for diversifisering av risiko ved aktuelle eiendomsinvesteringer og i tillegg reduserte kostnader knyttet til allokeringen.

Grunnen til at fondet gikk inn med 100 millioner kroner, var at det her var snakk om et eiendomsfond uten at eiendomsfondets investeringer har en låneandel. For enkeltinvesteringer innen eiendom gjelder en øvre beløpsgrense på 50 millioner kroner.

Trysil Høyfjellsgrend II KS

Ekspertpanelet anbefalte at man i tillegg til en noe større investering i Aberdeen, kunne vurdere å gå inn i en noen mindre eiendomsinvesteringer. Dette på grunn av et ønske om risikodiversifisering innen eiendomsporteføljen. Rådmannen besluttet de konkrete investeringsalternativ i aktivaklassen eiendom. Kraftfondet har ikke tapt penger på denne investeringen, da fondet fikk tilbake investert beløp ved salg i markedet gjennomført ved tilrettelegger First Securities ASA.

Kommunaldirektørens rådgivere er enig i at man burde kunne finne spor av også denne enkeltinvesteringen i referatene fra internmøtene. Ekspertpanelet diskuterer ikke enkeltinvesteringer, det er derfor ikke spor å finne fra referatene fra disse møtene.

Estatia

Estatia var en investering som ble vurdert, men som på grunn av endringer i prosjektet likevel ikke ble ansett som noen god investering.

Northern Logistic Property ASA

Denne investeringen ble ansett som en interessant investering som ga mulighet for økt eksponering innenfor eiendom. Kraftfondet gikk inn i dette selskapet på et tidlig tidspunkt. Kraftfondet velger allokeringstidspunkt med hensyn på nyetablerte- eller eksisterende eiendomsprosjekt på bakgrunn av en konkret vurdering i det enkelte tilfelle. Den vurdering som er gjort er ikke nødvendigvis dokumentert i referatene.

17. Vedlegg 4: Kommunalbankens risikovurdering av obligasjonsforetakene



| | | |
|------------------------------|------------------|--------------------|
| TRONDHEIM KOMMUNEREVISJON | | |
| Saksbehandler B11 | Kopi til: | |
| 08 DES. 2009 | | |
| Saksnr. 09/29586 | Dok.nr. -5 | Løpnr. 20928469 |
| Videres.til: | Arkivkode 216 | U.off.\$ |

30.11.2009

Trondheim kommune
Trondheim kommunerevisjon
7004 Trondheim

Uttalelse om Trondheim kommunes Kraftsfonds investeringer i Obligasjonsforetaket III og IV

Det vises til notat fra Trondheim kommunerevisjon datert 17. september dette år, hvor Kommunalbanken blir bedt om å vurdere følgende.

1. Vurdere om Trondheim kommunes plasseringer av midler i Obligasjonsforetak 3 og Obligasjonsforetak 5 kan være i strid med kommunelovens § 52, hvor det heter at kommuner skal forvalte sine midler slik at tilfredsstillende avkastning kan oppnås uten at dette innebærer vesentlig finansiell risiko.
2. Gi en karakteristikk av risikonivå og avkastning knyttet til investeringene ut fra den kunnskapen som forelå om CDO- markedet i 2005/2006, samt vurdere dette opp mot plasseringer i det norske pengemarkedet på det aktuelle tidspunktet.
3. Gi en generell vurdering av de to "prospektene", samt en vurdering av om risikobildet er godt nok beskrevet, om administrasjonen i tillegg burde ha innhentet ytterligere informasjon i markedet om denne type investeringer.

Kommunalbankens vurdering blir presentert som svar på underpunkter som presenteres i teksten, samt konklusjoner på hovedpunktene.

Betenkningen er basert på oversendt dokumentasjon fra kommunerevisjonen i Trondheim, hvilket primært er to salgspresentasjoner fra First Securities samt investeringsmandatet til Kraftfondet, og konklusjonene som trekkes er basert på at dette materialet gir et godt bilde av den informasjonen Trondheim 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.

1

Investeringene som vurderes

Obligasjonsforetaket III (ISIN: XS0223795930)

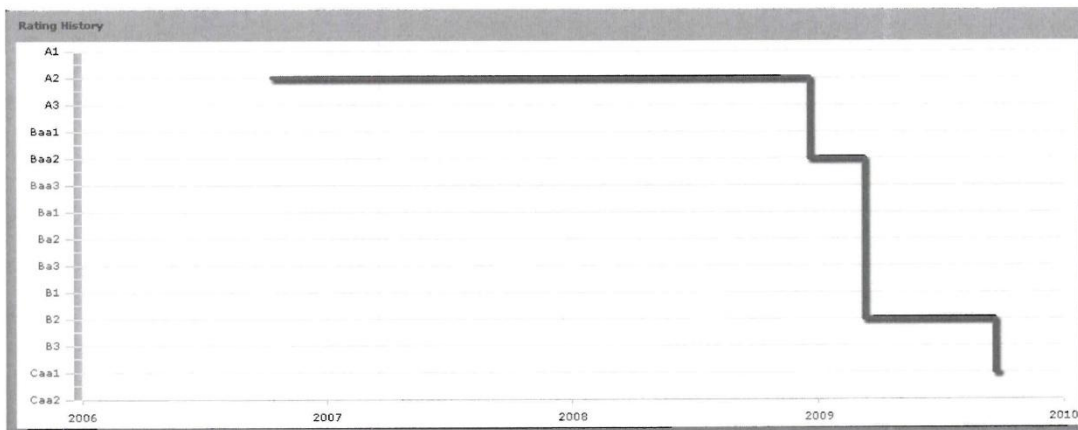
Trondheim kommune investerte i 2005 gjennom sitt kraftfond NOK 200 millioner i CDO'en Obligasjonsforetaket III¹, tilrettelagt av First Securities og pålydende NOK 686 millioner. Obligasjonen var ratet A av Fitch ved utstedelse og hadde en løpetid på 10 år. Da det ble benyttet kredittderivater, og ikke obligasjoner som underliggende, ble det også investert i en obligasjon med fortrinnsrett utstedt av Depfa ACS Bank for å muliggjøre plassering av midler².

Obligasjonsforetaket III ble 1. mai 2009 nedgradert til CC, en utstederrating som angir en ekstremt svak finansiell sikkerhet.

Obligasjonsforetaket V (ISIN: XS0267195690)

Trondheim kommune investerte i 2006 gjennom sitt kraftfond NOK 200 millioner i CDO'en Obligasjonsforetaket V³, tilrettelagt av First Securities og pålydende NOK 451 millioner. Obligasjonen var ratet A2 av Moody's ved utstedelse og hadde en løpetid på 10 år. Da det ble benyttet kredittderivater, og ikke obligasjoner som underliggende, ble det også investert i to obligasjoner med fortrinnsrett utstedt av henholdsvis, Depfa ACS Bank og Hypothekenbank in Essen, for å muliggjøre plassering av midler.

Obligasjonsforetaket V ble 21. September 2009 nedgradert til Caa1 av Moody's, en utstederrating som angir en meget svak finansiell sikkerhet, hvor utsteder antas å være avhengig av fordelaktige forretningsmessige, finansielle og økonomiske forhold for å overholde sine forpliktelser fremover.



Figur 1. Ratinghistorikk for Obligasjonsforetaket V fra Moody's.

¹ Oakham Rated 2 S.A.

² Trondheim kommune kunne alternativt kun gjort derivatene, da uten hovedstolsutveksling.

³ Secured Limited Recourse Fixed Rate Credit-Linked Notes due 2016 (Series 3)

Risikofaktorer

For å kunne belyse første hovedpunkt knyttet til eventuell vesentlig finansiell risiko i henhold kommunelovens § 52, gjengis her et utdrag fra forskrift om kommuners og fylkeskommuners finansforvaltning som definerer følgende typer av finansiell risiko som er relevant for en CDO,

| | |
|-------------------|--|
| 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. |

Ratingsystemer

Da det henvises til kredittrateringer i salgspresentasjonen fra First Securities, omtales disse i korthet i dette avsnitt.

Kredittrateringer utarbeides av flere uavhengige, internasjonale ratingbyråer, og er et mål for betalingsdyktighet og/eller konkurssansynlighet. Kredittilsynet anerkjenner i sine forskrifter følgende ratingselskaper, Standard & Poors, Moody's, Fitch og DBRS, hvorav de tre førstnevnte er ansett som de mest anerkjente blant internasjonale investorer.

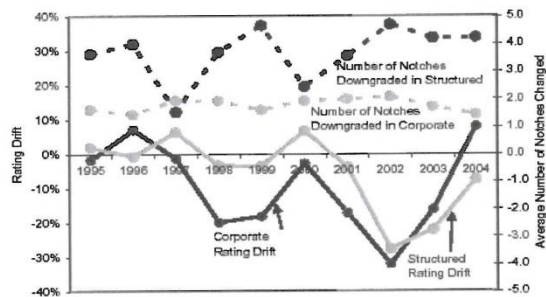
Det er viktig å huske at kredittrateringer utelukkende er et estimat for betalingsdyktighet og/eller konkurssansynlighet, og derfor kun adresserer den første av de fem ovennevnte risikofaktorene som omhandlet obligasjonsinvesteringer, kredittrisiko. En risikovurdering av en investering må derfor ikke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

Kredittrisiko – grad av volatilitet i ratingen?

