

KS



Finansforvaltning i kommunesektoren

2008

1 Forord

KS presenterer her en veileder til god kommunal finansforvaltning. Med den såkalte Terra-saken, ble temaet satt ettertrykkelig på dagsorden for flere enn de åtte direkte involverte kommunene. Høsten 2008 har også alle andre kommuner, bedrifter, privatpersoner og ikke minst stater, verden over, fått erfare nødvendigheten av å sette finansforvaltning høyt på dagsorden. Vi kunne valgt å utsette denne veilederen noe lenger, i påvente av en løsning for den pågående internasjonale finanskrisen og en avklaring av hva den vil bety for de økonomiske utsiktene framover. Et utkast til ny kommunal finansforskrift er i høst kommet ut på høring, med utsikter til å få sin endelige form og tre i kraft i løpet av noen måneder. Samtidig tror vi mange av våre medlemmer nettopp nå kan ha nytte av relevant veiledning på dette fagområdet. Forhåpentligvis vil det være nyttig lesning for administrasjon så vel som politikere i kommuner og fylkeskommuner, både med og uten betydelig finanskapital til disposisjon.

I første omgang legger vi denne veilederen ut på nettet, fritt tilgjengelig for nedlasting og kopiering. Som nevnt, vil en ny finansforskrift antakelig tre i kraft i løpet av 4-5 måneder. Ve er selvfølgelig også takknemlige for innspill fra våre medlemmer, om hva de eventuelt måtte savne i denne første versjonen.

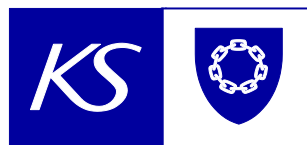
Oslo, 23.10.2008

Olav Ulleren



VEILEDER TIL

Finansforvaltning i kommunesektoren



KS eller Wassum påtar seg intet ansvar for verken direkte eller indirekte tap eller utgifter som skyldes forståelsen av og/eller bruken av denne veilederen, som bygger på en rapport fra Wassum i juni 2008.

Innholdsfortegnelse

1	Forord.....	2
2	Innledning	5
3	Generelle retningslinjer	7
4	Kundekategorisering – MiFID	8
5	De institusjonelle rammebetingelsene for kommunal finansforvaltning.....	9
5.1	Regelverk.....	9
5.2	Revisjon og kontroll	12
5.3	Oppfølging av finansreglementet	13
5.4	Forskriftskrav om betryggende rutiner for vurdering av finansiell risiko.....	13
6	Kapitalforvaltning	14
6.1	Avkastning og risiko.....	14
6.2	Forutsetninger	15
6.3	Porteføljekonstruksjon.....	18
6.4	Aktiv forvaltning	22
6.4.1	Risikostyring	22
6.4.2	Forvaltningsstruktur	23
7	Finansielle instrumenter - Aktivsiden	24
7.1	Aksjer	24
7.2	Pengemarked	25
7.3	Obligasjoner	25
7.4	Hedgefond	26
7.5	Eiendom.....	27
7.6	Private Equity	27
8	Finansielle instrumenter - Passivasiden (Gjeld).....	28
8.1	Gjeldsbrevlån/banklån	28
8.2	Sertifikatlån	28
8.3	Obligasjonslån	28
8.4	Finansielle derivater	28
8.5	Rentebytteavtaler (swap)	28
8.6	Opsjoner	28
8.7	Forward Rate Agreement (FRA)	29
9	Etablering av rammer for finansforvaltningen (aktiva).....	29
9.1	Innledning.....	29
9.2	Valg av plasseringsrammer– 3 nivåer.....	30
9.3	Nivå 1: Overordnede rammer	30
9.3.1	Valg av strategisk allokering for ledig likviditet og andre midler beregnet for driftsformål	30
9.3.2	Valg av strategisk allokering for langsiktige finansielle aktiva.....	31
9.3.3	Rammer strategisk aktivafordeling	32
9.3.4	Rammer for tillatte aktivklasser og produkter	33
9.4	Nivå 2: Forvaltningsstruktur.....	34
9.5	Nivå 3: Rammer for finansiell risiko	34
9.5.1	Innledning	34
9.5.2	Kredittrisiko	34
9.5.3	Renterisiko	38
9.5.4	Finansielle derivater	40
9.6	Motparter	41
10	Etablering av rammer for finansforvaltningen - Gjeld	42
10.1	Generelle retningslinjer for gjeldsforvaltningen	42
10.1.1	Hjemmelen for opptak av lån.....	42
10.2	Fastsettelse av strategi	42
10.2.1	Innledning	42
I det følgende gis det en nærmere vurdering av forhold knyttet til finansiering og rentebinding.		43
10.2.2	Finansiering	43
10.2.3	Rentebinding.....	44
10.2.4	Anvendelse av finansielle instrumenter i gjeldsforvaltningen	46
10.2.5	Vurdering av finansielle instrumenter i årsregnskapet.....	46
10.2.6	Innkjøp av gjeldsforvaltningstjenester	47
Nærmere om finansreglementet		47

2 Innledning

Kommunene har i lang tid vært en viktig aktør i finansmarkedet som låntakere. Mange kommuner har også betydelige finansinvesteringer. Det er store forskjeller kommunene i mellom, med hensyn til hvilke behov og forutsetninger de har for å operere på dette markedet.

En egen forskrift om kommunal finansforvaltning kom i 2001 og en revidert versjon ventes å komme tidlig i 2009. Kommunal- og regionaldepartementet (KRD) har den 1. september 2008, sendt ut nye finansforvaltningsforskrifter på høring, med frist for uttalelse innen 1. desember då. I pressemeldingen fra kommunalministeren omtales utkastet som en innstramning av reglene som en direkte følge av Terra-saken.

Departementet har i sitt høringsbrev pekt på at endringene i den nye forskriften skal tydeliggjøre reglene som allerede ligger i dagens regelverk om plassering og forvaltning av finansielle midler og gjeld. Det legges blant annet opp til at alle kommuner og fylkeskommuner skal utarbeide og vedta sitt eget finansreglement minst en gang i hver kommunestyre- eller fylkestingsperiode. Det understrekes at (fylkes)kommuneforvaltningen må samsvare med egen kunnskap om finans. Kravene til rapportering er betydelig skjerpet. Ansvarsfordelingen mellom kommunestyret/fylkestinget og administrasjonen må gjøres tydeligere og mer presis, og det stilles krav til risikovurdering og risikohåndtering.

Høsten 2007 ble det avslørt at åtte norske kommuner var blitt påført betydelige tap gjennom investeringsvirksomhet i finansmarkedet, som kunder av Terra Securities ASA (Terra). Det kom fram at Terra hadde drevet en aggressiv markedsføring kombinert med mangelfull rådgivning om investeringsprodukter som innebar vesentlig større risiko for de berørte kommunene enn disse var klar over. KS vil ikke desto mindre understreke enhver kommunes selvstendige ansvar for å sikre seg tilstrekkelig kunnskap gjennom uavhengig rådgivning, før det fattes beslutninger om betydelige finansinvesteringer. Dette følger av finansforskriften. I månedene som fulgte, erfarte KS at mange kommuner så behov for veiledning med hensyn til å etablere gode strategier og trygge rammer for sin finansforvaltning.

Hos både politikere og administrasjon, er det i mange kommuner en utbredt usikkerhet om hvor god kontroll de har, stilt overfor finansinstrumenter og markeder som har hatt en rivende utvikling. Etter en anbudskonkurranse våren 2008, tildelte KS et utredningsoppdrag om kommunal finansforvaltning til Wassum. Dette resulterte i en rapport som KS har lagt til grunn for å utforme en veileder til god finansforvaltning i kommuner og fylkeskommuner. KS har imidlertid ikke kapasitet til å følge opp med spesifikk rådgivning tilpasset den enkelte kommune.

Leseren forutsettes å ha kjennskap til rammebetingelsene for kommunal finansforvaltning, men også grunnleggende kunnskaper om kapitalforvaltning. En beskrivelse av aktuelle finansielle instrumenter på aktiva- og passivasiden, vil fort bli veldig plasskrevende og begrenses derfor til et minimum. Økonomisjefer og andre med ansvar for løpende oppfølging, bør søke utfyllende og oppdatert kunnskap om både markedet og spesifikke instrumenter, for eksempel i Kommunal Finanshåndbok og finanslitteratur for øvrig. Som vedlegg følger en liten ordliste, laget av Norges Bank, som har tillatt gjengivelsen. Som et vedlegg nummer to, følger også en kort presentasjon av aktuelle hjelpemidler fra Kommunalbanken.

Veilederen vil omtale etablering av rammer for forvaltning av aktiva og gjeld. Om den er aldri så god, vil ikke en veileder kunne passe like godt for alle, ei heller være noen garanti for at ikke selv det mest omhyggelig utarbeidede finansreglement viser seg utilstrekkelig. En elementær grunnforutsetning, er at reglementet må kunne følges opp i praksis, med løpende styring og kontroll på et hensiktsmessig nivå, i forhold til fastsatte mål og begrensninger for avkastning og risiko.

Banker, meglere, investeringsrådgivere og forvaltningsorganisasjoner som ikke fakturerer for sin "rådgivning" har økonomiske interesser i de produkter og løsninger som presenteres. Ingen jobber gratis. "Rådene" kan påvirkes av egne inntjeningsmuligheter, og i praksis er de kanskje ikke alltid ene og alene motivert av hva som er best for kunden. Som kunde betaler man indirekte for rådgivningen ved at aktørene mottar returprovisjoner og hele eller deler av tegningsprovisjonen fra fondsforvaltere og andre tilretteleggere av produkter. I tillegg vil for eksempel en bank ta seg betalt for sin rådgivning gjennom en større kundemargin, noe som betyr dyrere innlånskostnad eller lavere innskuddsrente.

Når en kommune lager sitt finansreglement, er det svært viktig at administrasjon og politisk ledelse har et eierskap til reglementet. Det er svært mange problemstillinger man må ta stilling til og det er viktig at man formulerer sine egne fullmakter, rammer, ønsker og begrensninger.

De fleste kommuner vil i større eller mindre grad ha nytte av profesjonelle rådgivere i den løpende finansforvaltningen. Ved valg av rådgiver er det viktig å velge en rådgiver som er uavhengig. Uavhengighet betyr at rådgiver ikke har økonomisk interesse av de investeringsforslag som presenteres, og at rådgiveren sitter "på samme side av bordet" som kunden. Denne type rådgivning må kommunen betale for.

Til gjengjeld vil en uavhengig rådgiver kunne hente inn tilbud fra flere aktører, slik at det oppnås konkurransedyktige priser, enten det gjelder kapitalforvaltning, betingelser for bankinnskudd, opptak av lån eller kjøp av rentesikringsinstrumenter.

For mange kommuner vil en uavhengig rådgiver oppleves som mindre tilgjengelig enn for eksempel en bank i nærmiljøet. Konkurransesetting av tjenestekjøp er uansett viktig, og som nevnt over kan det være penger å spare på å bli mer bevisst på hvilke aktører som benyttes til hvilke tjenester. Ofte kan det være hensiktsmessig at flere kommuner i felleskap engasjerer en uavhengig rådgiver, f. eks ved kjøp av kapitalforvaltningstjenester. For andre igjen, kan det også være riktig å konkludere med at kommunen er i en fase hvor det er svært begrenset behov for rådgivning, i den grad det i all hovedsak dreier seg om helt elementær likviditetsstyring, hvor egen økonomikompetanse kan være tilstrekkelig.

Denne veilederen gis ut i et år preget av en verdensomspennende og dyptgående krise, med opphav i det amerikanske finansmarkedet, som også har smittet over på de økonomiske vekstutsiktene i Norge og verden for øvrig. Det siste årets begivenheter i det amerikanske finansmarkedet, har for all verden avdekket hvor usikker og omskiftelig finansiell informasjon kan vise seg å være, for eksempel i forhold til selskapers kredittverdighet, selv om den publiseres gjennom veletablerte, anerkjente finansinstitusjoner. Gitt en krise som den vi nylig har sett, kan altså gigantiske kredittinstitusjoner anerkjent som høyt kredittverdige og lønnsomme virksomheter den ene uka, være på konkursens rand den

neste. De amerikanske krisetiltakene innebærer en historisk inngripen fra den amerikanske stats myndigheter og sentralbank, med en påfølgende omstrukturering av verdens ledende finansinstitusjoner, som vil få varig betydning for de internasjonale finansmarkedene. På det tidspunkt denne veilederen skrives, er det fortsatt uklart hvor lenge den internasjonale finansielle unntakstilstanden vil vare og hvor sterke de realøkonomiske konsekvensene vil bli for Norge. Hvilken varig betydning den aller siste tidens dramatiske utvikling i finansmarkedene kan få for generelle risikovurderinger av ulike finansielle instrumenter, er det også vanskelig å si for sikkert på nåværende tidspunkt.

Altså er det all grunn til å presisere at talleksemlene som gjengis her, er for illustrasjonsformål, med utgangspunkt i løpende pris- og rentenivåer medio 2008. Vi tror mange vil ha nytte av å se konkrete tall i nominelle størrelser, men understreker for sikkerhets skyld at oppstillingene ikke gir uttrykk for noe bestemt syn på aktuelle markeder eller anbefalte posisjoner i disse.

3 Generelle retningslinjer

Som nevnt innledningsvis, er det store forskjeller kommunene i mellom, med hensyn til hvor stor finansiell handlefrihet de har. For mange kommuner, vil finansforvaltning handle om å sikre seg likviditet til å betale løpende forpliktelser på forfall, å oppnå tilfredsstillende forrentning på bankinnskudd og om å ha nødvendige kortsiktige trekkrettigheter til å dekke uforutsette utgifter. Gjeldsstyring vil i hovedsak dreie seg om å velge fast eller flytende lånerente, eventuelt en blanding, samt å fastsette løpetid for slike lån. Samtidig er det mange kommuner som disponerer betydelig finanskapital til langsiktig plassering. Med en stor grad av frie midler til disposisjon, vil krav til høyere avkastning også innebære å ta stilling til hvor grensen for akseptabel risiko bør gå. En avansert finansstrategi med høye avkastningsmål, stiller naturligvis større krav til kompetanse, systemer og oppfølging enn elementær likviditetsstyring.

Som det vil bli redegjort nærmere for i denne veilederen, består kommunens finansforvaltning i å ta bevisst stilling til hvordan forskriftens pålegg om tilfredsstillende avkastning skal avveies mot forbudet mot å ta vesentlig risiko, i forhold til den enkelte kommunes finansielle forutsetninger.

I utgangspunktet, vil en kommune med høy lånegjeld og marginale driftsresultater, ha svake forutsetninger for å tåle de resultatmessige svingningene som alltid vil følge finansplasseringer med høy forventet avkastning og tilsvarende høy risiko. På samme måte, vil slike kommuner ha et større behov for å sikre seg forutsigbarheten og risikoreduksjonen det gir å ha faste lånerenter i stedet for flytende. Erfaringene enkelte kommuner har gjort seg høsten 2008, er at betydelige fall i aksjeverdier kan innebære resultatmessige verditap så store at det kan ha betydning for kommunens tjenestetilbud i påfølgende budsjettår, siden verdinedskrivningen må resultatføres ved årsskiftet selv om ikke verken aksjene eller aksjefondsandelene realiseres.

Dette illustrerer en grunnregel i forhold til investering i aksjer og aksjefond, nemlig at en ikke bør investere mer enn man i verste fall har råd til å tape i sin helhet. I den grad slike tap kan medføre betydelige kutt i det kommunale tjenestetilbudet, kan det anses å innebære vesentlig risiko og følgelig være på kant med finansforskriften.

For en kommune som tynges av store lån og marginale driftsresultater, skjerpes kravene til risikoreduksjon og normalt vil det være bedre å prioritere nedbetaling av mest mulig kostbar gjeld, framfor å bruke frie midler på finansielle investeringer i aksje- eller obligasjonsmarkedet for eksempel. Er plasseringshorisonten bare et år eller to, tilsier forsiktighet at pengene eventuelt heller settes i banken. Prisen på lånegjelda vil variere og i den grad man har anledning til det, prioriteres nedbetaling av lån etter hvor kostbare de er. Har man lån til spesielt gunstige vilkår, er det mindre grunn til å framskynde nedbetaling.

Mange kommuner vil på den annen side ha solide nok fond og reserver til å bære denne type negative svingninger uten at det får vesentlige konsekvenser for det løpende tjenestetilbudet. For kommuner med solid finansiell bæreevne, vil det være rasjonelt å ta med seg den forventede langsiktige avkastningen aksjer gir. Det forutsetter imidlertid at kommunestyret har fått seg presentert og tatt omhyggelig stilling til målsetting, omfang og grad av tilhørende risiko.

I praksis betyr dette at kommunestyret vedtar og følger opp et finansreglement utformet for egen kommune. Reglementets innhold må være forenlig med administrasjonens forutsetninger for å håndheve det. Kommunestyret bør etterspørre periodisk rapportering på en form som gir tilstrekkelig trygghet for at kontrollrutinene etterlevs. Det bør også gjøres en særskilt vurdering av om det administrative personellet som har ansvaret for finansforvaltningen, har den relevante kompetansen som den aktuelle finansstrategien fordrer.

4 Kundekategorisering – MiFID

Innføring av MiFID¹ regelverket fra 01. 11.2007 beskytter kunden i større grad enn tidligere, da det nå stilles krav til kartlegging av kunders kompetanse.

Ikke-profesjonelle kunder er i all hovedsak privatpersoner, mens kommuner og fylkeskommuner ligger i en gråsoner mellom ikke-profesjonell og profesjonell. Hva som kjennetegner de ulike kundegruppene er nærmere beskrevet i verdipapirforskriftens kapittel 10². Terra saken har aktualisert spørsmålet om ikke kommuner og fylkeskommuner som hovedregel bør klassifiseres som ikke-profesjonelle. KS anbefaler det, av forsiktighetshensyn.

For en ikke-profesjonell kunde er verdipapirforetaket pliktig til å kartlegge kundens kompetanse og erfaring, mens man for profesjonelle kunder kan legge til grunn at kunden har tilstrekkelig erfaring og kunnskap til å forstå risikoen av de transaksjoner som omfattes av investeringsrådgivning.

Som kunde vil kommuner og fylkeskommuner motta brev fra sine motparter som er underlagt dette regelverket med angivelse av egen klassifisering. Det er anledning til å anmode om annen klassifisering enn den man er tildelt.

¹ Direktivet regulerer både yterne av investeringstjenester (verdipapirforetak og kredittinstitusjoner) og markedene for finansielle instrumenter.

² FOR 2007-06-29 nr. 876- Forskrift til verdipapirhandelloven (verdipapirforskriften)

5 De institusjonelle rammebetingelsene for kommunal finansforvaltning.

5.1 Regelverk

I utgangspunktet er norske kommuners virksomhet regulert av kommuneloven. Loven gir en omfattende regulering av kommuners og fylkeskommuners virksomhet.

Lovens kap. 9 om gjeldsforpliktelser gir klare begrensninger til hvilke formål en kommune kan låne til og hvordan gjeld skal nedbetales, etc.

I § 52, nr. 3 finner vi en spesialbestemmelse om kommuners finansforvaltning: " 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 angir noen hovedprinsipper. For det første skal en kommune sørge for å forvalte sine midler slik at tilfredsstillende avkastning oppnås. Man kan altså ikke la midlene stå passivt anbrakt uten tilfredsstillende avkastning. For det andre skal en kommune ikke ta "vesentlig finansiell risiko". Loven definerer ikke nærmere hva som er vesentlig. Det kan være vanskelig å tolke dette begrepet fordi risiko er et subjektivt begrep. Vi kan slå fast at det dreier seg om en høy risiko (i motsetning til lav). I den såkalte "Terra-saken" har fylkesmannen i Sogn og Fjordane gitt en del uttalelser om dette temaet. Det er gjort med støtte fra bl.a. Kommunalbanken (som har vært Fylkesmannens rådgiver i saken). Der trekker man inn alminnelige prinsipper for vurdering av risiko i finansporteføljer til støtte for tolkningen. Dette er prinsipper som kredittrisiko, kursrisiko, likviditetsrisiko og valutarisiko. Dersom en av disse faktorene vurderes som høy kommer man til at det tas "vesentlig" finansiell risiko. Det er vår forståelse at høy i denne sammenheng kan ligge rundt 60 - 75 på en skala til 100 (hvor 100 er høyest) hvis bare en faktor er brutt. Dersom flere faktorer samtidig bringer inn risiko vil nok kravet til hver faktor settes lavere og likevel kvalifisere til begrepet "vesentlig".