Kredittrisiko representerer faren for at en låntaker, eller en motpart i en derivatkontrakt, ikke overholder sine betalingsforpliktelser rettidig, og ratingbyråene angir gjennom sin kredittrating en sannsynlighet for mislighold. Ratingbyråene Fitch og Moody's ga de to CDO'ene en kredittrating på henholdsvis A og A2, hvilket i utgangspunktet angir en god finansiell sikkerhet. En lik kredittrating fra samme ratingbyrå for en selskapsobligasjon og et strukturert produkt skal angi samme misligholdssannsynlighet. Ratingen sier derimot ingenting om tapsgrad ved mislighold eller stabiliteten til kredittratingen over løpetiden til obligasjonen.

Et strukturert produkt som en CDO er bygget opp slik at investor i en bestemt transje tåler et visst antall mislighold⁴ i den underliggende porteføljen før de selv opplever mislighold i sin transje. Dersom mislighold først inntreffer tåles gjerne kun et begrenset antall mislighold før hele investeringen er tapt. Det kan litt forenklet sies at CDO'enes "alt eller ingenting"-natur nødvendigvis vil medføre at dersom det blir mislighold i porteføljen, er sannsynligheten for en vesentlig nedgradering av de lavere transjene så absolutt til stede. En tommelfingerregel er at en A ratet transje blir nedgradert til BB rating⁵, hvilket tilsier en tvilsom finansiell sikkerhet, dersom det blir en konkurs i den underliggende porteføljen det første året. 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 mye⁶.

Comparisons of Ratings Drift and Average Number of Notches Changed per Downgrade per Year between Structured Finance and Corporate Finance

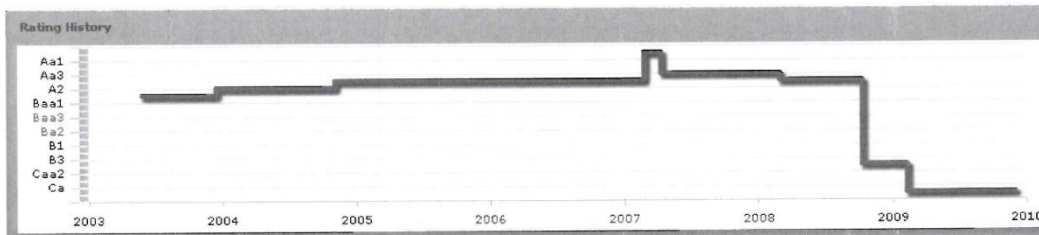


Denne ratingvolatiliteten er en direkte følge av en CDO's struktur, og at dette må ha vært kjent på investeringstidspunktene i 2005 og 2006 understrekes av faktiske ratingdata fra Moodys's presentert i figuren over for tidsperioden 1995 til 2004, hvor det klart fremkommer at strukturerte produkter i alle år i tidsperioden unntatt 1997 gjennomsnittelig blir nedgradert flere trinn enn selskapsobligasjoner.

⁴ Antallet vil avhenge av tapsgraden ved de ulike misligholdene
⁵ Lehman Brothers, *Examining the rating stability of synthetic CDOs*
⁶ Moody's

Potensiell volatilitet i kredittratingen av den aktuelle CDO transjen er i liten grad omtalt i salgspresentasjonen fra First Securities. En slik informasjon vil primært være av interesse for de investorer som har et kredittrating basert mandat eller investeringsrammeverk hvor eventuelle ratingendringer vil kunne fremtvinge endret hensikt med investeringen, som for eksempel krav om nedsalg ved nedgraderinger under et visst nivå. Det synes dog riktig å påpeke at slik informasjon indirekte fremgår av punkt tre på side seks i presentasjonene som omhandler vesentlige nedgraderinger ved konkurser i de aller første årene.

All den tid kredittratinger fra ratingbyråer benyttes som mål på kredittrisiko er det viktig å påpeke at de ulike ratingselskapene har noe ulik tilnærming og modellverktøy som ratingene er basert på, og således kan kredittratingen fra de ulike selskapene avvike en del selv for samme selskap eller strukturerte produkt. Dette gjør at det alltid er en fare for at noe av meravkastningen som kan tilbys ved investering i et sammensatt, strukturert produkt som en CDO-transje som kun er ratet av et ratingbyrå, stammer fra at det systematisk er investert i selskaper hvor det aktuelle ratingbyrået gir en høyere kredittrating enn det prisene i markedet tilsier at markedet generelt tillegger utstederen av kredittrisiko. Det mest nærliggende eksempelet på dette er Moody's rating av de islandske bankene, hvor deres ratingmetodikk i en periode tilsa en vesentlig høyere kredittrating, med tilhørende lavere kredittrisiko, enn det markedet tilla de samme bankene.



Figur 2. Ratinghistorikk for Kaupthing Bank hf fra Moodys.

Dersom porteføljen er aktivt forvaltet, er det også en mulighet for at slike avvik mellom et enkelt ratingbyrå og markedet generelt utnyttes fortløpende, ved at godt ratede utstedere som gir en lav avkastning på grunn av lav risiko, byttes ut med like godt ratede utstedere hvor markedets opplevelse av en høyere risiko også gir en bedre avkastning. Et ratingbyrå tror nødvendigvis på sine egne modeller, og så lenge metodikken eller utsiktene ikke endrer seg vesentlig, vil en forvalter på denne måten kunne gi en høyere avkastning fra en portefølje uten at den fra et ratingståsted har påtatt seg høyere risiko. Den faktiske kredittrisikoen i porteføljen har likevel basert på markedets prising økt noe. Den enkleste måten å møte denne utfordringen på er å benytte kredittratinger fra mer enn et ratingbyrå, og da med fordel to ratingbyråer som benytter ulike modeller for rating av strukturerte produkter. Ulempen med dette er selvsagt at det øker oppstartskostnadene og eventuelt driftskostnadene knyttet til det strukturerte produktet, og det kan således være med å ta bort den merverdi tilrettelegger ønsker å tilby investorene.

Likviditetsrisiko – aktualiteten av likviditetsrisiko for aktiva som skal holdes til forfall

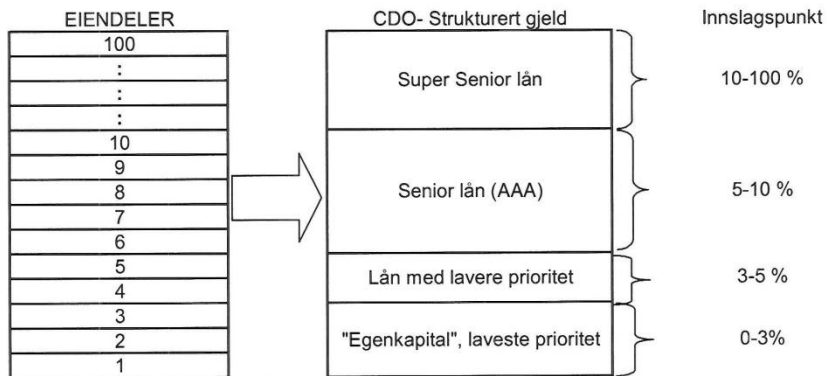
Likviditetsrisiko representerer faren for at midler ikke kan transformeres til kontanter i løpet av en rimelig tidsperiode, og graden av viktighet som tillegges denne faktoren ved en risikovurdering vil avhenge av investeringens hensikt. For en investor som Trondheim kommunes Kraftfond, som i utgangspunktet primært er en "hold til forfall" investor, så vil denne risikofaktoren typisk gis en lavere vekt enn for investorer som potensielt kan være avhengig av å kunne nyttegjøre seg av de investerte midlene under investeringens løpetid. Det er dog ikke mulig å neglisjere denne faktoren fullstendig, spesielt ikke for lange investeringer på 10 år, da det på investeringsøyeblikket nødvendigvis er vanskelig å ta høyde for alle eventuelle markedssvingninger i perioden samt mulige endringer som måtte tilkomme et investeringsmandat i løpet av løpetiden. Det er derfor vesentlig å sikre seg at det er sannsynlig at investeringen virkelig holdes til forfall, og at det ikke foreligger absolutte ratingkrav eller andre krav til investeringen som gjør at endrede markedsforhold vil kunne endre investeringens hensikt.

En CDO har en svært høy systematisk risiko, noe som tilsier at når en CDO opplever 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 de samme utstederne typisk inngår i et stort antall CDOer. Når et selskap går konkurs, vil derfor mange CDOer rammes, noe som igjen fører til at det gjerne er flere selgere enn kjøpere av produktet. Da CDOer i utgangspunktet er et produkt med svært begrenset likviditet, vil det kunne oppstå betydelige problemer knyttet til eventuelle nedslag i en CDO dersom den blir nedgradert under de ratingnivåer investor måtte anse som kritiske. Markedsverdien kan i slike tilfeller falle mer og fortære enn verdien på tilsvarende ratede selskapsobligasjoner på grunn av manglende likviditet.

Hvordan bør en vurdere risikoen til en CDO

Trondheim kommunes Kraftfond har investert i to CDO'er, hvilket er strukturerte produkter med et sammensatt risikobilde. Kredittrisikoen angis nok best av kredittratingen som var singel A fra henholdsvis Moody's og Fitch. Dette er i utgangspunktet en god kredittrating, men for denne type produkter er det betydelig avvik mellom ratingsbyråenes mål på kredittrisiko, og markedets oppfattelse av totalrisiko for produktet, hvilket også gjenspeiles i prisingen.

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.