Grensen for hva som kan innebære vesentlig risiko, vil variere med hvor finansielt robust den enkelte kommune er i utgangspunktet. Verdiutviklingen på langsiktige finansielle investeringer i aksjer og andre verdipapirer, vil i enkelte år kunne ha betydelig negativ resultateffekt selv om det ikke er realisert. I den grad finansforvaltningen på den måten kan bidra til negativt netto driftsresultat, vil det dermed kunne påvirke det kommunale tjenestetilbudet i de påfølgende årene, hvor kommunen som hovedregel er pålagt å dekke inn underskuddet, herunder også den delen som bare måtte være "på papiret". 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 en kommune med romsligere driftsresultater og likviditet.

§ 52, nr. 1 angir at " Kommunestyret og fylkestinget skal selv gi regler for kommunens eller fylkeskommunens finansforvaltning". Den viktigste slutningen av denne bestemmelsen er at kommunestyret ikke kan delegere ansvaret for å gi regler for finansforvaltningen. Selv om kommunen velger å engasjere eksterne forvaltere for gjeld eller aktiva, må kommunestyret fastsette regler for den kommunale finansforvaltning med tilhørende rammer.

Den 5. mars 2001 ble det så gitt en forskrift om kommuners og fylkeskommuners finansforvaltning. Forskriften er ikke veldig omfattende, men setter klare rammer for kommunal finansforvaltning. Den bestemmer at kommunestyret skal gi et reglement for finansforvaltningen og omfatte både gjeld, langsiktig og kortsiktig likviditet.

Den sier videre at reglementet skal inneholde formål med forvaltningen, rammer og begrensninger, finansiell risiko, risikospredning og rutiner for rapportering, samt rutiner for rapportering fra uavhengig instans.

Kommuneloven og forskriften gir samlet sett en god regulering av kommunal finansforvaltning. Det forutsetter imidlertid at lovens og forskriftens bestemmelser etterleves og gjennomføres på en god måte.

Det er kommunestyret som setter rammene for kommunens finansforvaltning. Disse rammene må omtale alle forhold som er anbefalt i forskriften. Kommunestyret skal selv bestemme hvilken risiko de er villige til å ta i finansforvaltningen. Dette innebærer for eksempel å definere hvor stor renterisiko kommunen skal ta på gjeldssiden for å få mulighet for lavere gjeldsrenter. Det innebærer videre at kommunestyret må ta stilling til risikonivå på plasseringssiden. Det er en klar sammenheng mellom risiko og avkastning. Høyere risiko kan gi mulighet for høyere avkastning (men også tap). Kommunestyret må ta klart stilling til hvor stor risiko de er villig til å akseptere.

Som nevnt i innledningen, er nye forskrifter til finansforvaltning ventet neste år. Utkast til nye forskriftene er inntatt nedenfor. Departementet har gitt forholdsvis detaljerte merknader til de enkelte paragrafene.

§ 1. Virkeområde

Forskriften gjelder for kommuners og fylkeskommuners virksomhet.

§ 2. Reglement for kommuners og fylkeskommuners finansforvaltning

Kommunestyret eller fylkestinget skal selv gi regler for kommunens eller fylkeskommunens finansforvaltning.

Reglementet skal omfatte forvaltningen av kommunens eller fylkeskommunens midler og gjeld, herunder:

- a) Forvaltning av ledig likviditet og andre midler beregnet for driftsformål.
- b) Forvaltning av langsiktige finansielle aktiva.
- c) Forvaltning av gjeldsporteføljen og øvrige finansieringsavtaler.

Reglementet skal vedtas minst én gang i hver kommunestyre- eller fylkestingsperiode.

§ 3. Rammer for reglementet

Kommunestyret eller fylkestinget skal ved fastsettelsen av reglementet vektlegge hensynet til en forsvarlig økonomiforvaltning og hensynet til å kunne dekke sine løpende betalingsforpliktelser.

Reglementet skal inneholde bestemmelser som hindrer kommunen eller fylkeskommunen fra å ta vesentlig finansiell risiko i sin finansforvaltning. Ved forvaltning av ledig likviditet og andre midler beregnet for driftsformål, jf. § 2 annet ledd bokstav a, skal det legges vekt på lav finansiell risiko og høy likviditet.

Kommunestyret eller fylkestinget skal ta stilling til prinsipielle spørsmål om finansforvaltningen ved fastsettelsen av reglementet.

Reglementet skal baseres på kommunens eller fylkeskommunens egen kunnskap.

§ 4. Innholdet i reglementet

Reglementet skal minimum angi:

- a) Formålet med forvaltningen.
- b) Rammer og begrensninger for forvaltningen av de ulike forvaltningstyper som angitt i § 2, herunder tillatt risikonivå gjennom angivelse av hvordan midler skal fordeles på ulike aktiva.
- c) Tidspunkt og innhold i statusrapporteringen for finansforvaltningen, jf. forskriften §§ 6 og 7.
- d) Håndtering av avvik fra finansreglementet.

§ 5. Kvalitetssikring av reglementet

Kommunestyret eller fylkestinget skal la uavhengig kompetanse vurdere om finansreglementet legger rammer for en finansforvaltning som er i tråd med kommunelovens regler og reglene i denne forskrift.

§ 6. Rapportering til kommunestyret eller fylkestinget

Administrasjonssjefen skal minst to ganger i året legge fram rapporter for kommunestyret eller fylkestinget som viser status for kommunens eller fylkeskommunens finansforvaltning. I tillegg skal administrasjonssjefen etter årets utgang legge fram en rapport for kommunestyret eller fylkestinget som viser utviklingen gjennom året og status ved utgangen av året.

§ 7. Innholdet i rapporteringen

Rapporteringen skal minst inneholde:

a) Aktiva

- Sammensetningen av aktiva
- Markedsverdi på aktiva
- Vesentlige markedsendringer
- Endringer i risikoeksponering
- Avvik mellom faktisk forvaltning og kravene i finansreglementet
- Markedsrenter og egne rentebetingelser

b) Passiva

- Sammensetning av passiva
- Løpetid for passiva
- Innløsningsverdi for passiva
- Vesentlige markedsendringer
- Endringer i risikoeksponering
- Avvik mellom faktisk forvaltning og kravene i finansreglementet - - Markedsrenter og egne rentebetingelser

§ 8. Rutiner for vurdering av risiko

Det skal etableres rutiner for vurdering av finansiell risiko. Kommunestyret eller fylkestinget skal påse at slike rutiner er etablert og etterleves.

Kommunestyret eller fylkestinget skal la uavhengig kompetanse vurdere rutinebeskrivelsene for vurdering av finansiell risiko.

§ 9. Ikrafttredelse

Forskriften trer i kraft straks.

Fra samme tidspunkt oppheves forskrift 5. mars 2001 nr. 299 om kommuners og fylkeskommuners finansforvaltning.

Kommuner og fylkeskommuner gis frist til å utarbeide finansreglement i tråd med denne forskriften innen seks måneder etter at forskriften har trådt i kraft.

5.2 Revisjon og kontroll

Når kommunen har etablert et reglement og satt i gang med sin finansforvaltning er det et krav at en uavhengig instans skal kvalitetssikre reglementet og de rutiner kommunen har etablert, jfr. Forskriftens § 5. Dette kan gjennomføres av kommunerevisor hvis vedkommende har nødvendig kompetanse, særlig på finansiell risiko. I motsatt fall må det hentes inn uavhengig ekstern kompetanse.

Gjeldene forskrift anviser videre i § 3, siste ledd, siste strekpunkt at kommunestyret eller fylkestinget gjennom sitt finansreglement skal ha ansvar for å ta stilling til ”..rutiner fra uavhengig instans som skal vurdere om forvalter (e) følger opp de fastlagte regler for forvaltningen”. Dette er en løpende evaluering av den forvaltning som finner sted. En slik kontroll krever kompetanse og det må innhentes betydelig informasjon om forvaltningen for å gjennomføre kontrollen. I høringsutkastet til ny forskrift, er imidlertid dette punktet tatt ut. Til gjengjeld er det i utkastet til ny forskrift tatt inn krav om at uavhengig kompetanse skal vurdere rutinebeskrivelsene for vurdering av finansiell risiko (Jfr §8 gjengitt i forrige kapittel).

Det var stort fokus på slik kontroll i den tiden forskriften kom og perioden umiddelbart etter. Etter 2002/2003 har det i liten grad blitt gjennomført slike kvalitetssikringer. Et annet inntrykk vi har, er at i begynnelsen ble det gitt slike oppdrag til konsulenter og revisorer utenfor kommunene, mens kommunerevisorene i stor grad har tatt over disse oppgavene etter hvert. Det er ikke sikkert kommunerevisorene har hatt tilstrekkelig kompetanse til å gjennomføre denne typen kvalitetssikring.

Hvis vi skal dra en parallell til et annet område, kapitalforvaltning for pensjonskasser og livsforsikringsselskaper, så har disse i samme periode opplevd en kraftig skjerping av sine rutiner. Her er det innført store krav til internkontrollrutiner, IT-sikkerhet og rutiner for oppfølging av risiko, avvik, etc. Det har i tillegg kommet krav om uavhengig bekreftelse på at kapitalforvaltningen skjer innenfor lover, forskrifter og den strategi og de rammer styret har fastsatt.

Kommunene fikk et løft på kontroll- og rutinesiden i 2001 når forskriften kom. Ettersom årene har gått, kan det synes som om oppfyllelse og etterlevelse av forskriften har fått mindre oppmerksomhet hos mange.

Vi ser at det i lys av ”Terra-saken” blåses nytt liv i forskriftens innhold og etterlevelsen av denne. Kommunale finansforvaltningsreglement har ofte gjennomgående svakheter på to områder. Det er på bestemmelsene om rapportering og rutiner. Her har kommunestyrene jevnt over for vage krav til rapportering. De fleste reglementer inneholder generelle krav til rapportering og overlater mye av innholdet til administrasjonen.

5.3 Oppfølging av finansreglementet

Finansreglementet bør være et levende dokument. Det må tilpasses kommunenes økonomi, finansielle situasjon og endrede rammevilkår. I tillegg vil finansmarkedene, renteutvikling og aktørene endre seg over tid, slik at dette også fordrer revisjon av reglementet.

Desto bedre og mer detaljert et reglement er utformet, desto mer vil man erfare av behov for endringer etter en tid.

Forskriften om kommuners finansforvaltning pålegger en kvalitetssikring av reglementet fra uavhengig instans. I henhold til utkastet til ny forskrift, skal denne kontrollen skje før finansreglementet vedtas av kommunestyret og deretter hver gang det endres. Den viktigste revisjon av reglementet er det administrasjonen selv som bør stå for. Reglementet bør gjennomgås årlig med tanke på behov for endringer.

5.4 Forskriftskrav om betryggende rutiner for vurdering av finansiell risiko.

Kommunestyret må i første omgang definere kravet til rutiner i finansforvaltningsreglementet. Det må komme helt tydelig frem hvilke krav kommunestyret setter til slike rutiner og forventningene til gjennomføring. I dette arbeidet kan det med fordel trekkes paralleller til Kapitalforvaltningsforskriften for pensjonskasser og livsforsikringsselskaper. Videre vil kommunestyrets rapporteringskrav være en viktig del. I prinsippet vil vi foreslå at kommunestyret ber om tilbakerapportering på alle de rammer og begrensninger som er gitt i reglementet. Har kommunestyret begrenset f.eks. valutarisikoen i finansforvaltningen, skal rapporteringen inneholde en tilbakemelding om dette punktet. Om og i så fall hvor mye valutarisiko er det tatt? Typisk vil det for investeringer kunne dreie seg om valutakursrisiko knyttet til aksjer notert i fremmed valuta på utenlandske børser, hvor svingninger i vekslingskurs mellom norske kroner og relevant valuta kommer i tillegg til fluktuasjoner (bevegelser opp og ned) i aksjenes markedsverdi. Valutarisikoen kan gi seg utslag i forsterkede tap eller gevinster, men også bidra til å moderere effekten av verdiendringen, alt avhengig av om valutaen styrkes eller svekkes mot norske kroner. Enkelte fond tilbyr kunden alternative fondsprodukter med og uten sikring mot slik valutarisiko.

Slike rammer kan være rent kvantitative, målbare rammer, som %-andel aksjer i porteføljen eller %-andel flytende rente lån. Eller det kan være rammer av mer kvalitativ art som at kommunen skal benytte rådgivere med bestemt kompetanse eller kapitalforvaltere av høy kvalitet, etc. Alle rammer og begrensninger skal det søkes å besvare og kommentere gjennom rapporteringen.

Mang en administrasjon, særlig i små kommuner, vil nok oppleve at de har mangelfull kompetanse på dette fagområdet, i forhold til å kunne følge opp et gitt reglement med tilfredsstillende rapporter. Fra kommunestyrets side, bør det med jevne mellomrom reises spørsmål ved om administrasjonen oppfylder rapporteringen som forutsatt, om nødvendig kompetanse er til stede og om kontrollrutinene etterlevs. I den grad en administrasjon ikke kan gi kommunestyret den nødvendige trygghet for dette, bør kommunestyret følge opp med krav om forbedringstiltak, det være seg for regelverk, rutiner og kontroll, kompetanseheving eller revurdering av den finansforvaltningsstrategien som måtte foreligge.

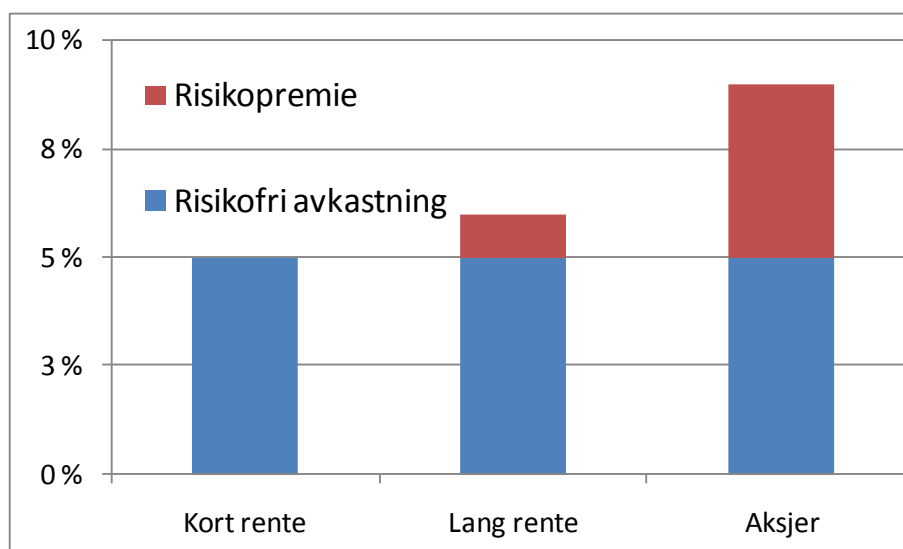
Kommunerevisjonen kan spille en vesentlig rolle i å kontrollere at kravet til rutiner er oppfylt. Dette krever imidlertid at det rapporteres grundig om finansforvaltningen og at slike rapporter deretter kan fanges opp av kommunerevisjonen. Hvis rapporteringen er svak eller ufullstendig vil heller ikke revisor så lett få øye på svakheter og det blir vanskelig å avdekke mangler ved rutinene.

Et siste virkemiddel kan være å stille høye krav til kompetanse hos dem som skal kvalitetssikre rutinene. Her finnes det konsulentfirma som har spesialkompetanse i tillegg til de største revisjonsfirmaene. Disse har erfaring fra tilsvarende kontroll i finansbransjen og trekker med seg viktig erfaringsgrunnlag derfra.

6 Kapitalforvaltning

6.1 Avkastning og risiko

I finansiell teori kan kravet til fremtidig avkastning deles opp i to ulike deler – risikofri rente og risikopremie. Den risikofrie renten er den renten investor kan forvente å motta på en investering som er helt uten risiko. En slik type investering defineres ofte med hjelp av korte statscertifikat (1-3 måneders løpetid). Risikopremien er den avkastningen utover risikofri rente som en investor kan forvente som følge av investeringens risikoprofil. Jo høyere den forventede risikoen er, desto høyere vil også kravet om økt avkastning være.



I utformingen av en finansforvaltningsstrategi må en foreta vurderinger av både avkastning og risiko. En mye anvendt måte å kvantifisere begrepet risiko på er gjennom det statistiske målet standardavvik. Standardavviket beskriver hvor mye avkastningen varierer sammenlignet med gjennomsnittsverdien (over en angitt tidsperiode). Forenklet kan standardavvik oppfattes som en investeringsrisiko som lett lar seg sammenligne med andre plasseringer. Et høyt standardavvik betyr at avkastningen varierer mye, noe som i sin tur innebærer usikkerhet med hensyn til den fremtidige avkastningen. Typisk, så har korte renteplasseringer lave standardavvik og dermed lav risiko, i motsetning til f.eks aksjemarkedet, som har større svingninger (høyt standardavvik) og dermed høyere risiko.

Et annet mål på risiko er Value at Risk (VaR). Dette måltallet gir oss porteføljens maksimale årlige tap med en gitt sannsynlighet. Vanligvis benyttes 95 % konfidensintervall. Dermed vil VaR verdien gi oss porteføljens maksimale årlige tap med 95 % sannsynlighet. Eller sagt med andre ord, det er 5 % sannsynlighet for at porteføljen vil kunne gi en årlig avkastning som ligger under VaR-verdien. Desto større andel høyrisikoaktiva i porteføljen, desto større blir VaR verdien (med negativt fortegn).

Problemet med fremtidig forventet risikopremie og dermed fremtidig forventet avkastning er at dette ikke er eksakte størrelser. De må estimeres. Dette kan gjøres på forskjellige måter, og metodene som anvendes til å estimere risikopremien kan deles opp i tre kategorier:

- 1) Fremtidige prognoser basert på spørreundersøkelser
- 2) Fremtidige prognoser basert på teoretiske beregninger
- 3) Historisk bakoverskuende beregning

Disse metodene har hver for seg både ulemper og fordeler. Men felles for dem alle er at de ikke entydig kan bestemme den "sanne" verdien for risikopremien.

6.2 Forutsetninger

Det kan være hensiktsmessig å dele investeringsmulighetene inn i ulike kategorier, såkalte aktivaklasser, etter hvilke egenskaper de har. De viktigste kriteriene for å tilhøre samme aktivaklasse er at instrumentene har noenlunde samme karakteristika og egenskaper, for eksempel at kursene beveger seg noenlunde i samme retning, og at kursene påvirkes av de samme underliggende forhold. Norske aksjer, globale aksjer, pengemarked, norske obligasjoner og globale obligasjoner er de tradisjonelle aktivaklassene for norske investorer. Alternative aktivaklasser er hedgefond, eiendom, private equity etc.

På bakgrunn av historiske observasjoner, prisingsmodeller fra finansteorien og markedets forventninger kan det utarbeides langsiktige avkastningsforventninger for de ulike aktivaklassene (lang investeringshorisont), jf. tabellen nedenfor³.

³ Utarbeidet av Wassum Investment Consulting mai 2008

Aktivklasser	Avkastning
Pengemarked	5,00 %
Norske 3-årige statsobligasjoner	5,50 %
Norske 5-årige statsobligasjoner	6,00 %
Norske kredittobligasjoner	6,50 %
Globale statsobligasjoner	5,75 %
Globale kredittobligasjoner	6,25 %
Globale høyrenteobligasjoner	6,75 %
Obligasjoner i fremvoksende marked	8,25 %
Norske aksjer	9,50 %
Globale aksjer	9,00 %
Aksjer i fremvoksende marked	10,00 %
Hedgefond	7,00 %
Private equity	10,75 %
Eiendom	7,50 %

Forutsetningene i tabellen ovenfor tar utgangspunkt i at økonomien er i en "likevektstilstand". Dermed vil ikke forutsetningene omfatte alvorlige sjokk i økonomien. Igjen vil vi understreke at de relative forskjellene er for illustrasjonsformål og rundet av for enkelhets skyld.

Det er antatt en årlig inflasjon på 2,5 %, hvilket er inflasjonsmålet Norges Bank styrer mot, og dette er bakt inn i avkastningen. Det er i overensstemmelse med det som er lagt til grunn fra Finansdepartementets side i langsiktige budsjetter.

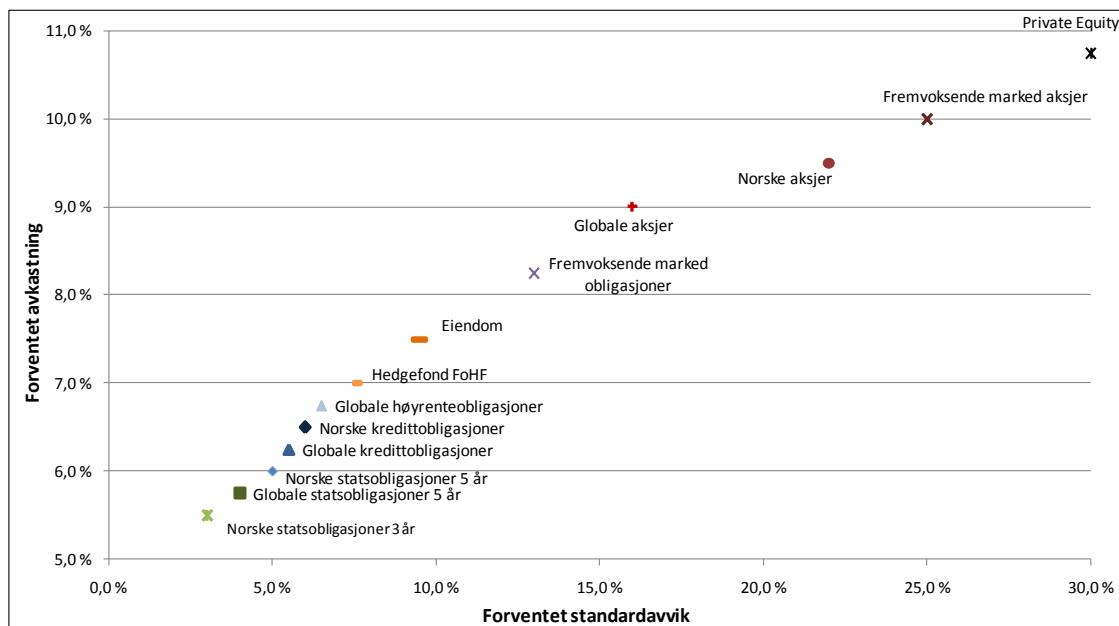
Risikoforutsetningene som benyttes bygger på historisk observerte standardavvik for de ulike aktivklassene, i tillegg til finansteori. Tabellen nedenfor synliggjør at det norske aksjemarkedet antas å være mer volatilt enn det globale aksjemarkedet. Årsaken er at det norske aksjemarkedet er mer avhengig av råvarer, spesielt olje og sykliske næringer som shipping.

Aktivklasser	Standardavvik
Pengemarked	0,50 %
Norske 3-årige statsobligasjoner	3,00 %
Norske 5-årige statsobligasjoner	5,00 %
Norske kredittobligasjoner	6,00 %
Globale statsobligasjoner	4,00 %
Globale kredittobligasjoner	5,50 %
Globale høyrenteobligasjoner	6,50 %
Obligasjoner i fremvoksende marked	13,00 %
Norske aksjer	22,00 %
Globale aksjer	16,00 %
Aksjer i fremvoksende marked	25,75 %
Hedgefond	7,50 %
Private equity	30,00 %
Eiendom	9,50 %

På bakgrunn av forventet standardavvik kan en få et inntrykk av hvor mye avkastningen på de ulike aktivaklassene vil kunne svinge fra år til år. Men et viktig forhold ved vurderingen av volatiliteten i aksjer, obligasjoner m.m. er hvordan fordelingen mellom for eksempel aksjer og obligasjoner påvirker risikoen i totalporteføljen. Denne risikoen avhenger ikke kun av standardavviket, men også av korrelasjonen (samvariasjonen) mellom de ulike aktivaklassene. Det betyr at selv om aksjer har høyere risiko enn obligasjoner er det ikke sikkert at porteføljens totalrisiko øker ved at aksjer inkluderes. Diversifiseringsgevinsten man oppnår på porteføljnivå, som følge av at avkastningen på aksjer og obligasjoner ikke er perfekt korrelert, kan nemlig mer enn oppveie for høyere volatilitet hos aksjer relativt til obligasjoner.

Figur 1 under illustrerer forventet avkastning og standardavvik for de ulike aktivaklassene. De viktigste egenskapene til de ulike aktivaklassene er nærmere gjennomgått i kapittel 6 – ”Finansielle instrumenter – Aktivasiden”. Her er også avkastnings- og risikoforutsetningene som er lagt fram i figur 1 nærmere forklart.

Figur 1

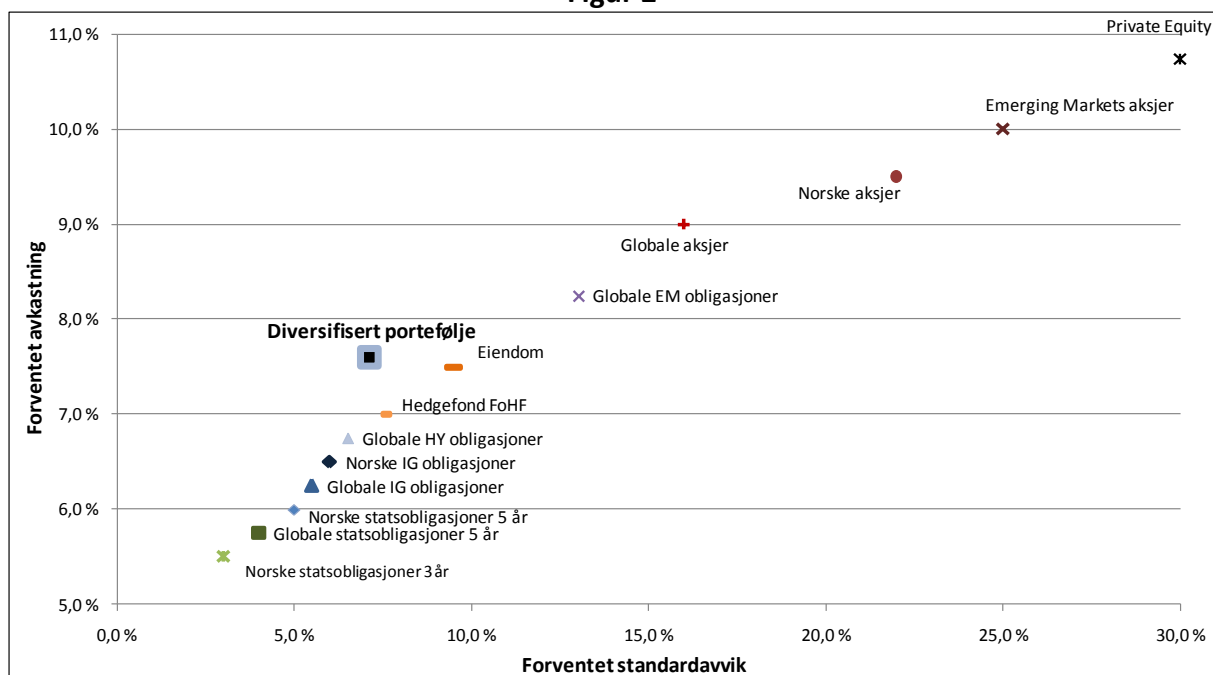


Figuren over viser tydelig sammenhengen mellom avkastning og risiko. Jo høyere standardavviket for en aktivaklasse er, desto høyere er også den forventede avkastningen. Ved kun å investere i en aktivaklasse må man betale for høyere forventet avkastning i form av risiko. Som nevnt ovenfor kan noe risiko diversifiseres bort. Dette blir grundig gått gjennom i følgende kapittel.

6.3 Porteføljekonstruksjon

En god forvaltningsstrategi kjennetegnes ved at risikoen knyttet til investeringen minimeres til et gitt avkastningskrav, eller at man alternativt maksimerer avkastningen gitt en øvre grense på akseptabel risiko. I en slik (effisient) portefølje vil risikoen være spredt over flere aktivaklasser, markeder og verdipapirer. Dette illustreres i figur 2 nedenfor⁴. Figuren plottes aktivaklasser i et diagram med forventet avkastning og standardavvik på aksene, og i tillegg er en diversifisert portefølje⁵ inkludert. Vi ser av figuren at det ved å kombinere ulike aktivaklasser er det mulig å få en høyere forventet avkastning til et gitt risikonivå, enn ved kun å investere i én aktivaklasse. Ved diversifisering oppnår man altså en risikoreduksjon uten at det går på bekostning av forventet avkastning.

Figur 2



En investering i en sammensatt portefølje vil altså ha lavere risiko enn en investering i et enkelt verdipapir. Jo svakere samvariasjon det er mellom prisutviklingen i de ulike aktiva i porteføljen, desto mer risiko kan man eliminere uten kostnad. En investeringsstrategi basert på anerkjent porteføljeteori vil implisere:

- å investere i flere ulike aktivaklasser
- å investere i flere markeder
- å spre investeringene i hvert delmarked over forskjellige verdipapirer

I en portefølje som består både av aksjer og obligasjoner vil det være diversifiseringsgevinster mellom disse to aktivaklassene, altså gevinster knyttet til at man har investert i begge disse markedene. Diversifiseringsgevinstene skyldes at markedets verdien av aksjer og

⁴ Denne og andre figurer som presenteres i det følgende er basert på avkastnings- og risikoforutsetningene i omtalen av aktivaklassene, i tillegg til en korrelasjonsmatrise som er utarbeidet på grunnlag av historiske korrelasjoner aktivaklassene imellom.

⁵ Den diversifiserte porteføljen består av 10 % norske aksjer, 20 % globale aksjer, 51 % norske og globale sertifikater og obligasjoner med ulik avkastning og risiko, 13 % eiendom, 4 % hedgefond og 2 % private equity.

obligasjoner sjelden beveger seg helt i takt. En svak utvikling i det ene markedet vil kunne kompenseres med en bedre utvikling i det andre.

Det kan variere mye fra år til år hvilken aktivaklasse som har best avkastning. Som nevnt tidligere så stammer muligheten til kostnadsfritt å eliminere risiko ved diversifisering fra lav eller tidvis negativ samvariasjon mellom aktivaklassene.

Fordelen ved å spre investeringene på flere aktivaklasser er illustrert på en litt annen måte i figur 3 under. Figuren viser rangeringen av årlig avkastning for seks utvalgte aktivaklasser de siste tolv årene. Det kan være nyttig å legge merke til at det kan variere til dels mye fra år til år hvilken aktivaklasse som har best avkastning. Som nevnt tidligere så stammer muligheten til kostnadsfritt å eliminere risiko ved diversifisering fra lav eller tidvis negativ samvariasjon mellom aktivaklassene.

Figur 3

1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
32,4 %	45,4 %	28,5 %	80,7 %	15,0 %	10,9 %	14,0 %	53,2 %	38,4 %	44,6 %	32,4 %	23,9 %
23,5 %	33,7 %	10,3 %	48,5 %	10,6 %	7,5 %	7,9 %	48,4 %	14,7 %	40,5 %	27,4 %	11,5 %
14,7 %	32,2 %	3,0 %	31,8 %	4,9 %	6,2 %	-20,4 %	27,8 %	5,5 %	22,4 %	10,4 %	4,6 %
8,4 %	18,9 %	2,9 %	30,2 %	3,2 %	-0,1 %	-30,4 %	11,1 %	5,4 %	20,3 %	4,7 %	3,9 %
6,4 %	8,0 %	-20,4 %	4,5 %	-4,7 %	-14,6 %	-31,1 %	10,9 %	4,4 %	3,0 %	1,5 %	-1,8 %
5,3 %	5,5 %	-27,0 %	2,0 %	-26,3 %	-15,4 %	-38,1 %	6,2 %	-0,2 %	2,6 %	0,9 %	-4,9 %

Norske aksjer	Globale aksjer	Emerging-markets	Hedge-fond	Norsk obligasjon	Global obligasjon
---------------	----------------	------------------	------------	------------------	-------------------

Det kan også være nyttig å legge merke til at korrelasjonen mellom ulike aktivaklasser kan variere betydelig. For eksempel så havner norske obligasjoner og globale obligasjoner svært nær hverandre rangert ut i fra avkastning hvert år, mens norske obligasjoner ofte havner et stykke fra norske aksjer rangeringsmessig. Om en bare har investert i norske obligasjoner og ønsker å investere i ytterligere en aktivaklasse, vil det å investere i norske aksjer være mer risikodempende på totalinvesteringen enn å investere i globale obligasjoner, selv om norske aksjer i seg selv er mer risikofyllt enn globale obligasjoner.

Det er også verdt å legge merke til at korrelasjonen mellom ulike aktivaklasser kan variere betydelig. For eksempel så havner norske obligasjoner og globale obligasjoner svært nær hverandre rangert ut i fra avkastning hvert år, mens norske obligasjoner ofte havner et stykke fra norske aksjer rangeringsmessig. Om en bare har investert i norske obligasjoner og ønsker å investere i ytterligere en aktivaklasse, vil det å investere i norske aksjer være mer risikodempende på totalinvesteringen enn å investere i globale obligasjoner, selv om norske aksjer i seg selv er mer risikofyllt enn globale obligasjoner.

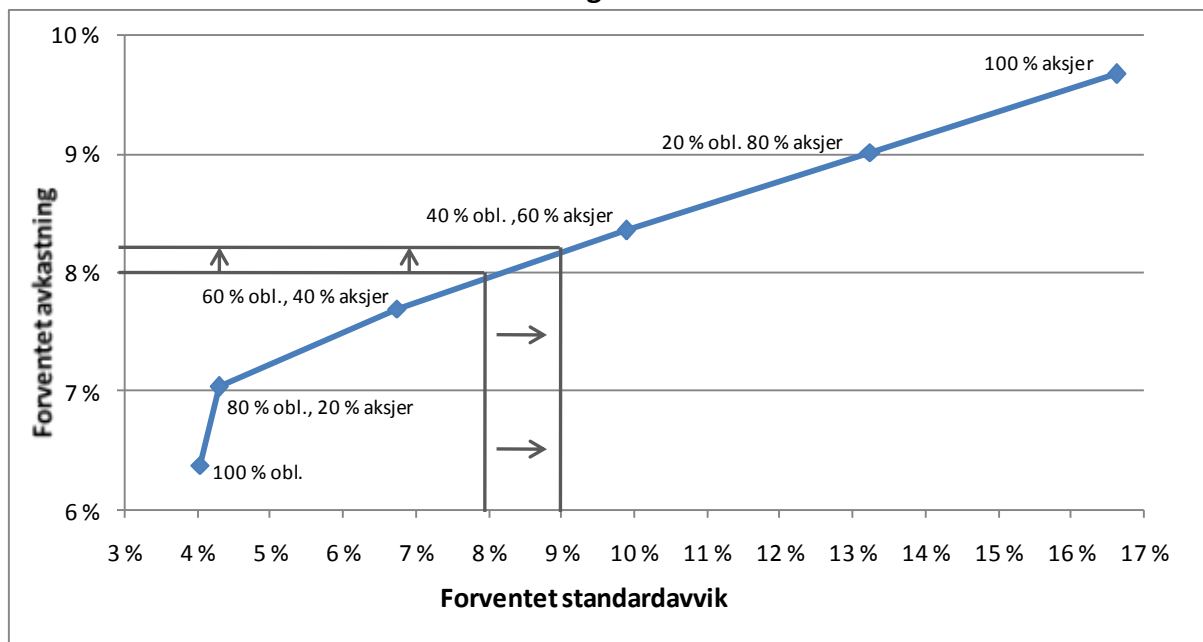
Selv om den diversifiserte porteføljen i figur 2 ovenfor ser attraktiv ut sammenlignet med en investering i én av de nevnte aktivaklassene, er det ikke gitt at det er en slik aktivasammensetning investor ønsker. Andre aktivasammensetninger vil kunne gi porteføljer med egenskaper som i investors øyne vurderes som mer attraktive. Optimering med hensyn på forventet avkastning og standardavvik sørger for at man får den beste porteføljen, gitt ønsket risiko og/eller forventet avkastning. Det er imidlertid mulig å lage mange slike effisiente porteføljer, og investors valg av portefølje vil derfor avhenge av risikovillighet og hvordan den forventede avkastningen står til den aktuelle risikoen.

Kommunens øvrige inntekter og eiendeler kan også ha betydning for hva som er optimal diversifisering og risikoeksponering. Effekten av makroøkonomiske forhold, så vel som finansmarkedenes indirekte påvirkning av kommunens inntekter gjennom skatteinngangen, vil variere mellom kommuner etter i hvilken grad tilhørende bedrifter og privatpersoner er eksponert for finansiell risiko. Kommuner som eier betydelig verdier i form av eiendomsmasse eller energiselskaper, bør ta med i betraktning hva det eierskapet betyr for samlet diversifisering, når de vurderer risikoeksponeringen for sin portefølje av finansielle investeringer.

Ulike investorer vil kunne ha ulike utgangspunkt for sine investeringer. Dette kan omfatte krav til likviditet og begrensninger knyttet hvilke markeder de vil investere i (eksempelvis krav til at det ikke kan investeres i bedrifter som produserer våpen, tobakk eller alkohol, samt krav til geografiske områder). Dette vil begrense investeringsuniverset, altså begrense hvilke verdipapir som vil være aktuelle å investere i. Felles utgangspunkt for investorene vil likevel være å ta utgangspunkt i det investeringsuniverset som er gjeldene for den enkelte, og å optimere på bakgrunn av dette.

Om vi nå antar at den diversifiserte porteføljen i figuren ovenfor er effisient, altså at det ikke finnes andre porteføljer som gir høyere forventet avkastning til samme risiko, må vi altså akseptere høyere risiko for å få en portefølje med høyere forventet avkastning. Det er altså en kostnad ved å velge en portefølje som har høyere forventet avkastning, og denne kostnaden fremkommer gjennom økt risiko. Dette illustreres i figur 4 nedenfor.