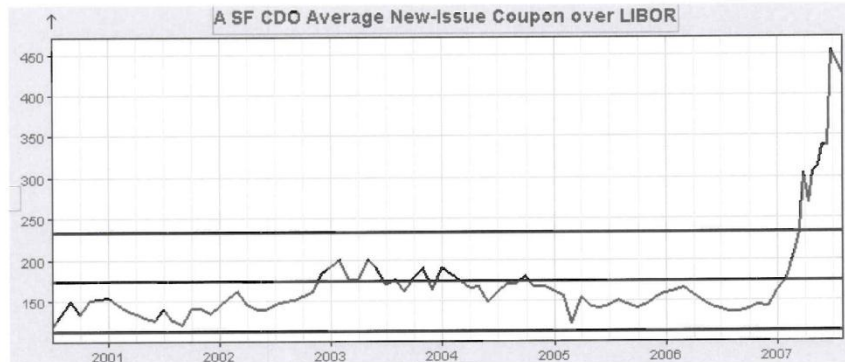
Figur 3. Forenklet skjematisk fremstilling av en potensiell CDO struktur.

I illustrasjonen over er CDO strukturen bygd opp ved at 100 CDS'er og en underliggende obligasjon legges i en portefølje. Investorene deles så 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.

Det er hevet over enhver tvil at investor bør kjenne og forstå de primære risikoforhold som påvirker investeringer den velger å gjøre. I forbindelse med investeringene i CDO'ene, kan det ha vært ønsket om å nå avkastningskravet på 6,5 prosent nominelt som var den primære driveren, mer enn et spesifikt syn om at markedet for syntetiske CDO'er var attraktivt priset ved de to investeringsøyeblikkene. Det kan i så måte være grunn til å stille spørsmål ved hvilken informasjon kommunen hadde skaffet seg om markedet generelt, være seg alternative CDO'er med lik og ulik rating, like lang og kortere løpetid, prisbilde for slike CDO'er, samt hvor mye av denne informasjonen som kom fra andre kilder en selger av de aktuelle CDO'ene det ble investert i. Det synes fra utsiden klart at en investering i et relativt komplisert strukturert produkt krever en høy grad av forståelse.

Det kan i utgangspunktet være vanskelig for utenforstående å prise en CDO, da en teoretisk tilnærming fordrer at man besitter eller estimerer langsiktige korrelasjoner mellom de aktuelle CDS'ene til de ulike utstederne. Et enklere utgangspunkt kan være å sammenligne marginen som betales over Nibor for tilsvarende 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 markedspris⁷.

⁷ Det antas for sammenligningens skyld at basisswappen mellom NIBOR og LIBOR er tilnærmet lik null, hvilket stemte bra i 2005 og 2006.



Figur 4. Gjennomsnittlig nyutstedelsesspread over libor for A ratede CDO trancher.

CDO'ene ble i 2005 og 2006 kjøpt til nibor pluss 2,2 prosent, noe som var en høyere spread enn gjennomsnittet av handlene som ble gjort i samme tidsperiode, for eksempel nibor pluss 1,39 i juni 2006. Dette reflekter at den kjøpte CDO'en sannsynligvis har hatt en høyere risikoprofil enn en gjennomsnittelig CDO med A rating.

Det finnes en klar sammenheng mellom risiko og prising, og kommunen kunne ut fra den forespeilede avkastningen fått et visst overblikk over hvordan markedet syntes å prise risikoen de var i ferd med å påta seg. I salgspresentasjonene fra First Securities er det presentert hvilken avkastning man kan oppnå ved å kjøpe selskapsgjeld i et utvalg norske aktører, og denne listen kunne man ved behov komplimentert ved å kontakte noen få meglere. Dersom Kraftfondet hadde konkludert noe annerledes enn det gjorde, og ikke antatt at CDO'ene utelukkende hadde kredittrisiko, men heller antatt at risikoene er knyttet til avkastning, og at den totale risikoen forbundet med CDO'ene ville tilsvare kredittrisikoen i vanlige obligasjoner som kunne tilby samme avkastning, kunne man konkludert at en total risiko på linje med et BB ratet utsteder⁸ ville ligge utenfor rammene. Denne tankegangen er under ingen omstendigheter ment som en fullgod risikoanalyse⁹, men en skisse av en enkel tilnærming til markedet hvor kommunen med små grep kunne avdekket at en slik avkastning som de ble forespeilet måtte innebære en risiko lå utenfor det som utelukkende forklares ut kredittrisikoen representert ved kredittratingen.

Risikotaking sett i lys av Trondheim kommunes investeringsmandat

Investeringene i CDO'ene utgjorde rundt 6,7 prosent av porteføljen, og var derfor innenfor den 10 prosent maksimumsandelen av porteføljen som kunne bestå av strukturerte kreditter. Når det gjelder muligheten for å benytte derivater, inkludert CDS, til å øke risiko, så står det klart at dette kan gjøres når spesielle markedsforhold gjør dette nødvendig, og det må da antas at det er porteføljeforvalter selv som avgjør om man står

⁸ Som angitt på side 6 i presentasjonen om Obligasjonsforetaket III fra First Securities.

⁹ Da den jo alt annet likt for eksempel ville angitt en lavere risiko på et gitt produkt fra en tilbyder som ga en dårligere pris.

ovenfor en spesiell situasjon eller ikke. Kredittratingen på A var også innenfor den nedre grensen på BBB som synes å gjelde for obligasjoner, uten at dette var spesifikt presisert for strukturerte kreditter, og plasseringen må dermed anses å ligge innenfor TKK's investeringsmandat.

Det er kanskje naturlig at det i ettertid ses på om det var avkastningskravet kombinert med lave renter som "tvang" kommunene til å betraktelig øke risikoprofilen på enkelte investeringer i et forsøk på å nå tilstrekkelig avkastning. I så fall bør kanskje avkastningsmålet ses i et noe lengre perspektiv, for å sikre at porteføljen også er konstruert for å tåle en nedgangstid.

Medførte investeringen i CDO'er at en tok vesentlig finansiell risiko?

Investeringene i CDO'ene synes som nevnt i punktet ovenfor å ha vært innenfor TKK's investeringsmandat, hvilket ikke nødvendigvis er ensbetydende med at investeringene ikke medførte vesentlig finansiell risiko.

Det som synes uheldig i denne saken etter undertegneds oppfatning, er at det her virker som om investor kombinerer flere risikofaktorer som ligger mot utkanten av investeringsmandatet for å oppå høyest mulig avkastning, uten at det nødvendigvis har vært reflektert tilstrekkelig over om den akkumulerte risikoen fortsatt er akseptabel. Når man kombinerer et A ratet strukturert produkt med meget betydelig likviditetsrisiko med en løpetid på hele ti år, kan det synes som et produkt som ikke burde vært en naturlig del av et fond som ikke skal ha en spekulativ natur. Det kan utenfra virke som om investor basert på et ønske om høy avkastning synes å ha gjort investeringen på noe begrenset informasjonsgrunnlag, spesielt med tanke på drøftinger av korrelasjonene i porteføljene, og deres innvirkning på den reelle risikoen i porteføljen.

Gitt at Trondheim kommunes Kraftfond av ulike årsaker ønsket å investere i CDS'er mot internasjonale selskaper, synes det fra utsiden som om man med fordel kunne vurdert en noe mindre strukturert CLN, eller alternativt dersom man var helt bestemt på å gjøre CDO'er, en kortere AAA ratet CDO. Begge disse investeringene fordrer dog fortsatt at investor setter seg grundig inn i produktene, og benytter et bredere nett av tilbydere for å bedre kunne sikre seg at handlene blir gjort på beste tilgjengelige pris.

Isolert sett er markedsrisikoen i en CDO ikke nødvendigvis fremtredende, mens likviditetsrisikoen er svært høy. I hvilken grad et aktivas likviditetsrisiko bør vektlegges under investeringsprosessen vil som tidligere nevnt nødvendigvis avhenge av investeringens hensikt. Det er klart at denne faktoren kan tillegges mindre vekt ved investeringer som er ment å holde til forfall, dog kan den aldri helt neglisjeres, da det alltid kan forekomme endringer til et forvaltningsmandat eller andre ytre rammefaktorer som gjør et nedsalg nødvendig, spesielt i løpet av en tidshorisont på 10 år. Kredittrisikoen er tilsvarende singel A ved utstedelse, men de potensielt store utslagene som en endring i korrelasjonsantagelsene eller eventuelle konkurser tidlig i løpetiden kan medføre, innebærer at en viss forsiktighet bør utvises. Singel A transjen i en CDO kan på kort tid bli nedgradert til under det som kan synes å være Kraftfondets minimumskrav til

kredittrating på BBB basert på bare en eller et fåtall konkurs tidlig i løpetiden. Kombinasjonen av potensielt store ratingbevegelser og svært høy likviditetsrisiko gjør at en investering i en singel A ratet CDO transje må anses å innebære en vesentlig finansiell risiko.

Ga First Securities' sine salgspresentasjoner et godt risikobilde

Som salgsmateriell fremstår presentasjonene som forholdsvis grundige. Strukturen til CDOer er ryddig fremstilt, og det presenteres en god del tallmaterieell som underbygger og fremhever sentrale deler av strukturen, og det inkluderes både statistiske data og stresstester. Tallmaterialet belyser på en oversiktelig måte blant annet antall konkurser den aktuelle transjen vil tåle under litt forskjellige forutsetninger, og forutsetningene er til en stor del påpekt.