Figur 4



I figuren over er det plottet inn seks ulike porteføljer som varierer i andel aksjer og obligasjoner. Både norske og utenlandske aksjer og obligasjoner er inkludert. Vi ser at forventet avkastning og risiko øker når vi øker andelen i aksjer, noe som også er ventet med tanke på aktivklassens egenskaper (se kapittel 6). Vi tenker oss videre at linjene mellom punktene for de nevnte porteføljene illustrerer porteføljer med ulik andel i aksjer og obligasjoner enn de porteføljene som er plottet inn. Figuren er da også med på å illustrere at

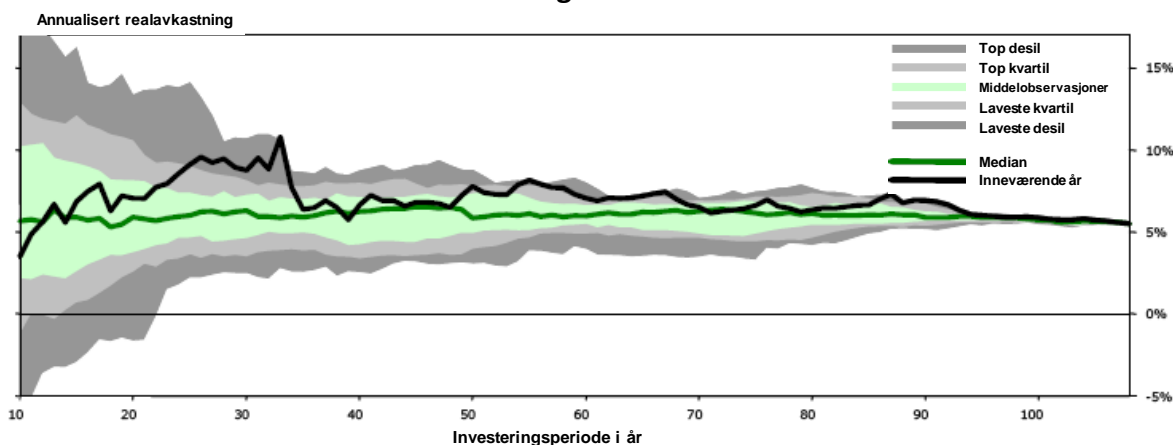
ett prosentpoengs økning i standardavvik vil gi betydelig mindre enn ett prosentpoengs økning i forventet avkastning. Fra figuren kan vi lese at en slik økning i risiko vil gi omtrent 0,2 prosentpoengs økning i avkastning⁶.

Det er imidlertid flere problemer med å fastsette et slikt tall. For det første vil økningen i forventet avkastning som følge av økning i risiko avhenge av det initiale nivået på risiko. Som vi ser av figuren varierer stigningstallet til linjen mellom de plottede porteføljene, så ett prosentpoengs økning i risiko fra et initialt nivå på 4 % vil ventelig ikke ha den samme innvirkning på forventet avkastning som en ett prosentpoengs økning fra et initialt nivå på 8 %.

Forutsetningene som ligger til grunn for aktivklassene (forventet avkastning, standardavvik og korrelasjoner) er historiske data. Disse kan endres over tid, og en investor som tilpasser sin portefølje på et senere tidspunkt kan derfor ikke vente den samme økningen i forventet avkastning. Et annet moment er at investor gjerne står overfor strategiske rammer. Slike bindinger kan gjøre at den optimale tilpasningen til gitt risikonivå ikke er tilgjengelig, noe som i sin tur kan redusere økningen i forventet avkastning.

I en investeringsportefølje med en lang tidshorisont bør aksjer inkluderes for å øke den forventede avkastningen, men også av diversifiseringshensyn som nevnt tidligere. Over tid økes sannsynligheten for at aksjers historiske årlige avkastning skal gå mot den forventede avkastningen, slik at risikoen ved å investere i aksjer reduseres over tid (se figur 5 under). Legg merke til at vi her ser på realavkastninger.

Figur 5



Kilde: ABN AMRO/LBS Global Investment Returns Yearbook 2008, charts 119

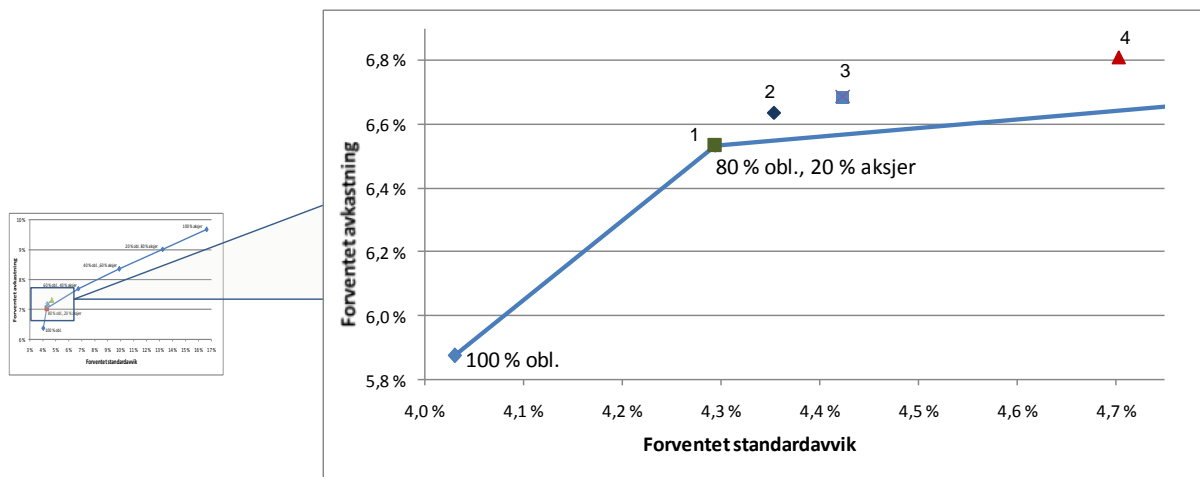
I en investeringsportefølje med lang horisont vil heller ikke kravene til likviditet være like store som for eksempel for en driftsportefølje, slik at lite likvide aktivklasser som eiendom og hedgefond kan inkluderes.

I figur 4 ovenfor er det tatt med fire aktivklasser. Hva skjer så om vi inkluderer alternative aktivklasser som hedgefond og eiendom? I figur 6 under er det tatt utgangspunkt i en portefølje med 20 % aksjer (7 % norske og 13 % globale), og lar investeringene i hedgefond

⁶ Ved lineær regresjon hvor vi tar med alle aktivklasser finner vi at dette tallet blir tilnærmet 0,21.

og eiendom gå på bekostning av andelen i obligasjoner⁷. Med økt andel alternative aktivklasser presses fronten mot nordvest.

Figur 6



Dette indikerer at man oppnår en diversifiseringsgevinst med denne allokeringen sammenlignet med den opprinnelige allokeringen fra figur 4. Fortsatt ser man at høyere forventet avkastning kommer med høyere risiko.

6.4 Aktiv forvaltning

Det vil være feil å berømme en investerings høye avkastning, uten samtidig å vurdere den relevante risikoen som er tatt. Man kan måle meravkastning ved å sammenligne den faktiske avkastningen en forvalter eller totalporteføljen har levert, med hva den enkelte forvalter eller totalporteføljen burde ha hatt av avkastning for den risikoen som er tatt. Dette er hva man som regel kaller alfa. Meravkastningen er avkastning utover en referanseindeksavkastning. Blant kilder til meravkastning utover sammenligningsindeks har vi risikostyring og forvaltningsstruktur:

6.4.1 Risikostyring

Meravkastning kan oppnås gjennom god risikostyring av porteføljen. Med risikostyring mener vi her hvordan man skal balansere investeringen mellom for eksempel aksjer og renter etter hvert som verdien av enkeltmandatene utvikler seg. Man kan gi kapitalforvalteren i oppdrag å allokere mellom aktivklassene basert på sin analyse av markedene (taktisk allokering), eller man kan etablere et mer mekanisk/statisk rammeverk for dette (strategisk allokering). Erfaring tilsier at det bør etableres rebalanseringsrammer

⁷ Portefølje 2 består av: 30 % norske obligasjoner, 40 % globale obligasjoner, 7 % norske aksjer, 13 % globale aksjer og 10 % hedgefond.

Portefølje 3 består av: 30 % norske obligasjoner, 40 % globale obligasjoner, 7 % norske aksjer, 13 % globale aksjer og 10 % eiendom.

Portefølje 4 består av: 30 % norske obligasjoner, 30 % globale obligasjoner, 7 % norske aksjer, 13 % globale aksjer, 10 % hedgefond og 10 % eiendom.

som er forutbestemte og som i liten grad gir den enkelte forvalter rebalanseringsmuligheter basert på egne verdivurderinger. Rebalanseringsrammene bør ha som hovedmål å opprettholde en definert risikoprofil. En slik strategisk rebalanseringsramme vil effektivt sørge for nedvekting i en aktivaklasse som har steget mye i verdi relativt til de andre posisjonene i porteføljen. Man vil dermed gjennom en slik strategi sikre gevinst i posisjoner som har utviklet seg bra, samtidig som man reallokerer til andre aktivaklasser med et mulig bedre utviklingspotensial.

Dels kan meravkastningen komme som følge av at forvaltningen av en aktivaklasse deles mellom flere forvaltere som gjør det godt i ulike markedsstiler (stigende – bull / fallende - bear), slik at man aggregert vil kunne oppnå en forvaltning som evner å prestere bra både i et stigende og i et fallende marked. Videre må man sikre en god geografisk og bransjemessig spredning.

Tilslutt vil man kunne oppnå meravkastning ved at man velger de kapitalforvalterne som evner å gi meravkastning relativt til referanseindeks på sine forvaltningsmandat. Å rangere historisk ytelse er en utfordring, å forutsi fremtidig rangering, er en mye større sådan. Siden ikke alle kan være bedre enn gjennomsnittet, er det opplagt at aktiv forvaltning ikke nødvendigvis vil gi meravkastning, ei heller dekke merkostnadene ved forvaltningen.

Aksjeeksponering begrenser seg ikke bare til allokeringen mellom norske og internasjonale aksjer. En godt strukturert aksjeportefølje er balansert mellom verdi- og vekstorientert forvaltning, tilvekstmarkeder og små og mellomstore bedrifter. En renteportefølje består i tillegg til norske obligasjoner av internasjonale obligasjoner som er investert både i statskreditt-, høyrente- og kanskje utviklingsmarkeder. Andre aktivaklasser som eiendom og absoluttavkastningsprodukter som hedgefond er også aktivaklasser som kan være aktuelle i en veldiversifisert portefølje.

6.4.2 Forvaltningsstruktur

Den siste kilden til meravkastning er hvilken forvaltningsstrukturinvestor benytter. Forvaltningsstrukturen omfatter hvordan kapitalforvaltningen organiseres. Her er sammensetningen av kapitalforvaltere viktig for å sikre en optimal forvaltning av porteføljen.

Kapitalforvaltning kan skje ved at to eller flere forvaltere tildeles like mandater, som omfatter alle aktuelle aktivaklasser. Undersøkelser viser at det langsiktige resultatet av denne type forvaltning tenderer mot indeksforvaltning, men med høyere forvaltningshonorarer. Eneventuell meravkastning hos en kapitalforvalter tilsvares ofte av mindrevkastning hos den andre forvalteren. Basert på disse undersøkelsene kan vi dra flere viktige konklusjoner. Det vil være bedre å kjøpe indeksforvaltning direkte, dersom dette er ønskelig, enn å spre lik forvaltning på flere forvaltere. På den måten vil man også oppnå lavere honorarer.

En passiv forvaltning med indekxnære mandater vil i liten grad kunne generere meravkastning. Er ambisjonen å oppnå meravkastning, bør en velge spesialistforvaltere som har de beste forutsetninger for å gi en god avkastning på sitt mandat. Det har vist seg vanskelig for en forvaltningsorganisasjon å levere best resultat innenfor alle aktivaklasser. Ved å kombinere de presumptivt beste kapitalforvaltere innenfor hver aktivaklasse kan man

oppnå en meravkastning i sum. I mange tilfeller, vil imidlertid meravkastning oppnådd gjennom aktiv forvaltning, kunne bli spist opp av tilhørende høyere honorarer og kostnader ved slik forvaltning.

Foruten å velge de antatt beste forvalterne innenfor hver aktivaklasse blir det avgjørende å aktivt følge opp disse forvalterne for å fange opp hendelser i forvaltningsorganisasjonen som vil kunne påvirke forvalterens evne til å levere gode resultater. Det er også viktig at forvalteren har klare rammer for risikostyring.

7 Finansielle instrumenter - Aktivasiden

7.1 Aksjer

En aksje er en fast andel i et aksjeselskap eller et allmennaksjeselskap, og et aksjefond er et verdipapirfond som investerer i aksjer. I en porteføljesammensetning (for en norsk investor) er det vanlig å skille mellom norske og globale aksjer. Et norsk aksjefond investerer i norske selskaper, mens et globalt aksjefond har frie geografiske tøyler.

I tillegg kan aksjer i fremvoksende markeder regnes som en egen aktivaklasse. Aksjer i fremvoksende marked har også vist seg å svinge mer enn norske aksjer, og som nevnt tidligere er norske aksjer mer volatile (risikofylte) enn globale. Emerging Markets fond er en betegnelse for fond som investerer i selskaper som har sine registrerte forretningskontorer i tilvekstmarkeder. Land og regioner som klassifiseres innunder denne gruppen er de såkalte "BRIC"-landene Brasil, Russland, India og Kina, i tillegg til resten av Øst-Europa, Latin-Amerika og Asia minus Japan. Risiko og avkastningspotensialet tilknyttet investeringer i disse markedene er høyere enn for investeringer i mer utviklede aksjemarkeder. Norske aksjer, globale aksjer og aksjer i fremvoksende marked regnes alle for å være aktivaklasser med relativt høy risiko.

Det synes å være bred enighet om at aksjer forventes å gi høyere avkastning enn rentebærende papirer. Meravkastningen fra aksjer i forhold til rentebærende papirer har en intuitiv forklaring: Eierne av enhver virksomhet tar større risiko enn de som gir lån til virksomheten, fordi eierkapitalen må bære tapet før lånekapitalen hvis virksomheten skulle gå med underskudd.

Det er imidlertid større usikkerhet om hvor stor denne meravkastningen kan forventes å være. Verdien av en aksje er grunnleggende knyttet til selskapets fremtidige inntjeningspotensial og utbyttekapasitet. På lang sikt bestemmes aksjeverdier av framtidige dividender og aksjonærenes avkastningskrav. På generelt grunnlag vil dynamikken i markedet allokere kapital til de plasseringsalternativ som gir høyest avkastning "per enhet" risiko (standardavvik).

Flere perioder har dog vist seg ikke å inneholde positiv risikopremie. Historiske data viser at aksjer er betydelig mer risikable enn obligasjoner på kort sikt, men at aksjer på lang sikt genererer meravkastning sammenlignet med obligasjoner. Undersøkelser viser at det amerikanske aksjemarkedet fra 1900 til 2007 har gitt en risikopremie på 4,5 % sammenlignet

med statsobligasjoner, mens risikopremien for norske aksjer i samme periode har vært 2,9 %

Beregninger gjort i det amerikanske aksje- og obligasjonsmarkedet over rullende tiårsperioder viser at det er få slike perioder hvor aksjer ville gi dårligere avkastning enn obligasjoner. Siden 1983 har ingen rullende tiårsperiode gitt en negativ risikopremie. I våre forutsetninger antas globale aksjer å gi en årlig avkastning på 9 % over tid, tilsvarende en risikopremie på 4 %. Målt over en 26-års periode viser det seg at norske aksjer har gitt en annualisert avkastning på 14,6 %. I våre forutsetninger forventes norske aksjer å gi en årlig avkastning på 9,5 %, noe som tilsvarer en forventet risikopremie på 4,5 % sammenlignet med den risikofrie renten.

7.2 Pengemarked

I pengemarkedet omsettes sertifikater og obligasjoner. Et sertifikat er et rentebærende verdipapir, og har løpetid (tid til forfall) inntil 12 måneder. Et pengemarkedsfond investerer i verdipapirer med en rentefølsomhet under 1 år.

Det antas at pengemarked vil gi en årlig avkastning på ca. 5 % p.a med ti års horisont. Den norske pengemarkedsrenten er for tiden høyere enn dette (ca. 6,50 %, og har i en periode nylig også ligget enda mye høyere enn det), men det er grunn til å tro at den over tid vil stabilisere seg på nivåer rundt 5 %. Våre forutsetninger for den risikofrie renten bygger på Taylor-renten, som sier at på sikt vil nominell rente være lik inflasjonsmålet på 2,5 % pluss likevektsrealrente.

7.3 Obligasjoner

En obligasjon er et rentebærende verdipapir med lang løpetid (over 1 år). Obligasjoner er en effektiv måte for store institusjoner som stater, kommuner eller store selskaper å låne penger av mange ulike kreditorer på én gang.

Obligasjoner har en fast rente over en definert periode, enten til forfall eller frem til neste rentereguleringstidspunkt. Ved at en obligasjon har fast rente vil obligasjonene, og derved obligasjonsfondenes forvaltningskapital, variere i verdi. Den påvirkes av den generelle renteutviklingen. Går renten opp i rentemarkedet, synker fondsandelene i verdi. Det er motsatt ved rentenedgang. Da vil fondet øke i verdi.

Obligasjonsfondene inndeles i grupper ut fra rentefølsomheten til den referanseindeks det enkelte fond er knyttet opp mot. Desto høyere den gjennomsnittlige løpetiden er, desto større er følsomheten for kurssvingninger.

Desto lengre løpetid igjen på obligasjonene gir større risiko for tap ved renteoppgang. Samtidig er muligheten for gevinst ved rentefall større.

Obligasjoner utstedt av andre enn kredittinstitusjoner og offentlige institusjoner vil normalt gi høyere rente fordi det er større risiko for konkurs i utstederselskapene, og at selskapet dermed ikke betaler tilbake gjelden. Slik risiko kalles kredittrisiko.

I statsobligasjoner er det svært lav risiko for at låntaker (staten) skal bli ute av stand til å betale tilbake lånet. Fond som utelukkende investerer i statsobligasjoner sies derfor å være uten såkalt kredittisiko. I andre fond er det en viss kredittisiko, selv om lånene er tatt opp av de mest kredittverdige selskapene. Obligasjonsfond har det som blir kalt renterisiko. Dette er risikoen som er knyttet til at renten går opp eller ned og fører til at verdien på fondsandelene varierer.

En kredittobligasjon omtales som Investment Grade eller IG dersom kredittrangeringen er BBB- eller høyere hos Standard & Poor's eller Baa3 eller høyere hos Moody's. Generelt så er dette obligasjoner som vurderes av ratingbyråer som sannsynlige nok til å møte sine betalingsforpliktelser til at banker kan investere i dem. Kredittobligasjoner med lavere kredittrangering kalles høyrenteobligasjoner. Disse er forbundet med høyere risiko og også høyere forventet avkastning enn Investment Grade-obligasjoner. Renteforskjellen mellom statsobligasjoner og de ulike kredittobligasjonene kalles kredittspread. Jo lavere rating jo høyere er kredittspreaden, da investor vil ha betalt for å påta seg en større "konkursrisiko". Den globale finanskrisen har høsten 2008 gitt seg utslag i ekstrem økning av denne kredittspreaden og en utbredt tillitskrise til kredittverdigheten hos både banker og selskaper som kort tid tidligere har vært vurdert som solide. I en slik unntakstilstand, blir tilgangen på nye lån sterkt begrenset og kravene til risikopremier tilsvarende høye.

Gitt dagens inflasjonsmål på 2,5 % vil norske treårige statsobligasjoner antas å gi en årlig avkastning på 5,5 % på lang sikt, mens norske femårige statsobligasjoner antas å gi en årlig avkastning på 6 %. For tiden er renten på en norsk "femåring" (femårig statsobligasjon) på om lag 5 %. Globale statsobligasjoner antas å gi en årlig avkastning på 5 % på lang sikt. Både norske og globale kredittobligasjoner antas å gi en meravkastning (spread/rentedifferanse) på 0,5 % utover statsobligasjoner. Dette er en forsiktig antakelse sammenlignet med historisk observert spread og dagens markedsbilde. Tiårsrenten (yield) for amerikanske Corporates AAA (selskaper med høyeste kredittverdighet) ligger for tiden på 5,5 %, en spread på om lag 1,7 %. Globale obligasjoner antas å være valutasikret.

7.4 Hedgefond

Hedgefond har friere rammer for sine investeringer enn tradisjonelle aksjefond. Mens tradisjonelle aksjefond bare tar lange posisjoner, har hedgefond også mulighet til å ta korte posisjoner, samt muligheten til å gå inn i andre markeder som eksempelvis valuta- og råvaremarkedet. Formålet med å investere i ulike markeder er å sikre ("hedge") det totale investerte beløpet, slik at det vil gi positiv avkastning uavhengig av markedsutviklingen. En slik posisjonering vil medføre at hedgefond vil ha lav korrelasjon med markedet, som i sin tur innebærer at det vil være en gevinst i form av lavere risiko (standardavvik) for investor ved å inkludere denne aktivaklassen i sin portefølje. Hedgefond er imidlertid ikke like likvide som tradisjonelle aksjefond, og det kan være risiko forbundet med at et hedgefond i praksis ikke alltid følger ovennevnte sikringsformål. Instrumentene og posisjonene er ofte kompliserte og krever mer innsikt av investor enn tradisjonelle aksjefond.

Hedgefond forventes å gi en årlig avkastning på 7,0 % på lang sikt. Hedgefond som aktivaklasse anses normalt å være en aktivaklasse med middels risiko.

7.5 Eiendom

En investering i et eiendomsfond gir en avkastning som avhenger av prisutviklingen og leieinntektene fra næringseiendom som kontorbygg, kjøpesentre, industribygninger.

Eiendom er ikke en like likvid aktivaklasse som for eksempel aksjer og obligasjoner. Fordi eiendomsmarkedet er mindre likvid, synes verdier å endre seg langsommere enn på for eksempel børsnoterte aksjer der daglig prising gir hyppigere og gjerne større verdiutslag. Eiendom fremstår dermed som mindre volatilt og risikofyllt enn for eksempel aksjer. Investeringer i eiendom er derimot mer risikofylte enn investeringer i rentebærende papirer, og eiendom regnes sammen med hedgefond som en aktivaklasse med middels risiko.

Avkastningen fra eiendom antas å ligge på 7,5 % over tid. Dels i form av leieinntekter, dels gjennom verdiutviklingen på eiendommen.

7.6 Private Equity

Private Equity kan beskrives som investeringer som gjøres gjennom en profesjonelt håndtert portefølje, bestående av unoterte aksjer e.l.. Investeringene inkluderer finansiering til nye selskaper, og finansiering og oppkjøp av mer modne selskaper. Private Equity fond investerer i flere underliggende selskaper for å spre risikoen.

Denne aktivaklassen kan forventes å gi høyere avkastning enn tradisjonelle aksjer, siden man har høyere forventet avkastning fra unoterte aksjer enn børsnoterte aksjer. I våre forutsetninger har private equity en forventet årlig avkastning på 10,75 %. Aktivaklassen kan også virke diversifiserende på totalporteføljen fordi unoterte aksjer kan ha lav korrelasjon mot andre aktivaklasser.

Det er særlig to risikofaktorer forbundet med private equity: forvalterrisiko og investeringsklimaet i realiseringsfasen.

Private Equity fond er avhengig av et godt investeringsklima på børsen i sluttfasen, når fondet skal realisere sine investeringer. Såkalte "exits" foretas ofte i form av børsnoteringer eller salg til strategiske/industrielle eiere. Det kan være vesentlig enklere å foreta gode salg i en periode hvor børsene går godt.

Forvaltning av unoterte aksjer er kanskje i enda større grad enn ellers avhengig av en god forvalter. Investeringen er ikke likvid, og det kan være meget komplisert å komme ut av investeringen om man er misfornøyd med forvalteren. Derfor er forvalterrisikoen stor. Det er derfor en fordel å spre sine Private Equity investeringer over tid og på flere forvaltere. Investeringer som gjøres i private equity må derfor gjøres med langsiktige investeringsmidler.

8 Finansielle instrumenter - Passivasiden (Gjeld)

8.1 Gjeldsbrevlån/banklån

Gjeldsbrevlån er aktuelt når kommunen skal foreta investeringer av varig karakter. Gjeldsbrevlån er et ordinært nedbetalingslån som kan benyttes til investering i varige driftsmidler slik som bygninger, anlegg mv.

8.2 Sertifikatlån

Standardisert omsettelig lån med løpetid på inntil 12 måneder. Ved lånets utløpsdato må låntaker enten nedbetale eller fornye avtalen. Avdrag betales ikke i løpetiden.

8.3 Obligasjonslån

Standardisert omsettelig lån med opprinnelig løpetid på minst ett år. Betingelsene ved et obligasjonslån, slik som løpetid, rente, renteutbetalingsdatoer og eventuelle rentereguleringsbestemmelser, avtales ved utstedelsen av lånet.

I tillegg til lånerenten vil det påløpe kostnader til dokumentasjon (Norsk Tillitsmann), VPS og eventuelt børsnotering av obligasjons- og sertifikatlån.

8.4 Finansielle derivater

Derivater er finansielle instrumenter hvor prisen er avledet fra et underliggende instrument. Derivater er en fellesbetegnelse på instrumenter som swaper, opsjoner, futures og forwards. Det er en utbredt usikkerhet og dermed frykt, knyttet til temaet finansielle derivater. Enkelte kommuner har allerede for mange år tilbake, erfart betydelige tap etter å ha eksponert seg for vesentlig risiko gjennom opsjonshandel, uten at de ansvarlige verken i styre eller administrasjon forsto rekkevidden av de aktuelle transaksjonene. Desto viktigere å presisere at derivater brukt med fornuft, også utgjør hensiktsmessige og effektive instrumenter til å redusere en kommunes risiko.

8.5 Rentebytteavtaler (swap)

Avtale mellom to parter om bytte av framtidige rentebetalinger på lån i samme valuta. Byttet innebærer at den ene får byttet sin flytende rente mot fast rente, mens den andre får flytende rente i bytte mot fast rente. Motivet for å inngå en rentebytteavtale kan være å få redusert eller fjernet renterisiko, eller for å utnytte forventninger om stigende eller fallende renter.

8.6 Opsjoner

En opsjon er en rett, men ikke en plikt til å kjøpe eller selge et verdipapir til en på forhånd bestemt pris på eller innen en bestemt dato (utøvelsesdato). I gjeldsforvaltningen benyttes renteopsjoner og opsjoner på rentebytteavtaler ("swapsjoner"). Opsjoner kan kjøpes og selges. For en kommune har det vært aktuelt å kjøpe rentetak for en nærmere fastsatt periode. Salg av opsjoner bør som hovedregel unngås med mindre kommunen allerede er innehaver av en opsjon eller særskilte grunner taler for det.

8.7 Forward Rate Agreement (FRA)

Både futures og forwards går under betegnelsen "terminer". I likhet med opsjoner er terminer en avtale om kjøp og salg av verdipapirer til en fastsatt kurs på et fremtidig tidspunkt. Ved inngåelse av en terminkontrakt forplikter imidlertid både kjøperen og selgeren av terminkontrakten seg til å utføre den fremtidige handelen. Dette skiller seg fra opsjonskontrakter der innehaveren (kjøperen) har en rett til å benytte seg av opsjonen, mens utstederen (selgeren) av opsjonen har en forpliktelse til å innløse opsjonen (hvis kjøper ønsker). En Forward Rate Agreement er en terminkontrakt hvor den ene parten betaler en fast rente og mottar en flytende rente. Betalingene er kalkulert av et nominelt beløp over en avtalt periode og kun forskjellen mellom fast og flytende rente betales. Betaleren av den faste renten betegnes som låner eller kjøper, mens mottakeren av den faste renten betegnes som utlåner eller selger.

9 Etablering av rammer for finansforvaltningen (aktiva)

9.1 Innledning

Aktivasisden omfatter

- ledig likviditet og andre midler beregnet for driftsformål
- langsiktige finansielle aktiva adskilt fra kommunens midler beregnet for driftsformål

Dette skillet mellom kortsiktig likviditetsstyring og kapitalforvaltning, er grunnleggende for en god finansforvaltning. Det vil normalt være begrenset fleksibilitet i kommunens årlige driftsbudsjetter. Det innebærer tilsvarende begrenset rom for svingninger. Den overordnede målsettingen for forvaltning er i følge Kommuneloven § 52 nr. 3 at midlene skal forvaltes 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 forpliktelser. Kommuner og fylkeskommuner er pliktig til å etablere et finansreglement, jf. Forskrift 2001-03-05 nr. 299 om kommuners og fylkeskommuners finansforvaltning (Forskriften).

Forskriften gir overordnede retningslinjer for finansreglementet, men det er opp til hver kommune og fylkeskommune å definere rammer tilpasset egen virksomhet innenfor rammeverket. Hver kommune må velge forvaltningsrammer som er tilpasset eget "ambisjonsnivå". Faktorer som spiller inn er kommunens evne og vilje til å tåle svingninger i den årlige avkastningen, tidshorisont, størrelse på midlene, "bufferkapital", forståelse og kompetanse om kapitalmarkedet og finansielle produkter, interne ressurser, bruk av ekstern uavhengig kompetanse etc. I praksis er det mange som har "kopiert" hverandres reglement, noe som ikke alltid sikrer et nødvendige "eierskap" til egne rammer og retningslinjer.

Den ledige likviditeten og andre midler beregnet for driftsformål bør være lett tilgjengelige og lite utsatt for kurssvingninger. Dette betyr at mer langsiktige finansielle aktiva som aksjer ikke er egnet som plasseringsform. Ved plassering av langsiktige finansielle aktiva er tidshorisonten lenger og universet av investeringsmuligheter er større. Valg av risikoprofil vil

i større grad være avgjørende for den langsiktige avkastningen som oppnås. Høy avkastning fordrer vilje og evne til å akseptere betydelige tap i perioder.

Den overordnede målsettingen for forvaltning er i følge Kommuneloven § 52 nr. 3 at midlene skal forvaltes slik at tilfredsstillende avkastning kan oppnås, uten at det innebærer vesentlig finansiell risiko. Hva som er vesentlig finansiell risiko må stå i forhold til kommunens eller fylkeskommunens egen situasjon. Den finansielle risikoen kan reduseres gjennom fordeling av midlene på flere aktivaklasser, debitorgrupper og utstedere og reglementet skal i tråd med forskriften inneholde krav til risikospredning.

Finansiell risiko er i følge forskriften definert som;

- Kredittrisiko
- Markedsrisiko
 - Renterisiko
 - Likviditetsrisiko
 - Valutarisiko
 - Systematisk risiko i aksjemarkedet (generell markedsrisiko)
 - Usystematisk risiko i aksjemarkedet (selskapsrisiko)

Ved å etablere tydelige rammer for finansiell risiko vil omfanget av finansiell risiko være definert og målsatt. Rammene bør være så eksplisitte at det er mulig å foreta en kvantitativ oppfølging av eksponeringen relativt til vedtatte rammer. Papirbestemmelser som "lav eller moderat risiko" og forbud mot "spekulasjon", overlater mye til etterpåklok tolkning. Det er viktig at ulike instanser kan lese det samme ut av rapporten, og at man over tid har en konsistent evaluering og oppfølging av porteføljens utvikling, både avkastnings- og risikomessig.

Det er nedenfor gitt eksempler på hvordan man kan tilnærme seg mer kvantitative rammer slik at det kan gjennomføres en mer objektiv og repeterbar/konsistent analyse av risikoen i porteføljen.

9.2 Valg av plasseringsrammer– 3 nivåer

Regler for plasseringsvirksomheten kan deles opp i tre nivåer; overordnede rammer, forvaltningsstruktur og rammer for finansiell risiko.

9.3 Nivå 1: Overordnede rammer

9.3.1 Valg av strategisk allokering for ledig likviditet og andre midler beregnet for driftsformål

Den ledige likviditeten og andre midler beregnet for driftsformål bør være lett tilgjengelige og lite utsatt for kurssvingninger. Dette betyr at mer langsiktige finansielle aktiva som aksjer ikke er egnet som plasseringsform. Investeringsuniverset vil være begrenset til renteplasseringer, hvor hovedfokuset vil være på kortsiktige plasseringer som bankinnskudd, sertifikater og pengemarkedsfond. Den strategiske allokeringen vil bestå av 100 % renter.

Referanseindeks kan typisk være en statssertifikatindeks, f. eks ST1X som har en fast renterisiko på 3 mnd eller ST2X som har en fast renterisiko på 6 mnd.

9.3.2 Valg av strategisk allokering for langsiktige finansielle aktiva

De overordnede rammene settes ut fra formålet med forvaltningen. Formålet med forvaltningen kan være å sikre en langsiktig avkastning på midlene innenfor et målsatt risikonivå. Jo høyere risiko som tas i forvaltningen jo høyere er forventet avkastning. Det langsiktige avkastningsmålet som etableres må stå i forhold til kommunens evne og vilje til å ta finansiell risiko.

Eksempel: Det skal etableres en porteføljesammensetning som over en 3 års periode har en årlig minimumsavkastning som opprettholder realverdien (årlig inflasjon på 2,5 %) i fondet med en sannsynlighet på 95%.

Ved å beregne forventet avkastning og risiko for ulike porteføljealternativer vil kommunen danne seg et bilde av forholdet mellom avkastning og risiko og finne den strategien som best korresponderer med egne preferanser. Strategien bør evalueres hvert år for å avstemme om avkastnings- og risikoforutsetningene er vesentlig endret.

Input i analysen vil være forventet avkastning for ulike aktivaklasser, standardavvik for hver aktivaklasse og samvariasjon mellom de aktuelle aktivaklassene. Kommuner og fylkeskommuner vil kunne få bistand til slike analyser hos eksterne rådgivningsmiljøer, forvaltere etc.

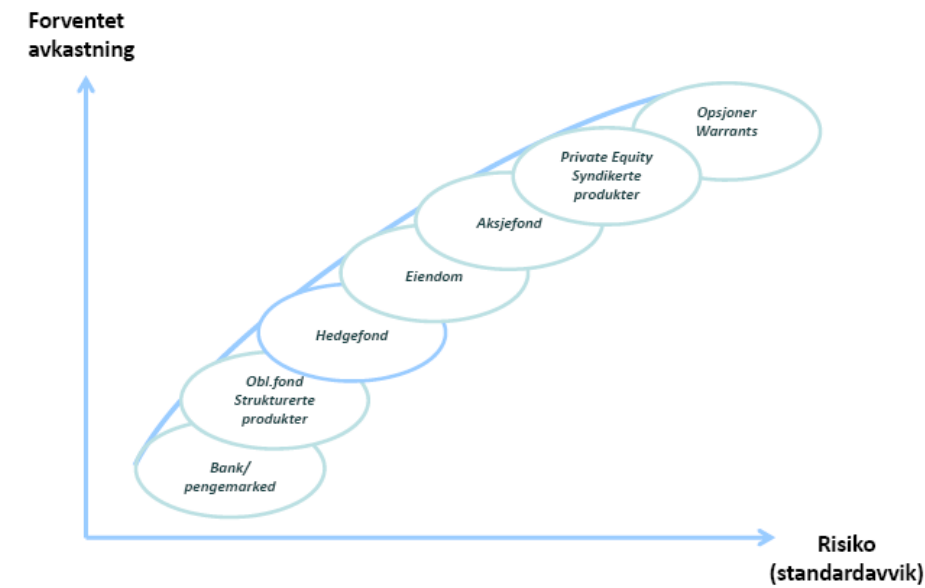
Avkastning

Forventet avkastning for de ulike aktivaklassene vil variere over tid avhengig av bl.a risikofri rente, makroøkonomiske forhold, selskapenes inntjening, markedets risikoappetitt/aversjon, tilgang på likviditet etc. For aksjer er det f.eks vanlig å ta utgangspunkt i en historisk risikopremie på 3-4 % utover risikofri rente. Velges forvaltere som evner å skape en konsistent meravkastning over tid kan man velge å tillegge en "aktiv" forvaltningspremie utover markedets risikopremie. Meravkastningen skapes ved at forvalters portefølje kan ha en annen sammensetning enn markedsindeksen og at forvalter treffer med sine selskapsvalg.

Risiko

Risiko uttrykkes som standardavvik og beskriver hvor mye avkastningen varierer sammenlignet med gjennomsnittsverdien (over en angitt tidsperiode). Forenklet kan standardavvik oppfattes som investeringsrisiko i forhold til andre plasseringer. Et høyt standardavvik betyr at avkastningen varierer mye, noe som i sin tur innebærer høy risiko (usikkerhet med hensyn til den fremtidige avkastningen). Korte renteplasseringer har lavt standardavvik og dermed lav risiko, i motsetning til finansmarkeder som aksjemarkedet, som har større svingninger (høyt standardavvik) og dermed høyere risiko.

Figuren under illustrerer forventet avkastning og risiko for ulike aktivaklasser.



Risikospredning - diversifisering

På bakgrunn av forventet standardavvik kan en få et inntrykk av hvor mye avkastningen på de ulike aktivaklassene vil svinge fra år til år. Ser man på porteføljen som helhet vil beregnet standardavvik være avhengig av korrelasjonen (samvariasjonen) mellom de aktivaklasser som inngår i porteføljen. En negativ korrelasjonskoeffisient betyr at aktivaklassene beveger seg i utakt, mens en positiv korrelasjonskvotient innebærer at aktivaklassene beveger seg i samme retning. Størrelsen på korrelasjonskvotienten angir graden av samvariasjon.

Samvariasjonen mellom ulike aktivaklasser vil variere over tid. Det er derfor viktig å vise varsomhet med å forutsette betydelige negative samvariasjoner i for stor grad i modell-verktøyet. Mens obligasjoner er gode å ha i tider hvor aksjemarkedet har sviktet, er det i disse tider vel verdt å minne om hvordan langsiktige obligasjoner vil være eksponert for høy inflasjon. Realinvesteringer vil normalt være mindre eksponert for høy inflasjonsrisiko.

9.3.3 Rammer strategisk aktivafordeling

Den strategiske aktivafordeling angir rammer for hvilken fordeling porteføljen skal ha på ulike aktivaklasser, og gjenspeiler formålet og målsettingen med forvaltningen.

De strategiske rammene bør angi normalposisjon og rammer for høyeste og laveste tillatte eksponeringsramme for hver aktivaklasse. Verdiutviklingen i de ulike aktivaklassene vil svinge over tid slik at aktivaklassens porteføljevekt vil være i "drift" relativt til normalposisjonen. Prinsipper for hvordan porteføljen skal rebalanseres bør derfor også angis.

- En passiv rebalansering innebærer at man foretar en kjøps/salgs aktivitet hvis maks/min rammene nås. En slik tilnærming gjør at risikoprofilen holdes nær den strategiske sammensetning. Alternativt kan det velges faste rebalanseringstidspunkt, årlig, halvårlig etc.

- En taktisk rebalansering innebærer at man mer aktivt foretar endringer i porteføljen ut fra markedsvurderinger. I den grad en slik metodikk velges er det viktig og følge opp hvor stort bidrag dette gir til porteføljens relative avkastning. Det er over tid vanskelig å oppnå et positivt avkastningsbidrag fra taktisk allokering etter kostnader.

Den løpende rapporteringen bør vise porteføljens faktiske sammensetning sammenlignet med strategi og fange opp eventuelle brudd mot tillatte eksponeringsrammer.

9.3.4 Rammer for tillatte aktivklasser og produkter

Reglementet bør angi hvilke aktivklasser og investeringstyper som er tillatt. Innenfor aktivklasser som renter og aksjer vil det være ulike investeringsmuligheter. Det er flere forhold som er av betydning ved valg av hvilke typer investeringer som skal tillates. I tillegg vil tidshorisont og formålet med forvaltningen være av betydning.

- Krav til likviditet/oppgjørstid
- Krav til prisfastsettelse (hvor ofte prissettes investeringen, hvem prissetter etc)
- Krav til regulering (Lover, Kredittilsynet etc)
- Krav til transparens (krav til innsyn i porteføljen – sammensetning etc)
- Krav til kompleksitet (er egen kompetanse/forståelse av produktet tilfredsstillende?)
- Krav til forventet avkastning og risiko (er honoraret konkurransedyktig, står forventet avkastning i forhold til risikoen)

Som et eksempel er det sett på hvordan en investering i et tradisjonelt aksjefond vil tilfredsstillere ovennevnte krav. Rent kompetansemessig er dette en oversiktlig og lite kompleks investering.