Da presentasjonene omhandler et produkt som forfatteren selger og mottageren er potensiell kjøper av, vil den nødvendigvis ta form som en salgspresentasjon, og det er derfor naturlig at investor henter inn noe av informasjonen som blir nevnt under dette punktet fra andre kilder også. Det vil dog i den videre omtalen fokuseres på hvilken informasjon som det fra utsiden synes å være naturlig å inkludere i denne presentasjonen dersom den skulle fremstått som en helhetlig presentasjon av CDO'er og tilhørende risikoer, og det ses da nødvendigvis bort fra eventuell informasjon som ble gitt muntlig til investor i forbindelse med eventuelle presentasjoner.

Presentasjonen synes å fremstå som en relativt ren salgsanbefaling når det kommer til forklaringene av rasjonale bak utstedelser av CDO'er. Det vektlegges at det forventede tapet er lavere enn kredittspredene på grunn av skatteregler på selskapsobligasjoner i enkelte land, høy risikopremie som følge av mangel på diversifisering hos investorer, samt en relativt stor likviditetspremie. Det kan synes på en utenforstående som de to første punktene, om ikke alle tre, omhandler obligasjoner og ikke CDS'er som jo er underliggende i de to CDO'ene som her omtales. Nå er det ingen tvil om at spreadene på obligasjoner og CDS er korrelerte, men de er ikke nødvendigvis perfekt korrelerte, og skatteregler i ulike land kan nok være forskjellige fra obligasjoner til derivater. Den videre påstanden om at en CDO'er gir fordelene av en veldifferensiert portefølje burde med fordel vært ytterligere omtalt, for her nærmer man seg nok kjernen av de mest interessante problemstillingene knyttet til CDO'er, nemlig det faktum at rasjonale for å investere i CDO'er er veldig ulikt for investorene på de ulike nivåene i kapitalstrukturen.

For egenkapitalinvestorene, de som tar de første tapene, er diversifisering nødvendigvis en ulempe. Dette fordi en bred spredning av porteføljen kan øke sannsynligheten for enkeltstående tap gjennom at en er eksponert mot mange ulike sektorer, noe som igjen fører til tap hos egenkapitalinvestorene. En mindre spredning av porteføljen vil kunne øke sannsynligheten for en betydelig systematisk risiko for mange konkurser i en og samme bransje, men samtidig øke sannsynligheten for at ingen konkurser forekommer. Hele porteføljen blir ved mindre diversifisering, altså høyere korrelasjon, potensielt mer binær i sin misligholdssannsynlighet. Gjennomsnittelig kredittkvalitet kan være lik, men man har større sannsynlighet for mange konkurser, hvor egenkapitalinvestorene taper alt, og

større sannsynlighet for ingen konkurser, hvorpå egenkapitalinvestorene får en betydelig gevinst. Investorene i senior-transjen vil nødvendigvis ha en motsatt interesse. Da de tåler flere enkeltstående tap uten at det påvirker deres investering, frykter de egentlig primært betydelig systematisk risiko i porteføljen, og har derfor en preferanse for betydelig diversifisering, altså lav korrelasjon mellom de ulike investeringene i porteføljen.

For transjene i midten, slik som de Trondheim kommune har investert i, vil typisk samme rasjonale gjelde som for senior-investorene, men det finnes unntak, så personlig tror jeg at Trondheim kommune når beslutningen om å investere i CDO'er først var tatt, kanskje hadde investert høyere i kapitalstrukturen om dette elementet hadde blitt diskutert grundigere, selv om det nødvendigvis ville gitt en lavere avkastning. Presentasjonen er i og for seg litt inne på at den perfekt diversifiserte portefølje ikke finnes i eksemplet på side 11¹⁰, men dette kunne med fordel vært utdypet ytterligere dersom presentasjonen skulle vært en fullgod produktbeskrivelse.

Salgspresentasjonen er kanskje som forventet litt svakere når det kommer til risikofaktorer, men det vises en klar forbedring fra presentasjonen av Obligasjonsforetak III til Obligasjonsforetak V. Det synes kanskje uansett naturlig at investor også gjør seg opp en mening om risikoen basert på materiell fra andre kilder enn selger.

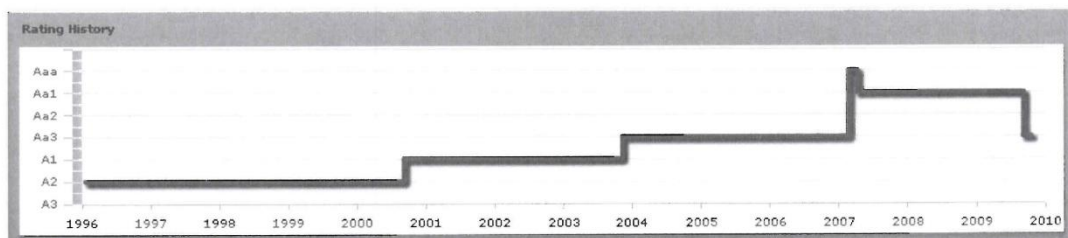
Det fokuseres for det første ganske gjennomgående på kredittrisiko, noe som i og for seg er naturlig all den tid dette vil være driveren bak mislighold ved forfall. Kredittrisikoen kan ses på som et produkt av tre faktorer, misligholdssannsynlighetene til porteføljeselskapene, korrelasjon mellom misligholdssannsynlighetene til selskapene samt tapsgrad ved mislighold. I denne sammenhengen kan kredittratinger fra ratingbyråene si noe om den første faktoren knyttet til hver av de underliggende selskapene, og det er gitt ganske detaljert informasjon om ratingen til porteføljene. Det er også tatt med ulike scenarier for tapsgrad i flere av utregningene, slik at investor selv skal kunne se hvor mye dette påvirker resultatene, hvilket er veldig bra. Den store mangelen synes å være at drøftinger knyttet til korrelasjonen er så godt som helt fraværende i presentasjonen om Obligasjonsforetaket III. Grunnen til at dette er viktig, er at det er en essensiell antagelse for den endelige kredittratingen av CDO-transjene, samt at den ikke er konstant over tid, da korrelasjonen har en tendens til å øke i krisesituasjoner, hvilket er de situasjonene hvor investor jo gjerne håper at diversifiseringen av porteføljen skal gjøre den robust. Det er ingen enkel måte å modellere dette på i en salgspresentasjon, men problemstillingen bør drøftes, da veddemålet Trondheim kommunes Kraftfond går inn i ved å investere i disse CDO'ene til en viss grad er et veddemål knyttet til korrelasjonsantagelsens holdbarhet gjennom de økonomiske syklene som måtte komme i løpet av 10 år.

Påstanden som gjengår i salgspresentasjonene om at *"en rating på en CDO er lik tilsvarende rating på et selskap"* synes også å kunne være misvisende med tanke på for eksempel volatilitet i rating. Setningen burde med fordel vært ytterligere spesifisert slik at det fremkommer at det er misligholdssannsynligheten som antas lik fra det aktuelle

¹⁰ Eksemplet synes å være en direkte oversettelse fra, Amanto, Jeff D. and Remolona, Eli M., "The Credit spread puzzle". *BIS Quarterly*, desember 2003.

ratingbyrået når det gir lik rating til en CDO og et selskap, og at andre egenskaper ved rating, som volatiliteten, er avvikende.

All den tid dette er en salgspresentasjon, forekommer det også en viss blanding av ratinger og informasjon fra de ulike ratingbyråene som kan føre til noe sammenligning av epler og pærer dersom leseren ikke er dette bevisst. For eksempel blir det i tabellen på side 6 sammenlignet indikativ spread på CDO'en med andre obligasjoner, hvor DnB NOR er angitt med en spread på +15 og en rating A, som må være Standard & Poor's rating på det tidspunktet. Gitt at det angis at CDO'en antas å få en A2 rating fra Moody's, synes det naturlig å sammenligne med Moody's ratingen også til DnB NOR. Denne rating var Aa3 på de aktuelle tidspunktene, og det synes naturlig at det er en betydelig spread-differanse mellom en Aa3 ratet bank, som i tillegg er største bank, og som dermed av mange investorer nok anses som systemviktig i et av verdens mest kredittverdige land og et strukturert produkt med rating A2.



Figur 5. Ratinghistorikk for DnB NOR fra Moody's.

Det er også på side 13 benyttet kumulative misligholdssannsynligheter fra Moody's, mens det på den påfølgende siden presenteres en misligholdsmatrise for CDO'er fra Fitch. Det er selvsagt ikke galt å benytte ulike kilder så lenge det er opplyst, men det er viktig at leseren ikke blindt sammenstiller de ulike tallene ved videre analyser. Det kan også påpekes at det angis en rating fra Moody's både på første og siste side i presentasjonen av Obligasjonsforetaket III, men det har ikke lyktes å finne noen annen rating av denne CDO'en enn fra Fitch.

Når det gjelder en mer detaljert drøfting av presentasjonenes fremstilling av de ulike risikoaspektene, synes det naturlig å starte med de kredittmessige risikoene og fordelene som presenteres på side 6. Under kredittmessige risikoer fremheves flere viktige risikofaktorer som høyere spread-volatilitet og lavere likviditet enn tilsvarende ratede selskapsobligasjoner, samt faren for at konkurser i underliggende portefølje tidlig i strukturens levetid vil kunne resultere i vesentlige nedgraderinger og reprisinger i markedet. Alle disse punktene bør investor ta stilling til før en investering gjøres.

Når det kommer til de kredittmessige fordelene, fremstår presentasjonen noe mer uklar. I første punkt slås det fast at strukturen har en "meget høy underliggende kredittkvalitet med bare investment grade." Dette står i noe kontrast til opplysningene på side 20 og 21, hvor det klart kommer frem at det ved oppstart er investert i CDS'er knyttet til selskaper med både rating Ba1 og Ba2, som begge er ratingkategorier under investment grade.

Dersom andelen high yield utstedere på rundt ti prosent av porteføljen, hvilket tilsvarer ti CDS'er, ses i sammenheng med det antall mislighold strukturen tåler, se side 24, er det klart at ved en lav recovery, så kan strukturen ligge på grensen til tap dersom alle high yield plasseringene misligholdes. Nå er selvsagt ikke det et veldig sannsynlig scenario, men det synes likevel å være på sin plass med en oversikt over hvilke selskaper det her er snakk om, slik at en eventuell investor kan utføre sin primære risikoanalyse på den mest tapsutsatte delen av porteføljen. I presentasjonen for Obligasjonsforetaket V er de 13 high yield utstederne presentert.

I det andre punktet slås det fast at aktiv forvaltning skal minimere nedsiden i lånts løpetid. Dette kan selvsagt en forvalter sikte seg inn på, men det hadde vært fornuftig å inkludere de ulike betraktninger som gjøres i markedet knyttet til eventuelle skjevheter i forvalters incentiver, og hvilke føringer dette eventuelt bør legge for forvalters mulighet til å investere selv i strukturen for eksempel, selv om enkelte av disse aspektene gjør seg mindre gjeldene for single-transje CDO'er hvor alle investorene nødvendigvis har samme interesse. Det kunne her også vært på sin plass og nevnt forvalters mulighet til å drive "rating-arbitrage" i en CDO-transje med rating fra et enkelt ratingbyrå, hvor det da som tidligere nevnt er mulig å øke avkastningen uten å redusere kredittratingen ved å benytte seg av de mulighetene som oppstår når et ratingbyrås syn på en enkelt utstedeers kredittrisiko avviker fra markedets. Dersom dette gjøres over tid, kan kredittrisikoen i CDO'en ha økt uten at det er gjenspeilet i ratingen, og dersom markedsforholdene endrer seg, kan da eventuelle nedgraderinger og i verste fall mislighold komme raskere enn ratingen av CDO'en skulle tilsi.

Det tredje punktet fremmer en påstand om at det oppnås "meget god avkastning i forhold til kredittrisikoen. Får tilsvarende BB avkastning for singel A risiko." Ved bruk av kredittratinger som mål av kredittrisiko, er den første delen av påstanden sann. Den påfølgende setningen er misvisende, da det vel menes at BB ratede obligasjoner hvor kredittrisiko er den dominerende risikofaktoren gir lik avkastning som et A ratet strukturert produkt, hvor nødvendigvis kredittrisikoen anses å være lavere på grunn av den bedre ratingen, mens andre risikofaktorer synes å være mer toneangivende og dermed også øke avkastningskravet investorer setter til den type utstedere. Punkt fire synes å være en videreføring av punkt tre, og eventuelle innsigelser blir da tilsvarende.

Det femte punktet er ganske interessant, og det samme trekkes også frem på side 16, nemlig fordelene ved at denne porteføljen av CDS'er på internasjonale og primært amerikanske utstedere har norsk utsteder, handles i VPS og har låneavtale med Norsk Tillitsmann. Det synes ikke nødvendigvis ut fra informasjonen som gjøres tilgjengelig i salgspresentasjonen å være opplagt at den norske utstederen er et kredittmessig fortrinn, ei heller at kombinasjonen VPS og Norsk Tillitsmann tilfører spesiell kompetanse til dette produktspekteret, men muligheten for det kan selvsagt heller ikke avskrives. Det må dog antas at både den norske tilretteleggeren, First Securities, VPS og Norsk Tillitsmann er med på å øke kostnadene på transaksjonen sammenlignet med et kjøp av transaksjonen rett fra forvalteren Natixis eller swapmotpart Bear Stearns, så det kunne med fordel vært fremhevet noe klarere hvilke kredittmessige fortrinn dette tilfører transaksjonen.

Det gis ellers på side 17 en god skjematisk oversikt over strukturens betalingsstrømmer og involverte parter. Det som gjerne skulle vært tatt med i den påfølgende drøftingen er risikofaktorer knyttet til de involverte partene. Det er mye fokus i presentasjonen på kredittrisiko knyttet til referansenavnene i underliggende de CDS, hvilket er veldig bra, men det nevnes lite om at alle disse swappene er gjort med en swapmotpart, Bear Stearns, og at valuta- og renteswappen synes å være gjort med Swedbank Markets, og hvilke implikasjoner mislighold hos en av disse partene vil påvirke transaksjonen.

All den tid et bredt kredittprodukt som en slik CDO vil være veldig avhengig av den generelle, globale makroøkonomiske utviklingen, hadde det tilslutt kanskje også vært på sin plass at påstanden fra side 5 om at "*vårt utgangspunkt er at kredittsyklusen synes å være fordelaktig de nærmeste årene*" hadde vært utdypet noe mer i presentasjonen, da dette er et av de viktige veddemålene investor gjør ved å investere i en mezzanine CDO-transje.

Det bør her også tillegges at presentasjonen for Obligasjonsforetaket V er bedre på diskusjonen av risikofaktorer, da det på side 15 trekkes frem at investor bør fokusere på ratingfordelingen i porteføljen, og da spesielt high yield utstederne. I tillegg trekkes det eventuelle problemet knyttet til forvalternes incentiver frem, både når det gjelder forfordeling av enkelte investorgrupper, eller når det gjelder egen provisjon eller handel med et begrenset utvalgt motparter.

Bør kommuner investere i CDO'er uten formelt prospekt

Det er ikke nødvendigvis slik at et produkts egnethet som investeringsobjekt er gitt av en eventuell eksistens av et formelt prospekt.

Det er klare fordeler med et formelt prospekt fra utsteder, spesielt dersom utsteder er hjemmørig i et land eller utstedelsen er børsnotert på en børs som medfører at det knyttes formelle krav til prospektet¹¹, da dette gir klare føringer for type og mengde informasjon som må kommuniseres fra utsteder til investor, samt riktigheten av denne informasjonen. Et formelt prospekt vil også kunne legge til rette for klarere juridiske vurderinger dersom det under løpetiden oppstår uenighet mellom partene knyttet til enkelte aspekter av den aktuelle investeringen.

Det synes dog klart at et eventuelt prospekt primært har verdi som en del av investeringsbeslutningen dersom investor setter seg inn i og har kunnskap til å kunne nyttegjøre seg av den informasjonen som gjøres tilgjengelig i prospektet.

Det er nødvendigvis avgjørende for å være så sikker som mulig på at det gjøres en tilfredsstillende investering å ha tilstrekkelig informasjon tilgjengelig. Inngående kjennskap til et bestemt marked, produkt eller utsteder kan redusere investors behov for formell informasjon om en spesifikk posisjon i form av et prospekt. Når det for Trondheim kommunes Kraftfonds vedkommende ble vurdert å investere i strukturerte produkter som blir satt sammen for disse transaksjonene alene, synes det essensielt å

¹¹ For eksempel EU's *Prospectus Directive*.

innhente annen informasjon enn en salgspresentasjon fra selgeren av det aktuelle produktet. Om denne ytterligere informasjonen burde inkludere et prospekt kan virke fornuftig, men det kan nok synes enda viktigere at summen av informasjon man har hentet inn gir tilstrekkelig kunnskap om investeringsobjektet, dets risikodrivere og markedsdynamikk.

Bør investor gjøre ytterligere undersøkelser når prospekt mangler?

Investor bør nødvendigvis foran en hver investeringsbeslutning sørge for å ha tilgjengelig den informasjonen som anses nødvendig for å gjøre en veloverveid investeringsbeslutning. Dette vil typisk involvere informasjon om utsteder og utstedelsen som belyser de ulike, aktuelle risikofaktorene. Uten et formelt prospekt bør slik informasjon hentes inn fra andre kilder, for eksempel ratingbyråer, men det er viktig å påpeke at all nødvendig informasjon om en investering ikke nødvendigvis finnes i et formelt prospekt heller, så uansett om det er utarbeidet prospekt eller ikke, virker det formålstjenelig å hente inn informasjon fra andre kilder. Det er også vesentlig å huske at prospektet er utarbeidet av eller på bestilling fra utsteder, og således også kan utelate informasjon som andre parter kan påpeke.

Hvilken betydning har et formelt prospekt i beslutningsprosessen

Det er selvsagt vanskelig å mene noe konkret om hvilken beslutning som hadde blitt tatt om man hadde hatt et prospekt tilgjengelig, men det synes fra utsiden ikke nødvendigvis som om et prospekt ville gjort en stor forskjell i dette tilfellet. Dersom Trondheim kommunes Kraftfond som investor følte seg komfortabel med å gjøre investeringene i CDO'ene ut fra den informasjonen som var tilgjengelig i salgspresentasjonene, synes det nok lite sannsynlig at noe ytterligere informasjon presentert i prospektet ville endret beslutningen.

Når det gjelder spørsmålet om hvilken merinformasjon et prospekt vil gi, er det veldig vanskelig å angi, da det vil avhenge både av hvilken informasjon man allerede har tilgjengelig samt hvilken informasjon utsteder hadde presentert i et eventuelt prospektet.

Generelt kan det vel som tidligere nevnt være klare fordeler med et formelt prospekt fra utsteder dersom utsteder er hjemhørig i et land eller utstedelsen er børsnotert på en børs som medfører at det knyttes formelle krav til prospektet¹², da dette gir føringer for type og mengde informasjon som må kommuniseres fra utsteder til investor.