- ✓ Fondets vedtekter og faktaark gir en oversikt over investeringsmandatet
- ✓ Det stilles offisielle daglige kurser
- ✓ Tradisjonelle verdipapirfond er underlagt Lov om Verdipapirfond /UCITs regulativ
- ✓ Historiske avkastning og risiko er kjent og lett tilgjengelig fra forvaltningsselskapet
- ✓ Honorarer fremgår av faktaarket og kan sammenlignes med andre lignende fond
- ✓ Porteføljens innhold rapporteres i selskapets kvartalsrapporter

Når det gjelder forventet avkastning og risiko vil fondets investeringsmandat (indeks eller aktiv forvaltning), markedets risikopremie, tidshorisont etc. spille inn.

For sammensatte produkter er risikobilde ofte mindre oversiktelige og markedsprisingen er mer komplisert enn for tradisjonelle verdipapirer og fond. Det kreves en større kompetanse for å forstå kompleksiteten og hvilken kreditt-, rente- og /eller aksjemarkedsrisiko som er knyttet til de ulike delene av produktet. Hvor ofte investeringen prissettes vil variere, prisen er normalt indikativ og settes ofte av tilrettelegger. Flere kostnadsledd reduserer forventet avkastning, og en reel risiko- og avkastningssammenligning mot andre produkter kan være vanskelig.

Disse eksemplene illustrerer at investeringsmulighetene har forskjellige egenskaper og at tillatte produkter må samsvare med de krav man setter til egnethet.

9.4 Nivå 2: Forvaltningsstruktur

Forvaltningsstrukturen sier noe om hva slags forvaltning som skal velges. To aktuelle områder er organiseringen av forvaltningen (ekstern/intern forvaltning) og type forvaltningsmandat (aktiv/passiv).

Om det skal benyttes fond eller direkteinvesteringer (diskresjonær forvaltning eller egen forvaltning) vil blant annet være avhengig av midlenes størrelse. Porteføljen i et verdipapirfond er spredd på ulike investeringer slik at man oppnår en god diversifisering uavhengig av størrelsen på investert beløp. Oppfølgingen er også enkel (en andelskurs). Egen forvaltning stiller krav til intern kompetanse, systemressurser etc. og vil for mange være lite aktuelt. Unntaket her er forvaltning av den korte driftslikviditeten i bankinnskudd, sertifikater etc.

Aktiv eller passiv forvaltning er spesielt aktuelt innenfor aksjer. Her henvises det til punkt 5.4.

Eksempel på formulering mandatstruktur:

- Den norske renteporteføljen plasseres i verdipapirfond
- Den utenlandske renteporteføljen plasseres i verdipapirfond
- Den norske aksjeporteføljen plasseres i enkeltpapirer gjennom avtale om diskresjonær forvaltning og/eller i verdipapirfond.
- Den utenlandske aksjeporteføljen plasseres i verdipapirfond. Det kan investeres i globale, og i geografiske/regionale fond.

9.5 Nivå 3: Rammer for finansiell risiko

9.5.1 Innledning

Som nevnt tidligere anbefales det å etablere målbare rammer for finansiell risiko. En viktig del av risikostyringen er å følge opp porteføljens eksponering relativt til vedtatte rammer, og det er i kommentarene under vektlagt å gjøre rammene så kvantifiserbare som mulig.

9.5.2 Kredittrisiko

I følge Forskriften representerer kredittrisiko faren for at låntaker, eller motparten i en derivatkontrakt, ikke betaler tilbake hele eller deler av lånet (inkludert rentene).

Ramme for kredittrisiko kan defineres på ulike måter. Det er nedenfor gitt eksempler på ulike metoder for kredittrisikorammer.

9.5.2.1 Rating

For å etablere mer kvantitative rammer kan kredittrisiko bl.a uttrykkes ved bruk av rating. Rating gis av internasjonale ratingbyråer som Standard & Poor's og Moody's, eller av forvaltere for de foretak som ikke har en offisiell rating.

Rating sier noe om debtors antatte kredittrisiko og gjør det også mulig å følge kredittrisikoen over tid. Ratingen er gjenstand for løpende revisjon og et selskap kan bli

oppgradert eller nedgradert over tid. Det opereres med to hovedkategorier; Investment Grade og High Yield, mens det innenfor hver kategori finnes ulike ratingklasser. Det mest dramatiske er om en opp- eller nedgradering gjør at selskapet havner i en annen ratingkategori enn tidligere da dette normalt har stor betydning for hvilken kredittmargin selskapet må betale i markedet. Dette kan være positivt eller negativt avhengig av om det er en opp- eller nedgradering.

Utfordringen vi har sett med kredittkrisen i USA og den påfølgende markedsuroen er at ratingbyråene ikke alltid klarer å fange opp de negative økonomiske konsekvensene i tide, slik at ratingen ikke gir et godt bilde på de faktiske forhold. En stor del av ratingsbyråenes aktivitet har de siste årene vært knyttet til rating av strukturerte produkter i takt med at bankene har solgt pakker med lån videre som verdipapirer til finansinstitusjoner og andre aktører i markedet. Lånene er gruppert i ulike pakker eller transjer avhengig av kredittkvaliteten på lånet. Hver transje har blitt ratet, og historien viser at ratingen i en periode med sterkt kreditt- og markedsrisiko ikke har gitt et riktig bilde av risikoen.

Under mer normale markedsforhold vil rating være et godt verktøy for å klassifisere kredittrisikoen. Ratingen som benyttes av de store ratingbyråene er en internasjonal norm som gjør det mulig å sammenligne selskapers kredittrisiko på tvers av landegrensene.

Jo lavere rating jo høyere kredittpremie (større sannsynlighet for mislighold). Det bør i reglementet angis en nedre ratinggrense hvis man åpner for enkeltinvesteringer innenfor denne ratingklassen.

9.5.2.2 BIS-vekt

En annen kjent metodikk for kredittrisikokategorisering er BIS. BIS vekten uttrykker om kredittrisikoen antas å være lav eller høy på en skala fra 0% til 100%. Regelverket uttrykker kredittrisikoen på sektor nivå, type stat, kommune, industri etc.

Den nyeste versjonen av regelverket åpner for at rating kan legges til grunn for hvilken BIS vekt en enkelt debitor får. Et eksempel er industriselskap som normalt har en BIS vekt på 100%. En høy rating kan gjøre at BIS-vekten på det aktuelle selskap blir < 100% avhengig av selskapets rating.

Tabellen nedenfor gir eksempler på gjeldende BIS-vekting⁸

Utstederkategori	BIS-vekt
Fordringer på og fordringer garantert av De europeiske fellesskap samt stater og sentralbanker innen EØS eller OECD-området med unntak av stater som har reforhandlet sin utenlandske statsgjeld de siste 5 år.	0%
Fordringer på og fordringer garantert av norsk statsforetak tatt opp før 1. januar 2003	10%

⁸ Kilde: FOR 2006-12-22 nr. 1616: Forskrift om minstekrav til kapitaldekning i forsikringselskaper, pensjonskasser, innskuddspensjonsforetak og holdingselskap i forsikring, §5.

Fordringer på og fordringer garantert av norske kommuner	20%
Fordringer på og fordringer garantert av innenlandske finansinstitusjoner og utenlandske kredittinstitusjoner innen EØS eller OECD-området	20%
Industriselskap	100%
Investeringer i form av aksjer som er klassifisert som høy-risiko eller andre former for ansvarlig kapital som er klassifisert som høy-risiko. Følgende investeringer skal klassifiseres som høy-risiko:	150%
1. investeringer i såkornfond/såkornselskaper,	
2. investeringer i venturefond/ventureselskaper,	
3. direkte investeringer i den type selskaper som såkornfond/såkornselskaper og venturefond/ventureselskaper investerer i,	
4. investeringer i oppkjøpsfond/oppkjøpselskaper (Private Equity fond/-selskaper) og	
5. investeringer i eiendomsutviklingselskaper.	

BASEL II regelverket tillater også bruk av rating som grunnlag for risikovekt, jf. forskriften.

Ved investering i verdipapirfond (renter) vil man kunne se av fondets investeringsmandat hvilken kredittrisiko fondet kan ta. Grovt sett skilles det mellom om fondet kan investere i industriselskap eller ikke. For fond som kun kan investere i stat, kommune, bank og finans oppgis ofte BIS vekt på inntil 20%.

Eksempel på ordlyd fra vilkårlig utvalgte pengemarkedsfond:

- "Fondet investerer ikke i finansielle instrumenter som vekter høyere enn 20 % i kapitaldekningsregelverket."⁹
- "Fondet tilfredsstillere klassifiseringen av pengemarkedsfond med lav kredittrisiko hvor porteføljen kan investeres i papirer med "BIS"vekt mindre eller lik 20% (stat, statsgaranterte foretak eller finansinstitusjoner)"¹⁰
- "Utstedere kan være stat, kommuner, kraftselskap og aksjeselskap"¹¹.
- "Investeringene gjøres i rentebærende verdipapirer utstedt av norske selskaper og institusjoner"¹².

⁹ Kilde: Faktaark Nordea Likviditet 20

¹⁰ Kilde: Faktaark Storebrand Likviditet

¹¹ Kilde: Faktaark Skagen Høyrente

¹² Kilde: Faktaark DNB NOR Pengemarked (II)

De to siste eksemplene er fra fond som også investerer i industriselskap, men de øvrige fondene ikke kan gjøre det i henhold til sine vedtekter.

Det anbefales å lese gjennom faktaark, vedtekter, markedsrapport, årsrapport etc. før man investerer. En titt på fondets portefølje avdekker også hvilken kredittrisiko som tas.

9.5.2.3 Sektorrammer

I den grad det investeres i enkeltapirer anbefales det å gi rammer på sektornivå for å sikre en diversifisert kredittrisiko. BIS reglene, som er beskrevet ovenfor, gir en pekepinn på den generelle kredittrisikoen knyttet til de ulike sektorene.

Investeres det i fond vil man ved å velge fond som investerer i ulike sektorer og/eller kombinere fond med ulik sektorprofil oppnå en tilfredsstillende sektoreksponering.

Eksempel på sektorrammer norske renter;

Sektor	Maks andel pr. sektor i %
Stat	Inntil 100%
Kommuner og fylkeskommuner	Inntil 70%
Bank og finans	Inntil 50%
Industri (børsnoterte selskaper)	Inntil 10%

9.5.2.4 Ramme for største engasjement

Ramme for største engasjement kan gjelde på selskapsnivå eller på verdipapirfondsnivå. En pekepinn her kan være de forvaltningsbestemmelsene som gjelder for pensjonskasser og livselskap¹³.

Generelt gjelder at pensjonsforetak og livselskap ikke kan ha eiendeler utstedt av én utsteder eller ha fordringer på én debitor som tilsammen utgjør mer enn **4%** av de forsikringsmessige avsetningene. For lån til eller lån garantert av en kommune er rammen på **15%**.

For verdipapirfond er plasseringsgrensen satt til **10%** for UCITS fond og **4%** for nasjonale fond. Forvalter kan opplyse om hvilken godkjennelse fondet har i relasjon til disse rammene. Rammene for fond oppleves av bransjen som meget konservative, men kan sees på som en veileder for hva andre aktører reguleres etter.

Ved beregning av motpartsrisiko må alle motpartsrisikoer mot en debitor hensyntas, både for plasseringer og eventuelle derivater, valutakontrakter etc.

¹³ FOR 2007-12-17 nr. 1457: Forskrift om livsforsikringselskapers og pensjonsforetaks kapitalforvaltning

9.5.3 Renterisiko

I følge Forskriften representerer renterisiko 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).

Jo lengre løpetid en renteplassering har, jo større blir kursutslaget ved en renteendring. Ramme for renterisiko uttrykkes ved hjelp av durasjon som uttrykker en tidsvektning av renteinvesteringens kontantstrømmer. Jo høyere durasjon, jo større blir kursutsalget ved en renteendring. En 0% kupong obligasjon vil ha en durasjon lik løpetiden, mens en obligasjon med kupongrente (og samme forfallstidspunkt) vil ha en kortere durasjon som følge av de tidsvektede kupongutbetalingene.

Eksempel:

En renteendring på 1% vil gi følgende verdiutslag for en investering på kr. 25 mill:

Investering	Renterisiko	Verdiendring (+/-)
Pengemarkedsfond	0,25 år	kr. 62.500,-
Obligasjonsfond	3 år	kr. 750.000,-
Obligasjonsfond	5 år	kr. 1.250.000,-

Et rentefall gir positiv verdiendring, mens en renteoppgang gir negativt fortegn.

Det anbefales å etablere ramme for renterisiko for pengemarked og obligasjoner. Investeres det i globale obligasjoner anbefales det å etablere en egen ramme for disse. Investeres det i globale renter gjennom verdipapirfond vil disse normalt ha en durasjon rundt 5 år +. Norske obligasjonsfond har normalt en referansedurasjon på 3 år (ST4X), mens pengemarked enten har en durasjon på 3 eller 6 mnd. Investeres det i enkeltpapirer vil durasjon følge av investeringens egenskaper og vil kunne oppgis av megler.

Når det benyttes fond vil fondets referanseindeks gi uttrykk for hva som er fondets referansedurasjon.

Eksempel på ordlyd fra vilkårlig utvalgt obligasjonsfond:

- "Fondets referanseindeks er ST4X. Porteføljens gjennomsnittlige løpetid vil, avhengig av våre renteforventninger, ligge mellom to og fire år."¹⁴

9.5.3.1 Likviditetsrisiko

I følge Forskriften representerer likviditetsrisiko faren for at midler ikke kan transporteres til kontanter i løpet av en rimelig tidsperiode.

I tråd med Kommunelovens § 3 skal kommuner og fylkeskommuner ha midler til å dekke sine betalingsforpliktelser ved forfall. I henhold til Forskriften skal det legges vekt på lav finansiell risiko og høy likviditet ved forvaltningen av ledig likviditet og andre midler beregnet for driftsformål.

¹⁴ Kilde: Faktaark DnB NOR Obligasjon 20

Likviditetsrisikoen kan reguleres gjennom hvilke investeringer som tillates for den kortsiktige likviditeten. De mest aktuelle plasseringsformer vil være bankinnskudd, sertifikater og pengemarkedsfond. Betingelser knyttet til oppgjørstider bør være at midlene normalt er tilgjengelig på 0-3 dagers varsel. Det bør derfor kun investeres i verdipapirfond med korte oppgjørsfrister og/eller i et antall likvide verdipapirer med betryggende kursfastsettelse.

9.5.3.2 Valutarisiko

I følge Forskriften representerer valutarisiko faren for tap pga. kurssvingninger i valutamarkedet.

Ved investering i verdipapirer og fond som ikke er nominert eller valutasikret til norske kroner vil man ha en valutaeksponering. Verdien av investeringen i norske kroner vil være påvirket av endringer i bytteforholdet mellom norske kroner og den/de aktuelle valutasorten(e). Hvor mye valutaen svinger vil variere med markedet og valutasorten. Ved en investering i et globalt aksjefond vil man normalt ha en eksponering mot flere valutaer avhengig av fondets investeringer. Det er viktig å huske på at selv om man kjøper et globalt aksjefond forvaltet av en norsk forvalter og betaler i kroner, vil fondet ha en valutarisiko som følge av sine investeringer.

Siste ett til to år, har vist store svingninger i valutakurser målt mot norske kroner. Kronen har styrket seg mot alle de viktigste valutaene, noe som dermed har bidratt negativt til avkastningen.

Ved investering i globale rentepapirer og rentefond anbefales det å valutasikre investeringen. For renter vil valutakursendringer raskt kunne spise opp avkastningen. Mange globale rentefond tilbys i en valutasikret NOK klasse som gjør det administrativt enkelt å valutasikre.

De store livselskapene valutasikrer normalt sine aksjeinvesteringer, mens bildet er mer nyansert for pensjonskasser og andre. I vurderingen bør det tas hensyn til omfanget av investeringer i utenlandsk valuta i forhold til resten av porteføljen. Det kan være fornuftig å valutasikre en investering i globale aksjer, selv om det betyr å gi fra seg mulighetene til å få tilleggsgevinster ved en eventuell fremtidig svekkelse av kronen mot investeringsvalutaen.

I den grad man ønsker å valutasikre anbefales det at valutasikringen samsvarer med de største valutasortene man er eksponert i. Den effektive sikringsgraden vil variere over tid avhengig av verdiutviklingen for den aktuelle investeringen. Sikringsgraden må derfor overvåkes, og det må foretas en rebalansering ved behov. Det vil være forbundet kostnader med valutasikringen slik at det kan være fornuftig å rullere sikringene med f.eks 3-6 mnd. tidsintervaller. Her må det utvises skjønn avhengig av terminpremier, markedsforventninger, volatilitet i markedet etc. Ønskes en valutasikring er tommelfingerregelen en sikringsgrad for renter på 90 %-100 % og for aksjer på 70 %-90 %.

9.5.3.3 Aksjerisiko

Ved investering i aksjer er man eksponert for en generell markedsrisiko (systematisk risiko) og selskapsrisiko (usystematisk risiko).

I følge Forskriften er systematisk risiko forbundet med sannsynligheten for at det aktuelle aksjemarkedet vil stige eller falle – både på kort og lang sikt. 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.

Markedsrisikoen vil være til stedet så lenge man er investert i aksjer. Markedsrisikoen kan reduseres ved at man sprer investeringene på ulike geografiske markeder. Korrelasjonen mellom ulike geografiske aksjemarkeder er høy, men små aksjemarkeder (som f.eks Oslo Børs) tenderer til å svinge mer enn f. eks et globalt aksjemarked uttrykt ved verdensindeksen MSCI World. Det er derfor fornuftig å etablere rammer for hvor stor andel man kan investere i Norge, Globalt, Emerging Markets etc.

Den selskapsesifikke risikoen kan langt på vei diversifiseres bort ved at man velger å investere i en portefølje av aksjer. For å oppnå en god diversifisering bør det minst investeres i rundt 10-15 ulike aksjer. Investeres det gjennom aksjefond vil man automatisk ha en diversifisert portefølje.

Eksempel på ramme:

”Det gis anledning til å velge forvaltere med en aktiv forvaltningsstil som har dokumenterte resultater i form av høy risikojustert avkastning innenfor mandatene norske- og utenlandske aksjer.”

9.5.4 Finansielle derivater

I henhold til Verdipapirhandelloven¹⁵ § 2-2 omfatter derivater følgende finansielle instrumenter:

1. opsjoner, terminer, bytteavtaler (swaps), fremtidige renteavtaler (FRA), samt alle andre avledede kontrakter med fysisk eller finansielt oppgjør som relaterer seg til verdipapirer, valuta, renter, avkastningsmål, andre derivater, finansielle indekser eller finansielle måleenheter,
2. varederivater,
3. kredittderivater,
4. finansielle differansekontrakter,
5. andre instrumenter som ikke ellers omfattes av leddet her, men som har de samme karakteristika som andre avledede finansielle instrumenter.

Det er nedenfor valgt å referere til de retningslinjer som gjelder for pensjonskasser og livselskap¹⁶ da dette også bør være en rettesnor for kommuner og fylkeskommuner.

”§ 2-4 Anvendelse av derivater:

¹⁵ Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel

¹⁶ FOR 2007-12-17 nr. 1457: Forskrift om livsforsikringselskapers og pensjonsforetaks kapitalforvaltning

Derivater kan bare anvendes i den utstrekning de bidrar til å effektivisere kapitalforvaltningen. Derivater som nevnt i §3-1 første ledd nr. 18¹⁷ kan bare anvendes når derivatets underliggende er notert på regulert marked, eller når det foreligger betydelig handel med betryggende kursfastsettelse på derivatet.