Avsluttende kommentar

Det er i denne uttalelsen fra undertegnedes side argumentert for at den kombinerte risikoen knyttet til investeringer i strukturerte produkter, som er en naturlig klassifisering av en syntetisk CDO-transje basert på underliggende CDS'er til internasjonale gjeldsutstedere, med en meget betydelig likviditetsrisiko, en moderat kredittrisiko ved

¹² For eksempel EU's *Prospectus Directive*.

en lang løpetid på hele 10 år utgjør en vesentlig finansiell risiko og dermed er i strid med kommunelovens § 52.

Da det med utgangspunkt i vedtektene til Kraftfondet ble konkludert med at investeringene syntes å være innenfor fondets mandat på investeringstidspunktet, virker det naturlig å se om det er behov for å endre enkelte aspekter ved investeringsmandatet for å sikre at porteføljen settes sammen slik at den tåler de sykliske svingningene som nødvendigvis vil oppstå i løpet av et slikt langsiktig fonds levetid. Det synes uansett ikke å være tilrådelig å investere helt ut til 10 år ned mot nedre grense av reglementet med tanke på kredittrisiko i et strukturert produkt med meget begrenset likviditet, og at det kan være behov for enten et mer finmasket investeringsmandat, eller alternativt et enklere og mer begrenset mandat.

Dersom investeringene i CDO'ene på investeringstidspunktet primært eller delvis ble begrunnet med et det var en av få investeringsmuligheter som utenom aksjer kunne antas å gi tilstrekkelig avkastning til å møte avkastningskravet og samtidig ligge innefor investeringsmandatet, kan det også være formålstjenelig å se på hvordan avkastningen skal måles mot avkastningskravet over tid. Det vil ellers alltid kunne oppstå utfordringer for obligasjonsinvesteringene med et fast avkastningskrav i tider hvor rentene er lave.

Vennlig hilsen,



Petter Skouen
Adm. dir.



Martin Spillum
Finanssjef

18. Vedlegg 5: Notat fra Wiersholm, Mellbye & Bech advokatfirma AS.

Wiersholm

Trondheim kommune
v/ kommunaldirektør Carl-Jakob Midttun
7004 Trondheim

Oslo, 11. januar 2010
Ref: M1723292/1/108941-007/OHW
Ansvarlig advokat:
Knut Bergo

Trondheim kommunes investeringer i Obligasjonsforetaket III og V

Vedlagt oversendes vårt notat med vurderinger av Kommunalbankens redegjørelse for Trondheim kommunes Kraftfonds investeringer i Obligasjonsforetaket III og V.

Med vennlig hilsen
for Wiersholm, Mellbye & Bech, advokatfirma AS



Odd-Harald Berg Wasenden
ohw@wiersholm.no

Wiersholm

Notat

Til: Trondheim kommune v/ kommunaldirektør Carl Jakob Midttun
Fra: Wiersholm
Ansv. advokat: Knut Bergo
Dato: 11. januar 2010

1. TRONDHEIM KOMMUNES KRAFTFONDS INVESTERINGER I OBLIGASJONSFORETAKET III OG V

I en redegjørelse datert 30. november 2009 har Kommunalbanken Norge "KBN" gitt en vurdering av Trondheim kommunes Kraftfonds plasseringer i Obligasjonsforetak III og V og beslutningsgrunnlaget for disse plasseringene. Herunder har KBN vurdert hvorvidt plasseringene er i strid med kommunelovens¹ § 52 hvor det heter at kommuner skal forvalte sine midler slik at tilfredsstillende avkastning kan oppnås uten at dette innebærer vesentlig finansiell risiko. KBN konkluderer i rapporten med at plasseringene var i strid med kommunelovens § 52.

Vi er bedt om å gjennomgå og vurdere KBNs analyse av plasseringenes forhold til kommuneloven og gi en "second opinion". Siktemålet er således ikke å foreta en selvstendig vurdering av plasseringene eller investeringsmandatet.

I tillegg til KBNs rapport har vi fått forelagt "Vedtekter for kraftfondet i Trondheim kommune" godkjent av Trondheim bystyre 28. september 2006, investeringsmandat vedtatt i Trondheim bystyre 31. mars 2006 og manual for forvaltning, risikostyring og kontroll for Trondheim Kommunale Kraftfond implementert fra 1. januar 2006.

2. SAMMENDRAG/KONKLUSJONER

Kommuneloven § 52 forbyr plasseringer og investeringer som innebærer en "vesentlig finansiell risiko". Verken loven selv eller dens forarbeider gir nærmere anvisning på hva som skal regnes som vesentlig finansiell risiko eller hvilke momenter som skal tillegges vekt i vurderingen. Det må således foretas en konkret helhetsvurdering i det enkelte tilfellet.

KBN trekker uten særlige reservasjoner den konklusjon at Trondheim kommunes Kraftfonds plasseringer i Obligasjonsforetakene var i strid med kommuneloven § 52. Basert på KBNs redegjørelse og det øvrige materialet som har vært tilgjengelig for oss, er det etter vår oppfatning ikke grunnlag for en så bastant konklusjon.

KBN har etter vår oppfatning lagt for stor vekt på betydningen av likviditetsrisiko knyttet til de konkrete investeringsbeslutningene uten at dette aspektet vurderes i lys av formålet med investeringen og forholdet til bestemmelsene i investeringsmandatet og de øvrige styringsdokumentene for Kraftfondet.

Videre bemerker vi at obligasjonene i Obligasjonsforetaket V er børsnoterte på Oslo Børs, hvilket tilsier en lavere likviditetsrisiko i forvaltningsforskriftens forstand. Vi oppfatter også Obligasjonsforetaket III som et standardisert produkt der det er lagt til rette for omsetning av obligasjonene.

¹ Lov 25. september 1992 nr 107.

3. KORT OM KOMMUNALBANKENS RAPPORT

Kommunalbanken gjør i sin rapport kortfattet rede for investeringene og utviklingen av disse. Obligasjonsforetaket III hadde på investeringstidspunktet i 2005 rating A av Fitch, men ble i mai 2009 nedgradert til CC – hvilket KBN fremhever at angir ekstremt svak finansiell sikkerhet. Obligasjonsforetaket V var på investeringstidspunktet i 2006 ratet A2 av Moody's men ble i september 2009 nedgradert til Caa1, hvilket angir meget svak finansiell sikkerhet.

Etter en kortfattet redegjørelse for ulike risikoelementer som omfattes av lovens samlebegrep "finansiell risiko", går KBN nærmere inn på risikoelementene kredittrisiko og likviditetsrisiko.

Når det gjelder kredittrisiko peker KBN på at ratingnivåene på henholdsvis A og A2 i utgangspunktet angir god finansiell sikkerhet. Det fremheves likevel at disse investeringsobjektene – Collateralized Debt Obligations ("CDO") – er strukturert slik at de typisk nedgraderes sjelden, men mye dersom de først blir nedgradert. Det påpekes også at prisingen av CDO'ene indikerte betydelig avvik mellom ratingbyråenes mål på kredittrisiko og markedets oppfattelse av total risiko for produktet.

Når det gjelder likviditetsrisiko viser KBN til definisjonen i (merknadene til) forvaltningsforskriften², der likviditetsrisiko er definert som følger:

Likviditetsrisiko representerer faren for at midler ikke kan transformeres til kontanter i løpet av en rimelig tidsperiode.

I den forbindelse vil vi bemerke at definisjonen av "likviditetsrisiko" i forskriften ikke godt fanger opp all "markedslikviditetsrisiko" i verdipapirmarkedene, nemlig at det eksisterer et annenhåndsmarked, men at "handelslikviditeten" kan være så svak at selger må gi en stor "rabatt" på det som er den (teoretisk) "riktige" verdien av investeringen for å få transformert den til kontanter. Likviditetsrisikoen går etter ordlyden i forskriften på risikoen for at man ikke får solgt seg ut i det hele tatt. Faren for at man må gi en "likviditetsrabatt" kan neppe heller klassifiseres som "markedsrisiko" i forvaltningsforskriftens forstand så langt det gjelder en langsiktig låneinvestering, siden den forutsetter en salgsbeslutning.

I sin rapport påpeker KBN at en CDO har svært høy systematisk risiko ved at mange CDO'er vil rammes av samme underliggende kredittbegivenhet, noe som gjerne fører til flere selgere enn kjøpere av et produkt. Kjernen i KBNs samlede vurdering av risikoelementene fremgår på side 9 i rapporten der det heter:

"Isolert sett er markedsrisikoen i en CDO ikke nødvendigvis fremtredende, mens likviditetsrisikoen er svært høy."

KBN går så noe nærmere inn på betydningen av likviditetsrisiko knyttet opp til investeringens formål. Herunder påpekes det forhold at likviditetsrisikoen for langsiktige investeringer ("hold til forfall") ikke nødvendigvis skal tillegges avgjørende vekt. Til tross for disse nyanseringene konkluderer KBN, blant annet med henvisning til at forvaltningsmandater kan endres etter at plassering er foretatt, likevel slik på side 10:

"Kombinasjonen av potensielt store ratingbevegelser og svært høy likviditetsrisiko gjør at en investering i en singel A ratet CDO transje må anses å innebære en vesentlig finansiell risiko".

Konklusjonen gjentas på side 15 til 16 der det heter

"Det er i denne uttalelsen fra undertegnedes side argumentert for at den kombinerte risikoen knyttet til investeringer i strukturerte produkter, som er en naturlig klassifisering av en syntetisk CDO-transje basert på underliggende CDS'er til

² Se noe nærmere i punkt 3 nedenfor.

Notat

Wiersholm

internasjonale gjeldsutstedere, med en meget betydelig likviditetsrisiko, en moderat kredittrisiko ved en lang løpetid på hele ti år utgjør en vesentlig finansiell risiko og dermed er i strid med Kommunelovens § 52.

Rapporten lest i sammenheng viser at KBN har foretatt en totalvurdering, men lagt avgjørende vekt på det man oppfatter som en "meget betydelig likviditetsrisiko". Dette underbygges av at kredittrisikoen omtales som "moderat".

4. KOMMUNELOVENS BESTEMMELSER

Kommuneloven § 52, nr. 3 lyder som følger:

"Kommuner og fylkeskommuner skal forvalte sine midler slik at tilfredsstillende avkastning kan oppnås, uten at det innebærer vesentlig finansiell risiko og under hensyn til at kommunen og fylkeskommunen skal ha midler til å dekke sine betalingsforpliktelser ved forfall."

Bestemmelsen kom inn i loven ved en lovendring av 7. juli 2000 nr. 71. I forarbeidene til endringsloven fremgår det at departementet ikke fant det hensiktsmessig å konkretisere hva som ligger i lovens begreper "tilfredsstillende avkastning" og "vesentlig finansiell risiko". Det uttales tvert imot:

*"Det enkelte kommunestyre må selv i en finansstrategi fastsette nærmere regler om finansforvaltningen innenfor kommunelovens rammer. Den foreslåtte bestemmelsen innebærer dermed at det er det enkelte kommunestyret selv som fastsetter krav til avkastning og hvor stor risiko kommunen er villig til å påta seg."*³

Kommunal- og regionaldepartementet har gitt forskrift om kommuners og fylkeskommuners finansforvaltning, den såkalte forvaltningsforskriften.⁴ Det er vedtatt en ny forskrift som trer i kraft 1. juli 2010.⁵ Den nye forskriften gir på en rekke punkter mer detaljerte bestemmelser, men for de spørsmål vi her står overfor er det ikke materielle endringer. I gjeldende forskrift § 2 sondres det mellom plassering og forvaltning av ledig likviditet og midler beregnet for driftsformål på den ene side og plassering og forvaltning av langsiktige finansielle aktiva på den annen side. Ledig likviditet og driftsmidler skal forvaltes med vekt på lav finansiell risiko og høy likviditet. Motsetningsvis kan de langsiktige finansielle aktiva forvaltes med noe høyere finansiell risiko – dog innenfor rammen av kommuneloven § 52, nr. 3. Dette fremheves også i merknadene til bestemmelsen som er inntatt som vedlegg til forskriftene.

I merknadene til de nye forskriftene gjentas forutsetningen i forarbeidene om at det er det enkelte kommunestyre og fylkesting som må ta stilling til hva som er tilfredsstillende avkastning og vesentlig finansiell risiko. Departementet peker videre på at den totale finansielle risiko må ses i sammenheng med kommunens økonomiske evne til å bære risikoen. Det fremheves også at man ikke er pålagt å forvalte langsiktige aktiva med høyere risikoprofil enn det som gjelder for driftsmidler. I merknadene til § 4 heter det likevel

"Tidshorisonten for når midler (finansielle aktiva) skal anvendes er avgjørende for forvaltningen av midlene, herunder hvilken risiko/avkastning en bør legge til grunn for forvaltningen. Jo lengre tidshorisont, jo mer forsvarlig kan det være å ta noe høyere risiko for å kunne oppnå en noe høyere forventet avkastning på midlene."

Bestemmelsen er ikke inngående drøftet i juridisk teori, men Bernt fremhever at kravet om at man ikke skal eksponere kommunen for vesentlig finansiell risiko må leses "strengt". Han uttaler videre at kommuner og fylkeskommuner ikke skal prøve å opptre som profesjonelle investorer med innbyggernes penger.⁶ Til tross for Bernts påpeking om at man skal være

³ Ot.prp nr. 43 (1999-2000) side 104. Tilsvarende formuleringer gjenfinnes i de spesielle merknadene til bestemmelsene i proposisjonen.

⁴ Forskrift 05.03.2001 nr. 299.

⁵ Forskrift 09.06.2009 nr. 635.

⁶ Norsk lovkommentar. Kommentarer til Kommuneloven, note 709.

Notat

Wiersholm

varsom med å påta seg finansiell risiko må det fremheves at enhver plassering vil være beheftet med risiko. Etter vår oppfatning gir således disse generelle uttalelsene relativt begrenset veiledning.

Oppsummeringsvis er det vanskelig å identifisere konkrete holdepunkter for hvordan begrepet "vesentlig finansiell risiko" skal forstås. Loven gir anvisning på en rettslig standard der risikoen må vurderes konkret i det individuelle tilfellet. Vurderingen er tillagt det enkelte kommunestyre – innenfor rammen av lovbestemmelsen. Det er et sentralt poeng at begrepet er "elastisk" – noe som klart fremkommer ved at det i forskriftsverket klart åpnes for høyere finansiell risiko ved langsiktige plassering av ledig likviditet enn det som tillates for kortsiktig likviditet og driftsmidler.

5. VURDERINGER

I fortsettelsen skal vi gå noe nærmere inn på KBN's vurdering av Trondheim kommunes Kraftfonds investeringer. Til tross for at KBN's vurderinger knytter seg til et rettslig spørsmål, har ikke rapporten en utpreget rettslig tilnærming.

Det er på det rene at finansfaglige analyser og vurderinger, som er rapportens hovedbestanddel, er helt sentrale for den juridiske vurderingen som skal gjøres etter kommuneloven § 52 nr 3. Vi har ikke det nødvendige grunnlag for å diskutere de rent finansfaglige vurderingene foretatt av KBN, men påpeker at det klart kan være av betydning for konklusjonene at disse settes inn i en juridisk kontekst, der premissene for vurderingene klart kan identifiseres. Rapporten er på dette punktet begrenset til et referat av lovteksten, samt et ekstrakt av fremstillingen i merknadene til den gjeldende forskriften av ulike risikokomponenter som innebærer finansiell risiko.

Vi vil først få bemerke at det avgjørende for den rettslige vurderingen vil være risikoen ved investeringene på investeringstidspunktet.

Vi finner i den forbindelse også grunn til å bemerke at det ikke er grunnlag for å likestille investeringens grad av risiko med (størrelsen på) eventuelle urealiserte/realiserte tap som senere har oppstått. Det forhold at investeringene i Obligasjonsforetaket III og V har vist seg å være potensielt sett høyst tapsbringende for investorene, som en følge av at kredittbegivenheter har slått til og markedene svekket seg, innebærer ikke i seg selv at investeringen var beheftet med "vesentlig finansiell risiko". Ingen investeringer er risikofrie. En investering kan (med rette) ha blitt vurdert som å ha en lav tapsrisiko hva angår så vel markedsrisiko som kredittrisiko, men like fullt gi store tap dersom de (normalt mindre sannsynlige) risikofaktorene like fullt skulle slå til.

Man kan derfor ikke uten videre konkludere med at den som har lidt store tap på en investering (eller ser ut til å lide store tap) også har "tatt meget stor risiko"; selv den lille eller begrensede risiko kan og noen ganger vil slå til. Utfallet av en investering er i det hele tatt ikke et godt mål for hvilken risiko som er tatt; i mange tilfeller vil det kunne være den som har tatt størst risiko som får gevinst, mens den som har tatt mindre risiko kan lide tap. Slik er "tilfeldighetenes spill" i verdipapirmarkedene, og i internasjonal litteratur på feltet er det i dag betydelig fokus på disse forholdene. Til dette kan enkelte kritikere forfekte at det i så fall er betydelig finansiell risiko ved nærmest enhver plassering i verdipapirmarkedet. Men når man vurderer kriteriet "finansiell risiko" i kommuneloven § 52 er dette ingen relevant innvending, ettersom loven klart forutsetter at kommunene skal kunne investere i verdipapirer som ikke representerer vesentlig finansiell risiko.

Vi legger selvsagt til grunn at KBN er kjent med disse sammenhengene og har vurdert investeringen ut fra forholdene på investeringstidspunktet, men finner grunn til å bemerke dette, også i lys av at dette er en form for "etterpåklokskap" som verserer i enkelte media og en del andre kretser.

Notat

Wiersholm

Vi bemerker videre at det følger av forarbeidene og forskriftene til lovbestemmelsen at det i utgangspunktet er kommunestyret som er tillagt vurderingen av om finansiell risiko skal anses vesentlig og sette de grenser som anses nødvendig for å oppfylle dette lovkravet.

I og med at det er kommunestyret selv som gjennom reglement fastsetter rammene for enkeltinvesteringer, kan problemstillingen – i alle fall formelt – angripes i to ledd: For det første må investeringene ses i lys av kommunens finansreglement og investeringsvedtektene for kraftfondet. Dernest må finansreglementet og investeringsmandatet vurderes opp mot loven.

KBN er på side 9 i rapporten inne på forholdet mellom selve investeringene og investeringsmandatet og legger til grunn at investeringene synes å være innenfor mandatet. Hovedinntrykket er likevel at KBN – i alle fall ikke uttrykkelig – har anlagt dette utgangspunktet, men i stedet vurdert enkeltinvesteringene direkte opp mot lovens begrep "vesentlig finansiell risiko". Dette kommer også til uttrykk ved at man avslutningsvis (på side 16 i rapporten) – etter å ha konkludert med at selve investeringene var beheftet med vesentlig finansiell risiko – anfører at dette bør få betydning for utformingen av investeringsmandatet.