Det skal angis i kapitalforvaltningsstrategien om derivater kan anvendes eller ikke. Kan derivater anvendes, skal kapitalforvaltningsstrategien konkret angi hvilke derivat som kan anvendes. Det skal videre klart fremgå hva formålet med derivatbruken er, herunder om derivatet skal anvendes for å redusere risikoen på andre eiendeler, og i tilfelle hvilke eiendeler dette er, eller om derivatet på annen måte brukes for å effektivisere forvaltningen.

Kapitalforvaltningsstrategien skal klart an vise hvilke metoder som skal benyttes for å anslå risikoen ved bruk av derivatene, og hvilken risiko som aksepteres. De metoder som benyttes for å anslå risikoen ved derivatene, skal være objektive og kontrollerbare.

Den enhet som utøver kapitalforvaltningen og den enhet som overvåker utøvelse skal til enhver tid ha god kunnskap om de derivater som benyttes og de metoder som anvendes for å vurdere risikoen ved derivatene.”

Motparter i derivatkontraktene bør være større solide finansinstitusjoner og telle med ved beregning av største engasjement. Motpartsrisikoen vil være forskjellig avhengig av type derivat og betingelsene i den individuelle kontrakten.

Handles det i derivater som eksempelvis FRA¹⁸s og standardiserte rentebytteavtaler (swaper) som har et betydelig handelsvolum vil markedsprisene være lett tilgjengelige hos markedsaktørene da det her stilles løpende priser (”market-making”). Ikke standardiserte swaper (”OTC”) er skreddersydd en ønsket eksponering og vil ha en mindre transparent prising og man vil kunne oppleve større prisavvik blant markedsaktørene. Eksempler på OTC swaper er avtaler med avdrag, forward start, avvikende rentefastsettelsestidspunkt (fiksing) etc.

9.6 Motparter

Eksempel på ordlyd knyttet til ramme for motparter ved transaksjoner med porteføljens aktiva:

- (a) Verdipapirforetak som har Kredittilsynets tillatelse til handel med finansielle instrumenter for annens regning i eget navn, i henhold til Lov om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr. 79.
- (b) Verdipapirfond som har Kredittilsynets tillatelse til å forvalte verdipapirandeler, i henhold til Lov om verdipapirfond av 12. juni 1981 nr. 52.
- (c) Utenlandske institusjoner som har tillatelse lignende det som er angitt i punkt (a) og (b) og som står under tilsyn av myndighet eller annet tilsvarende organ.

¹⁷ Derivater som ikke benyttes til å redusere risikoen på de eiendeler som følger av forskriftens §3-1

¹⁸ FRA = Forward Rate Agreements

10 Etablering av rammer for finansforvaltningen - Gjeld

10.1 Generelle retningslinjer for gjeldsforvaltningen

Formålet med gjeldsforvaltningen bør være å sikre stabil og forutsigbar tjenesteproduksjon i kommunen over tid. Gjeldskostnadene utgjør i de fleste kommuner en betydelig post i de årlige budsjettene. Konsekvenser av endringer i rentenivå får også betydning utover det enkelte budsjettår. Erfaringsmessig tar det også mer enn et budsjettår å legge om tjenesteproduksjonen i kommunen. Tidshorizonten for en strategi for gjeldsforvaltningen bør minst strekke seg ut gjeldende periode for handlingsplanen. Budsjett og handlingsplanen løper for en periode på 4 år.

10.1.1 Hjemmelen for opptak av lån

Kommunelovens § 50 regulerer formålene kommune kan finansiere. Det er ikke adgang til å ta opp lån til å finansiere løpende drift. Forøvrigt følger det av kommunelovens § 50 at som hovedregel kan følgende kan finansieres:

- Finansiere investeringer i bygninger og varige driftsmidler til eget bruk
- Refinansiering av gjeld
- Finansiering av egne lånefond
- Likviditetslån og avtale om trekkfasilitet for å finansiere variasjoner i likviditet over båret. Slike lån skal være nedbetalt ved tidspunktet for fastsettelse av årsregnskapet.
- Finansiering av videre utlån. Midlene skal her benyttes til investeringer

Lån kan også tas opp for å finansiere full forsikringsteknisk dekning i egne ansattes pensjonsordning ved flytting av pensjonsordningen fra f eks egen pensjonskasse til et livsforsikringselskap. Vilkåret er videre at den forsikringstekniske underdekningen skal være påløpt før 1. Januar 1988.

Kommunelovens § 50 angir også hvordan lånegjelden skal avdras. Løpetiden på finansieringen begrenses ved at løpetiden ikke kan overstige anleggsmidlenes vektete levetid. Innenfor denne begrensningen har den enkelte kommune stor frihet til å fastsette en hensiktsmessig løpetid på gjelden.

Særskilte bestemmelser

Dersom kommunen er registrert i register om betinget godkjenning og kontroll (ROBEK), jfr. kommunelovens § 60 nr. 1, skal alle låneopptak godkjennes av fylkesmannen.

10.2 Fastsettelse av strategi

10.2.1 Innledning

Det er særlig to spørsmål som står sentralt ved fastsettelse av gjeldsstrategi. For det første bør strategien ta stilling til hvordan virksomheten skal *finansieres*. For det andre bør det

være tydelige retningslinjer for *valg av rentebinding på gjelden*. Disse beslutningene får ofte betydning for finanskostnadene for flere år fremover. Konsekvensen av beslutningene bør således vurderes utover inneværende budsjettår. Det kan være naturlig å vurdere konsekvensene over tidsrommet handlingsprogrammet er fastsatt for.

Ulike låntakere har naturligvis ulik lånekostnad. For å skjelne mellom låntakeres kredittverdighet fastsettes låntakerens kostnad i forhold til NIBOR-renten med 3 måneders løpetid. Med denne referanserenten, NIBOR 3, kan låntakere sammenlikne lån med faste og flytende renter. Lån med fast rente kan omgjøres til et lån med en flytende rente på 3 måneder gjennom en rentebytteavtale og kan således enkelt sammenliknes med kostnaden for lånet med variabel (flytende) rentebinding.

Valg av rentebinding og finansieringsform er uavhengige beslutninger

Valg av rentebinding og finansieringsform foretas ofte samtidig. Det kan være hensiktsmessig, men valgene kan sidestilles med to uavhengige beslutninger:

Først identifiserer man den rimeligste kapitalkilden, dernest velger man rentebinding gjennom rentebytteavtaler i tråd med fastsatt strategi. En fordel ved en slik fremgangsmåte er lavere innlånskostnader som primært oppnås ved å konkurransenutsette transaksjonene.

Merk at opptak av lån og handel med finansielle instrumenter er unntatt fra bestemmelsene om offentlig anskaffelse. Likevel er det slik at det bør tilstrebes konkurranse ved å innhente tilbud fra minst to tilbydere.

Effekten av en slik konkurranse kan være betydelig. Oppnår kommunen en lavere rentekostnad på 0,02% på en finansiering på 100 millioner 7 års løpetid, innebærer det en besparelse på om lag 110 000. Ved et lån på 500 millioner med samme løpetid er besparelsen om lag 550 000.

Tilsvarende besparelser oppnås også ved konkurranseutsetting av handelen med finansielle instrumenter. Her har rentebytteavtaler vært det mest anvendte instrumentet. Merk at uten konkurranse står kommunen overfor en tilbyder som kan sette en pris som er langt høyere enn under konkurranse.

I det følgende gis det en nærmere vurdering av forhold knyttet til finansiering og rentebinding.

10.2.2 Finansiering

Kapitalkilder

Kommuner har generelt sett høy kredittkvalitet. Utfordringen i finansieringsarbeidet består i å ivareta kredittkvaliteten på mest mulig måte. Kommunen skal til enhver tid hente inn kapital der den er billigst. I det norske markedet hentes kapitalen hovedsakelig fra bank,

livselskap og kapitalmarkedet.¹⁹ Instrumentene som anvendes er først og fremst banklån, sertifikat- og obligasjonslån.

Lån fra utenlandske lånekilder har hittil ikke vært særlig konkurransedyktig for små og mellomstore kommuner. I den grad man velger å ta opp lån i utenlandsk valuta, bør disse sikres til norske kroner.

Låneavtaler

Ved opptak av lån fra bank benyttes enkle gjeldsbrevlån. Ofte har man en adgang til å innfri eller nedbetale med en kort varslingsfrist. Mindre fleksibilitet har kommunen ved opptak av obligasjonslån. Nedbetaling kan i hovedsak bare gjennomføres i tråd med låneavtalens bestemmelser.

Obligasjonslån kan børsnoteres for å skape en markedsplass og interesse for kommunen som utsteder. Børsnotering er en mulighet og ikke et krav. Ofte bør det være betydelige lån som skal tas opp på regelmessig basis for å gjennomføre en børsnotering.

Det er hensiktsmessig å oppnevne en tillitsmann for lån tatt opp i obligasjonsmarkedet. Tillitsmannen vil overvåke låneavtalens bestemmelser og være en representant overfor investorene i kommunens lån.

Prisen på kreditt

Prisen for å gi kreditt til kommuner, kredittpremien, varierer over tid. Den kan enklest måles ved å sammenlikne prisen kommunen betaler for innlån med referanserenten NIBOR. Forskjellen omtales ofte som en spread i forhold til NIBOR. Denne spreaden vil variere over tid, og det kan være fornuftig å spre denne kredittrisikoen over tid ved dels å velge lån med ulik løpetid, dels å fastsette en fast kredittpremie også for den del av gjelden som løper med en variabel rentebinding.

Refinansiering

Det er fornuftig å sette et tak for hvor mye av gjelden som kan forfalle innen 1 år. Taket bør fastsettes etter den enkelte kommunes finansielle evne. Taket kan fastsettes enten som en andel av den totale gjelden til enhver tid, eller som et maksimalt beløp. Det viktige her er å ha et forhold til hva som er akseptabel refinansieringsrisiko for den enkelte kommune.

10.2.3 Rentebinding

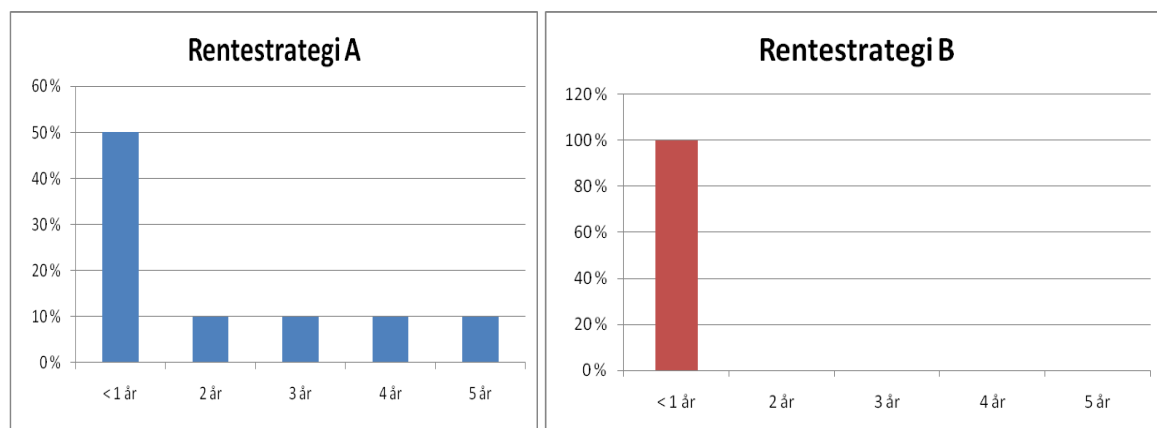
Valg av rentebinding omtales her som rentestrategi. Valg av rentebinding kan påvirkes av flere forhold. En strategi med variabel rentebinding, har gjennom de siste tyve årene gitt de laveste gjeldskostnadene. Det bør likevel ikke oppfattes som noen sikkerhet for at det vil lønne seg med flytende rente de kommende ti eller tyve årene. Hensynet til forutsigbarhet og finansiell bæreevne kan dessuten kreve en annen tilpasning. I så måte er et av de viktigste spørsmålene hvor mye av den totale gjelden som bør løpe med variabel rentebinding og hvordan den faste renten skal bindes.

¹⁹ Med kapitalmarkedet menes bla obligasjons- og sertifikatmarkedet.

En tilnærming til denne problemstillingen kan være å analysere gjeldskostnaden for ulike gjeldsstrategier. Den gjeldsstrategien som gir lavest gjeldskostnad over tid bør legges til grunn.

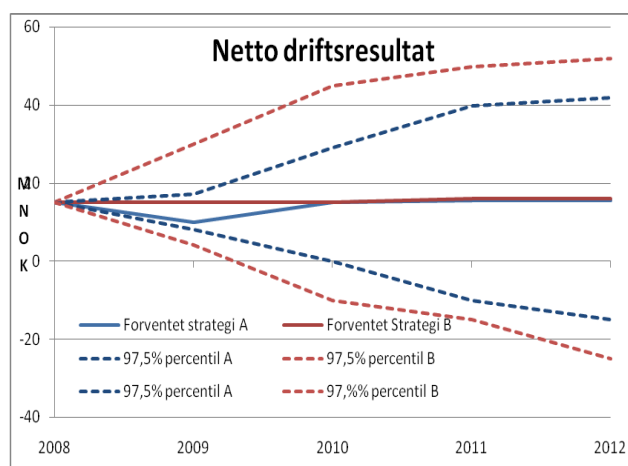
Eksempel

Ved vurdering av rentestrategi kan man sammenlikne utfallet ved 2 strategier. Alternativ A har 50% av gjelden bundet fast med like andeler over 5 år og 50% av gjelden med variabel rentebinding. Alternativ B velger å la hele gjelden løpe med variabel rente.



For å kunne ta stilling til disse strategiene bør man forsøke å få frem hvor mye rentekostnadene kan variere i en periode, for eksempel over den løpetiden budsjett og handlingsprogrammet er fastsatt for.

Dette er illustrert i figuren nedenfor. Figuren viser forventet utvikling i driftsresultat ved strategiene. Samtidig vises også variasjonen i driftsresultat som kan oppstå ved strategiene.



Strategien med bare variabel rentebinding har en høyere spredning i driftsresultatet. Strategien med halvparten av gjelden bundet fast vil gi noe lavere driftsresultat på kort sikt, men gevinsten er samtidig større forutsigbarhet ved at spredningen i forventet driftsresultat er lavere.

Analysen skal være et hjelpemiddel til å vurdere langsiktige konsekvenser av investerings- og driftsplaner i kommunen. I denne sammenheng, bør kommunen som tidligere nevnt passe på at det er et veloverveid forhold mellom risikoen man bærer på begge sider av balansen.

Ved fastsettelsen av netto rentebærende gjeld, bør det også tas hensyn til om det foreligger ordninger der rentekostnaden helt eller delvis refunderes. Slike ordninger finnes blant annet for skoler, kirker, sykehjem og omsorgsboliger.

10.2.4 Anvendelse av finansielle instrumenter i gjeldsforvaltningen

Finansielle instrumenter kan være effektive verktøy i styring av rentestrategien. Det bør imidlertid stilles særskilte krav til hvilke finansielle instrumenter som kan anvendes i gjeldsforvaltningen. Videre bør det også redegjøres for med hvilke motparter man kan inngå avtale om finansielle instrumenter. Som hovedregel bør det etableres en rammeavtale for handel med finansielle instrumenter mellom kommunen og den aktuelle motpart.

Videre bør det utvises stor varsomhet med å utstede lange finansielle instrumenter. Finansielle instrumenter bør også fortrinnsvis knyttes til underliggende lån på balansen. Videre bør det være krav om markedsverdivurdering av alle utestående finansielle instrumenter.

Det kan være fornuftig å begrense utstedelsen av finansielle instrumenter. Det kan gjøres ved å sette et absolutt tak for volumet av utestående finansielle instrumenter.

Finansielle instrumenter som har stor umiddelbar kontantstrømseffekt, for eksempel rentefutures, bør som hovedregel ikke anvendes i forvaltningen med mindre det er særskilte grunner som taler for det.

Det bør være et absolutt krav at det utarbeides regelmessige oversikter over alle avtaler med finansielle derivater som kommunen har inngått i forbindelse med gjeldsforvaltningen. Oversikten bør minst utarbeides ved avleggelse av delårs- og årsregnskap.

10.2.5 Vurdering av finansielle instrumenter i årsregnskapet

I henhold til kommuneloven § 48 og forskrift om årsregnskap § 7 skal regnskapet føres i samsvar med god kommunal regnskapsskikk. For finansielle instrumenter, herunder spesielt derivater, finnes det i dag ingen særskilte standard for God Kommunal Regnskapsskikk for behandling av slike instrumenter.

Finansielle derivater kan i økonomisk forstand ofte sidestilles med lån. Følgende eksempel kan illustrere dette:

Kommunen kan i dag få utbetalt et kontant beløp under en rentebytteavtale mot å betale tilbake en nærmere fastsatt kontantstrøm over en avtalt periode. Finansielt sett er dette et lån, men formelt sett regulert i gjennom en rentebytteavtale. Forpliktelsen bør reflekteres i årsregnskapet. Flexibiliteten ved denne type avtaler er god, men den har sin pris og nødvendigheten av å inngå dem bør alltid underlegges en kritisk lønnsomhetsvurdering, der en først forsikrer seg om at en har forstått innholdet av transaksjonen fullt og helt.

Alle slike finansielle avtaler bør vurderes til virkelig verdi ved avleggelse av årsregnskapet. GKRS no 6 om noter til årsregnskapet legger her visse føringer. Den foreløpige standarden krever bl.a. at opplysninger om forhold som er viktige for å bedømme kommunens

økonomiske stilling og resultatet av virksomheten, som ikke fremgår av årsregnskapet, samt om andre forhold av vesentlig betydning for kommunen bør fremgå i notene.

Enkelte kommuner har byttet om fremtidige inntekter, fra spesielt konsesjonskraft, til kontanter i dag gjennom rentebytteavtaler. Justisdepartementets lovavdeling legger imidlertid til grunn at å bytte bort nåverdien av konsesjonskraftinntekter over en årrekke gjennom²⁰ rentebytteavtaler faller inn under kommunelovens § 50 om opptak av lån. Slike avtaler skal derfor behandles i kommunens budsjett og handlingsprogram.

Se i denne forbindelse KRDs brev publisert 18.04.08 om Kommunelovens §50 og §54, hvor det fremgår eksplisitt at rentebytteavtaler med netto utbetaling ved avtaleinngåelse, etter departementets vurdering må anses som lån etter Kommuneloven §50. Der påpekes det også at verken en kommunes nåværende eller framtidige krav på skatter eller avgifter av noen type, kan overdras, uten at det vil innebære brudd på Kommunelovens §54.

10.2.6 Innkjøp av gjeldsforvaltningstjenester

Enkelte kommuner velger å la gjeldsforvaltningen foregå i ekstern regi. Ved valg av gjeldsforvalter kan det være aktuelt å vurdere hva tjenesten skal omfatte, herunder avgrense omfanget av forvalters fullmakter i forhold til oppfølging av fastsatt strategi, hva det skal rapporteres på og når, samt beskrive innhold av eventuell rådgivning. Forvalters mandat må presiseres og ikke minst bør forvalters kompetanse evalueres i forhold til mandatet. Kommunen bør spesielt sjekke forvalters konsesjon og grad av uavhengighet, samt sørge for en klargjøring av hvordan tjenestene prises.

Nærmere om finansreglementet

10.3 Omfang

Forskriften gir overordnede retningslinjer for kravet til innholdet i finansreglementet. Da omfanget av finansforvaltningen varierer fra kommune til kommune vil kravet til innhold være forskjellig. Kommune A med betydelige langsiktige finansielle aktiva vil måtte ha et betydelig mer omfattende reglement enn kommune B som i hovedsak har kortsiktig likviditet til forvaltning. Rammer for finansiell risiko som omtalt i kapittel 8 vil for kommune A være betydelig mer omfattende enn for kommune B. På gjeldssiden vil omfanget også variere fra kommune til kommune, men hovedlinjene vil være mer like.