Slik vi forstår KBNs vurderinger er likviditetsrisikoen avgjørende for at KBN finner at investeringene er beheftet med vesentlig finansiell risiko. Kredittrisikoen betegnes derimot som moderat – noe som isolert må antas å falle utenfor lovens begrep "vesentlig finansiell risiko". Et spørsmål er da om det er grunnlag for å konkludere med at CDO'ene var beheftet med en "meget betydelig likviditetsrisiko". Etter vårt syn er det ikke nødvendigvis grunnlag for en slik konklusjon:

Det er grunn til å påpeke at obligasjonene utstedt av Obligasjonsforetaket V er børsnotert på Oslo Børs. Ved børsnotering av obligasjoner er det et krav etter forskriften om regulerte markeder av 29. juni 2007 nr 875 § 8, at obligasjonene antas å ha allmenn interesse og kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning. Børsnoteringen stiller også krav til løpende oppdatert informasjon, slik at verdipapirmarkedet skal ha grunnlag for å handle produktene. I obligasjonsmarkedet vil det gjennomgående ikke stilles løpende priser i børsens handelssystem, slik som i aksjemarkedet. Produktene er imidlertid standardiserte og godt dokumenterte, og investorene har tilgang til et organisert marked for omsetning, om de ønsker å selge, ved at de da kan kontakte verdipapirforetak og be om å få formidlet et salgstilbud.

Også obligasjonene i Obligasjonsforetaket III er etter hva vi forstår standardiserte og godt dokumenterte, slik at det lå til rette for en mulig annenhåndsomsetning i regi av tilrettelegger eller andre meglerforetak.

Vi mener at det vanskelig kan hevdes at det forelå "meget betydelig likviditetsrisiko" i instrumentene, dersom forvaltningsforskriftens definisjon anvendes. I prinsippet og (legger vi til grunn) i praksis vil en investering i Obligasjonsforetaket V (og III) når som helst kunne transformeres til kontanter ved salg, bare man setter tilbudskursen tilstrekkelig lav.

En annen sak er at det er mer begrenset likviditet i låneinstrumenter enn i aksjemarkedet på Oslo Børs. Dette medfører børsnoteringen i mindre grad reduserer faren for at det må gis en "likviditetsrabatt" ved et eventuelt salg. Vi konstaterer at denne risikoen vanskelig kan klassifiseres som en "markedsrisiko" i forskriftens forstand, siden det ikke er snakk om risiko for tap som alene skyldes endringer i priser og kurssvingninger i de markedene kommunene er eksponert; forutsetningen for at likviditetsrabatt skal inntreffe i en langsiktig låneinvestering, er jo at investor velger å selge før forfall. Dersom dette skal fanges opp av forskriftens definisjoner, er det eventuelt gjennom en utvidende fortolkning av begrepet "likviditetsrisiko".

Det avgjørende for bedømmelsen er om investeringene kan sies å innebære "vesentlig finansiell risiko" totalt sett, og ikke om likviditetsrabatt aspektet isolert sett fanges opp av forskriftens definisjon av "likviditetsrisiko". Vi mener likevel at det er relevant å peke på

Notat

Wiersholm

dette aspektet, i lys av at KNB legger så stor vekt på det man oppfatter som den meget betydelige likviditetsrisikoen knyttet til investeringene. Vi tror altså at KNB neppe har grunnlag for å hevde dette med så bred penn med basis i forskriftens likviditetsbegrep, men at det kan være noe større grunnlag for å si at likviditetsrisikoen var betydelig dersom man også tar med den "kursrabattisiko" som knyttet seg til et eventuelt salg av investeringen før forfall.

Dette fører naturlig over til vårt neste poeng, nemlig at det ikke fremstår som naturlig å legge så sterk vekt på likviditetsrisikoen (inkludert faren for en likviditetsrabatt) i en langsiktig investering som ellers ikke anses for å representere vesentlig finansiell risiko.

Vi legger til grunn at tanken primært var (og fortsatt er) å sitte med investeringene til forfall, og at man ikke så (eller ser for seg) et behov for å transformere investeringene til kontanter. Og så lenge kommunen ikke har aktuelle planer om å selge, synes det vanskelig å konkludere med at det er en "vesentlig finansiell risiko" at man i så fall vil kunne oppleve en betydelig kontantrabatt.

Ettersom KBN konkluderer med at kredittrisikoen var moderat og synes å ha vektlagt likviditetsrisikoen som det avgjørende moment, innebærer det at vi mener at det her er en klar svakhet i premissene for KBNs konklusjon.

Dette knytter dels an til sontringen ovenfor mellom en vurdering av en enkeltplasserings finansielle risiko og en vurdering av finansreglementets og investeringsvedtektenes forhold til loven. Det er, som antydnet ovenfor, ikke opplagt at disse tilnæringsmåtene vil lede til ulike konklusjoner, men det kan ikke utelukkes. Vi peker herunder på at KBN i sin vektlegging av likviditetsrisiko synes å ha lagt betydelig vekt på at et investeringsmandat kan endres etter at en langsiktig plassering er foretatt. Dette kan ha den konsekvens at man må reversere (selge) en plassering slik at en likviditetsrisiko aktualiseres. Etter vår oppfatning brister KBNs resonnement til dels på dette punktet: Lovens system er at kommunen – innenfor lovens vesentlighetsbegrensning – selv har betydelig spillerom ved vurderingen av hvilken risiko man skal ta i finansforvaltningen.

Under forutsetning av at en foretatt investering lå innenfor de rammene som var gitt av kommunestyret ved finansreglement og investeringsmandatet, har kommunen selv herredømme over hvilken betydning en risikoendring og dermed implisitt også likviditetsrisikoen skal få: Dersom en kommunes investeringsmandat eksempelvis sier at det kun skal investeres i lånepapirer med minimum A rating, så er det ingen automatisk effekt at en investering må selges straks dersom ratingen senere faller til under A. Kommunen har da den mulighet å beslutte at en langsiktig investering fortsatt skal opprettholdes, nettopp fordi man ikke har et akutt behov for kontanter, og eventuelt også ta høyde for dette i sitt øvrige investeringsprogram.

Som det fremgår av punkt 4 ovenfor har kommunestyrene større frihet med hensyn til å fastsette investeringsrammer for langsiktig plassering av overskuddslikviditet enn hva som gjelder for driftsmidler. Dette har betydning for vurderingen av rammene i investeringsmandatet opp mot lovens kriterium, og vi mener det er holdepunkter for å hevde at likviditetsrisiko bør ha mer begrenset vekt ved kommunens fastsettelse av rammer for langsiktig plassering av overskuddslikviditet.

Det er kun ut fra en bestemt rettslig premiss at det etter vårt syn er tilstrekkelig grunnlag for KBNs vektlegging av likviditetsrisiko, nemlig at § 52 nr 3 er å forstå slik at en investering umiddelbart må realiseres dersom det skjer en etterfølgende begivenhet som øker risikoen slik at en investering fremstår som å ha en så stor kredittrisiko eller markedsrisiko at det utgjør en vesentlig finansiell risiko (eventuelt manifestert ved at en obligasjonsinvestering nedgraderes fra A til B eller C).

Vi oppfatter lovens system som at en kommune i prinsippet snarest må avvikle en investering som allerede på investeringstidspunktet var i strid med loven, men etter hva vi kan se er det ikke klare rettslige holdepunkter for at samme konsekvens må trekkes når det

Notat

Wiersholm

skjer etterfølgende begivenheter som innebærer at en allerede foretatt (og da lovlig) investering fremstår som mer risikofylt. Vår forståelse av loven er at det bør være anledning for kommunene til å bli sittende med "risikoinvesteringer" ut fra en totalvurdering der man også ser hen til at det er snakk om en etterfølgende utvikling på en investering som på investeringstidspunktet ikke medførte vesentlig finansiell risiko. Vi har ikke hatt anledning til å avklare dette med Kommunaldepartementet eller andre myndigheter. Vi oppfatter det imidlertid slik at KBN også deler denne premissen, ettersom man ikke anfører at den senere nedgraderingen av Obligasjonsforetakene i seg selv er tilstrekkelig til at investeringene må avvikles.

Dersom loven var slik å forstå at en kommune hadde nedsalgsplikt ved risikoforverring, kan man vanskelig unngå å legge meget stor vekt på likviditetsrisikoen. Konsekvensen ville da lett bli at kommuner ikke kan investere i andre finansielle instrumenter enn de børsnoterte og meget likvide, eller eventuelt unoterte låneinstrumenter med AAA eller AA rating og som samtidig var av en slik karakter at en mer omfattende nedgradering fremsto som svært usannsynlig.

KBNs begrunnelse kan synes motivert av en slik tankerekke: Man konkluderer ikke med at A ratinger av CDO'er var feilaktig i relasjon til kredittrisikoen og at denne i realiteten var høyere enn ratingen tilsa. KBN går heller ikke inn i en nærmere vurdering av hvor viktig (og dermed vesentlig) likviditetsrisikoen var for kommunen, i lys av investeringenes langsiktighet. I stedet blir likviditetsrisikoen ved CDO'er generelt en diskvalifiserende faktor for å begrunne at kommuner ikke lovlig kunne investere i slike produkter. Og dette mener vi altså at er et resonnement som ikke helt holder.

Vår konklusjon er altså at det kan stilles spørsmål ved den konklusjon KBN har kommet til ut fra de premisser den bygger på.