Det er viktig at hver kommune utarbeider et reglement som er tilpasset egen virksomhet. Reglementet skal gi rammer for den finansforvaltningen kommunen bedriver, og omfatte den finansielle risiko kommunen er eksponert for. Videre må det etableres rutiner for oppfølging og rapportering av den finansvirksomheten kommunen har.

²⁰ Lån kan også tas opp gjennom rentebytteavtaler ved å avtale at man i dag får utbetalt et kontantbeløp mot å betale en høyere rente enn markedsrenten til motparten.

Det er i punktet under gitt et eksempel på en typisk innholdsfortegnelse i et finansreglement med utgangspunkt i de krav forskriften stiller. Oversikten er ment som en veiledning til struktur i dokumentet, og som nevnt over vil ikke alle punktene være aktuelle for alle kommuner.

Rammene som etableres må være tilpasset det formålet kommunen har med sin finansforvaltning. Rammene bør være finansfaglig fundert, og kapitlene foran gir nyttig bakgrunnsinformasjon for å definere eget innhold i reglementet. Ved å etablere tydelige rammer for finansiell risiko vil omfanget av finansiell risiko være definert og målsatt samt lett å følge opp.

10.4 Eksempel på innholdsfortegnelse

1 Formål

1.1 Målsetting

1.2 Risiko- og avkastningsmål

1.3 Likviditetsmål

1.4 Bufferkapital

1 Overvåking av kapitalforvaltningen

1.1 Krav til rapportering /rutiner for overvåking

1.2 Risikoanalyser

2 Organisasjon og ansvarsdeling

2.1 Fullmakter

2.2 Intern organisering

3 Plasseringsbestemmelser

3.1 Overordnede rammer ledig likviditet og andre midler beregnet for driftsformål

3.1.1 Strategisk aktivafordeling

3.1.2 Referanseindekser

3.1.3 Tillatte aktivaklasser og produkter

3.2 Overordnede rammer langsiktige finansielle aktiva

3.2.1 Strategisk aktivafordeling

3.2.2 Referanseindekser

3.2.3 Tillatte aktivaklasser og produkter

3.2.4 Ramme for rebalansering

3.3 Forvaltningsstruktur

3.3.1 Mandatstruktur

3.3.2 Bruk av finansielle derivater

3.4 Rammer for finansiell risiko

3.4.1 Kredittrisiko

3.4.2 Renterisiko

3.4.3 Likviditetsrisiko

3.4.4 Valutarisiko

3.4.5 Aksjerisiko

3.1 Etske retningslinjer

3.2 Motparter finansielle transaksjoner

3.3 Bruk av depot

3.4 Bruk av uavhengig kompetanse

3.5 Seleksjonskriterier og oppfølging av kapitalforvaltere

3.5.1 Eksterne forvalteres kompetanse

3.5.2 Andel av kapitalforvalterens forvaltede kapital

3.5.3 Utvalgskriterier for kapitalforvaltere

3.5.4 Oppfølging av kapitalforvaltere

4 Gjeld

4.1.1 Generelle retningslinjer for gjeldsforvaltningen

4.1.2 Hjemmel for finansiering

4.1.3 Fastsettelse av strategi

4.1.4 Rammer for finansiering

4.1.5 Rammer for rentestyling

4.1.6 Anvendelse av finansielle instrumenter i gjeldsforvaltningen

4.1.7 Innkjøp av gjeldsforvaltning

4.1.8 Oppfølging og kontroll av gjeldsforvaltningen

5 Rapportering og oppfølging

5.1.1 Formål

5.1.2 Ansvar

5.1.3 Krav til rapportinnhold

5.1.4 Administrasjonens rapportering til Kommunestyret

Vedlegg 1

Finansielle ord og uttrykk

Aksje

Eierandel i aksjeselskap. Aksjeeierne er ikke personlig ansvarlige for selskapets forpliktelser. Alle aksjer (av samme klasse) gir lik rett i selskapet. Gjennom generalforsamlingen utøver aksjeeierne den øverste myndighet i aksjeselskapet. Se også grunnfondsbevis.

Aksjeforvaltning

Styring og oppfølging av en portefølje av aksjer (eller andre egenkapitalinstrumenter).

Aksjeindekser

En aksjeindeks angir den gjennomsnittlige avkastningen for de aksjer som inngår i indeksen. Noen aksjeindekser utarbeides av aksjebørser, mens andre utvikles av for eksempel konsulentselskaper, aviser eller investeringsbanker. Det kan være flere ulike indekser i hvert land, og det finnes noen internasjonale indekser basert på at et sett med landindekser er veid sammen. Disse angir gjerne også avkastningen fordelt på ulike bransjer. Det er betydelige forskjeller mellom aksjeindekser, både når det gjelder hvor stor del av et lands aksjemarked som er dekket, og med hensyn på beregningsmetoder. Aksjeindekser brukes ofte som sammenligningsgrunnlag ved vurdering av den avkastning aksjeforvaltere oppnår. Da er det viktig at den som utarbeider en aksjeindeks viser åpenhet om hvordan indeksen er laget og hvilke regler som brukes ved endringer av indeksen. Det er videre viktig at indeksene konstrueres av andre enn de som forvalter porteføljene (av hensyn til en realistisk resultatmåling). Det er meget arbeidskrevende å konstruere og vedlikeholde internasjonale aksjeindekser, og det er få miljøer som har etablert internasjonale indekser som tilfredsstillende nødvendige krav om dokumentasjon, forutsigbarhet og åpenhet.

Aksjeindekserte obligasjoner:

En aksjeindeksobligasjon er en obligasjon der avkastningen er knyttet til kursutviklingen på ett eller flere aksjemarkeder. Gjennom en aksjeindeksobligasjon kombineres tryggheten i en obligasjon med aksjemarkedets høye forventet avkastning. Investor får ved forfall tilbake investert beløp sammen med et tilleggsbeløp som bestemmes av aksjemarkedets stigning over løpetiden. Kostnadene ved en slik investering vil være høyere enn for aksjefond og direkte investeringer i aksjer.

Aktiv forvaltning

Forvalterne velger selv verdipapirer som man på basis av egne analyser og vurderinger gir best avkastning. Motstykket til aktiv forvaltning er passiv forvaltning, det vil si at forvalterne kun har som mål å oppnå den samme avkastningen som på nærmere angitte indekser av aksjer eller obligasjoner. Norges Bank setter klare rammer for de eksterne forvaltningsorganisasjoner som velges for å drive aktiv forvaltning. De blir løpende vurdert i forhold til definerte indekser, og de er pålagt en maksimal ramme for det forventede avviket fra disse indeksene.

Aktivklasser

Ulike typer verdipapirer, som for eksempel aksjer og obligasjoner.

Allokering

Allokeringsfunksjonen består i å fordele de midler som skal investeres på ulike markeder og aktivaklasser. Taktisk aktivaallokering består i å velge andre aktiva-eller markedssammensetninger enn i referanseporteføljen, med sikte på å oppnå høyere avkastning.

Arbitrasje

Samtidig kjøp og salg av like eller svært like aktivum, med sikte på å tjene penger på prisforskjellen mellom dem. For eksempel kan aksjer i samme selskap omsettes til litt ulike priser på to børser. Dersom prisforskjellen er stor nok til å dekke transaksjonskostnadene, vil det lønne seg å kjøpe papiret på den billigste børsen og selge det på den dyreste.

Basel II

Nye kapitaldekningsregler fra 2007, og som tar bedre hensyn til ulike former for risiko -kredittrisiko, markedsrisiko, operasjonell risiko og annen risiko. Basel II har tre pilarer, I er tekniske beregninger av kapitalkrav som definerer minimum ansvarlig kapital, II gjelder tilsynet med risiko og kapitalbehov, og III er regler om informasjon som skal gjøres offentlig tilgjengelig. Basel II er en global standard som vil gjelde for store banker verden over og for alle banker i EØS-området gjennom Kapitalkravsdirektivet.

Basispunkt

Et basispunkt er ett hundredels prosentpoeng. Måleenheten brukes særlig til å angi kostnader og avkastningsforskjeller i kapitalforvaltning.

Benchmark

Sammenligningsgrunnlag. I rentemarkedet benyttes ofte renten på statspapirer som benchmark, mens ledende aksjeindekser benyttes som benchmark i aksjemarkedet.

Beta – verdi

Et uttrykk for hvordan en aksjes kurs svinger i forhold til det samlede markedet. Verdier større enn 1,0 innebærer at svingningene er større enn markedets.

BIS (Bank for International Settlements)

Den internasjonale oppgjørsbanken -er lokalisert i Basel i Sveits. BIS har til oppgave å fremme samarbeidet mellom sentralbanker. Norges Bank har vært medeier i BIS siden 1931. BIS er et utredningsorgan og diskusjonsforum for medlemsbankene.

Bufferkapital

Et nøkkeltall som benyttes til å beskrive den risikobærende evnen til livsforsikringselskaper. Lav bufferkapital innebærer liten risikobærende evne. Bufferkapitalen er definert som: Ansvarlig kapital utover 8 prosent av beregningsgrunnlaget + tilleggsavsetninger + kursreguleringsfond.

Depotinstitusjon

Vanligvis en bank. En depotinstitusjon sikrer at den enkelte kundes verdipapirer er riktig registrert og "oppbevart" i verdipapirsentralene der papirene er utstedt. Et depot har viktige

funksjoner ved oppgjør av verdipapirhandler og yter også regnskapstjenester. Det kan videre avtales tilleggstjenester, som overvåking av eksterne forvaltere og utlån av verdipapirer.

Derivat

En finansiell kontrakt hvor verdien avhenger av verdien til en underliggende variabel på et fremtidig tidspunkt. Derivater med priser på finansielle aktiva, råvarer som underliggende variabel er definert som finansielle instrumenter i verdipapirhandelloven. Opsjoner og terminkontrakter er eksempler på derivater.

Differanseavkastning

Differansen mellom avkastningen i en faktisk portefølje og avkastningen på en referanseportefølje. Positiv differanseavkastning kalles meravkastning, negativ kalles mindreavkastning.

Diversifikasjonsgevinster

En viktig del av kapitalforvaltning består i å veie forventet avkastning mot risiko. Man vil gjerne ha en portefølje av verdipapirer der forventet avkastning er så høy som mulig gitt den risiko man er villig til å ta. For å finne den beste avveiningen kan man først "luke bort" de porteføljer som er slik at risikoen enkelt kan reduseres uten at det reduserer forventet avkastning. En måte å oppnå dette på er å diversifisere eller spre en portefølje på flere aktivaklasser, flere verdipapirer innen hver aktivaklasse og flere land.

Durasjon

Renteinstrumenter har en pålydende verdi som tilbakebetales til kjøperen ved forfall og rentekuponger som vanligvis betales til kjøperen på faste tidspunkter gjennom løpetiden. Til sammen utgjør dette instrumentets kontantstrømmer til kjøperen. Durasjon er den gjennomsnittlige tid det tar før disse kontantstrømmene mottas. Kontantstrømmene veies med størrelsen, slik at tilbakebetalingstidspunktet for pålydende verdi vanligvis får størst vekt. Det betyr at durasjonen kan betraktes som en korrigert løpetid for instrumentet. Durasjonen er aldri lenger enn løpetiden, og rentekuponger gjør at den vanligvis er kortere. Durasjonen (egentlig modifisert durasjon) er dessuten et mål for hvor følsomt prisen på instrumentet er for renteendringer (hvor mange prosent prisen reduseres med når renten øker med en prosent). Lang durasjon betyr at prisen er svært følsom for renteendringer.

Effektiv rente

Avkastningen (gjort om til årlig rente) man vil oppnå ved å investere i et rentepapir til dagens kurs og sitte på det til forfall. Kalles også yield.

Emisjon

Innhenting av kapital ved utstedelse av verdipapirer. Ved en aksjeemisjon blir det utsteder tilført ny egenkapital, mens ved utstedelse av obligasjons- og sertifikatlån blir utsteder tilført fremmedkapital.

Finansforvaltning:

Omfatter plassering og forvaltning av ledig likviditet og andre midler beregnet til driftsformål, samt forvaltning av gjeldsporteføljen og øvrige finansieringsavtaler.

Finansiell stabilitet

Finansiell stabilitet innebærer at det finansielle systemet er robust overfor forstyrrelser i økonomien, slik at det er i stand til å formidle finansiering, utføre betalinger og omfordele risiko på en tilfredsstillende måte. Erfaringsmessig bygger grunnlaget for finansiell ustabilitet seg opp i perioder med sterk vekst i gjeld og formuespriser. Bankene har en sentral rolle i kredittytting og betalingsformidling. Bankene er således viktige for finansiell stabilitet.

Finansielle instrumenter

Omfatter etter verdipapirhandelloven omsettelige verdipapirer som aksjer, grunnfondsbevis, obligasjoner og sertifikater. I tillegg kommer blant annet verdipapirfondsandeler, pengemarkedsinstrumenter og derivater med verdipapirer eller varer som underliggende.

Finansieringsselskap

Selskap som har konsesjon til å drive finansieringsvirksomhet, men som ikke er bank, forsikringsselskap eller låneformidlingsforetak. Virksomhetsområder er for eksempel leasing, kundefordringer (factoring) og kredittkortutlån. I motsetning til kredittforetak er finansieringsselskap ikke obligasjonsutstedende.

Finansinstitusjoner

Selskap, foretak eller annen institusjon som driver finansieringsvirksomhet, med unntak av offentlige kredittinstitusjoner og fond, verdipapirfond, verdipapirforetak m.m. Finansinstitusjon brukes som samlebetegnelse for banker, finansieringsforetak og forsikringsselskaper.

Finansportefølje

Består av låneportefølje og likvide midler.

Foliorenten

Renten bankene får på sine innskudd fra en dag til den neste i Norges Bank. Foliorenten er det viktigste virkemiddelet i pengepolitikken.

FRA-rente

Forward Rate Agreement. Fremtidig renteaftale. Avtale mellom to parter om å fastlåse rentesatsen på et fremtidig innlån eller utlån for en gitt periode.

Fremmedkapital

Den kapital et foretak bl.a. bringer til veie ved å ta opp obligasjonslån eller andre lån. Fremmedkapital skal tilbakebetales.

Futurekontrakter

En futurekontrakt er en avtale om å levere en eiendel eller dens pengeverdi på en forhåndsbestemt dag til en forhåndsbestemt pris. Aksjefuturekontrakter handles på børs på samme måte som aksjer. Mange land har vel utviklede markeder med lave transaksjonskostnader. Handel med aksjefuturekontrakter er derfor et kostnadseffektivt virkemiddel for å foreta endringer og justeringer i en aksjeportefølje. Det handles også futurekontrakter på renteinstrumenter.

Gjenkjøpsavtale

Salg av verdipapirer der man samtidig gjør en avtale om å kjøpe papirene tilbake på et senere tidspunkt til en avtalt pris.

Grunnfondsbevis

Et verdipapir som ligner på en aksje, men som skiller seg fra en aksje med hensyn til eierrett til selskapsformuen og innflytelse i selskapets organer. Grunnfondsbevis kan utstedes av sparebanker, kredittforeninger og gjensidige forsikringsselskaper for å tiltrekke seg ny kapital.

Hedgefond

En samlebetegnelse på verdipapirfond der forvalterne søker å ta posisjoner i ulike retninger for å unngå en ensidig risikoeksponering i porteføljen. "Hedging" betyr å skaffe seg sikring mot risiko, men formålet er også høy avkastning. Forvaltningen baseres gjerne på å utnytte ulike typer av ineffisienser i markedene. Fondene er stort sett private og lukkede og tilbys ikke til det brede publikum. Dermed har de ikke vært underlagt like strenge reguleringer fra myndighetene som ordinære verdipapirfond.

IMM-dager

Vanlig brukte forfallsdager for standardiserte pengemarkedsprodukter (forkortelsen står for International Money Market).

Indeksforvaltning

En indeksforvalter skal oppnå om lag samme avkastning som en nærmere angitt indeks av aksjer eller obligasjoner. Om disse indeksene er bredt definert og favner om store deler av markedene vil man med indeksforvaltning oppnå omtrent samme avkastning som gjennomsnittet av markedet.

Kapitaldekning:

Den ansvarlige kapital (egenkapital samt ansvarlig lånekapital) en finansinstitusjon er pålagt å holde for å kunne tåle tapssituasjoner, målt i prosent av totalkapitalen.

Korrelasjon

Korrelasjonen mellom to variable beskriver graden av samvariasjon. Dersom korrelasjonen er lik 1 beveger de to variablene seg alltid helt i takt. Dersom det er null korrelasjon, beveger de seg helt uavhengig av hverandre

KPI (Konsumprisindeksen)

Konsumprisindeks. Indeks som måler veksten i konsumprisene (se inflasjon).

KPI-JAE

Et mål på veksten i konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer. KPI-JAE er et mål på den underliggende prisstigningen.

Kredittforetak:

Som kredittforetak regnes foretak som etter sine vedtekter i hovedsak finansierer utlånsvirksomheten ved utstedelse av obligasjoner.

Kredittrisiko

Risiko for at motpart ikke oppfyller sine forpliktelser i henhold til avtale. I et låneforhold består kredittrisikoen i at låntager ikke oppfyller låneavtalen.

Likviditetspremie

Ulike verdipapirer er mer eller mindre lett omsettelige. I de fleste land omsettes det statsobligasjoner for store beløp hver dag, mens det for enkelte obligasjoner utstedt av private selskaper kan være vanskelig å finne en kjøper eller selger om en ønsker å foreta en handel. Papirer som det vanskelig å få solgt har gjerne litt høyere avkastning på grunn av det. Denne meravkastningen kalles en likviditetspremie.

NIBOR (Norwegian Inter Bank Offered Rate)

NIBOR -Norwegian Inter Bank Offered Rate (Norsk eurorente) -er valutaswaprenter. Disse valutaswaprentene kvoteres på blant annet Reuters side NIBQ og NIBP for løpetidene Tomorrow/next, 1 uke, 2 uker og fra 1 måned opp til 12 måneder. På Reuters side NIBQ og NIBP er alle rentesatsene indikativt fremviste høyresider ("offer"), det vil si hva de største bankene i det norske kronemarkedet i utgangspunktet er villig til å tilby likviditet til gjennom valutabytte. Kvoteringen er slik at høyeste og laveste rente strykes, og gjennomsnittet av de resterende indikative rentene blir presentert på Reuters. All interbankhandel i valutaswapmarkedet skjer imidlertid til vilkår omtrent midt mellom venstre-og høyresiden, det vil si til noe lavere renter enn de fremviste på Reuters side NIBQ og NIBP.

Nullkupongobligasjon

En obligasjon uten rentebetalinger. Nullkupongobligasjoner legges ut til underkurs, dvs. til en kurs lavere enn pålydende verdi, og løses inn til pålydende verdi ved forfall.

Obligasjoner

Standardisert omsettelig lån med opprinnelig løpetid på minst ett år. Betingelsene ved et obligasjonslån, slik som løpetid, rente, renteutbetalingsdatoer og eventuelle rentereguleringsbestemmelser, avtales ved utstedelsen av lånet.

Opsjoner

Man skiller mellom kjøpsopsjoner og salgsopsjoner. En kjøpsopsjon (salgsopsjon) er en rett, men ikke plikt til å kjøpe (selge) et underliggende aktivum til en på forhånd avtalt pris. Mulige underliggende aktiva er aksjer, valuta, råvarepriser m.m.

Portefølje

Brukes om samlet mengde av de verdipapirer som et fond blir investert i. Statens pensjonsfond -Utland (tidligere Statens petroleumsfond) portefølje består blant annet av aksjer, aksjefuturekontrakter, obligasjoner, pengemarkedsplasseringer, rentefuturekontrakter og valutaterminkontrakter.

Realrente

Realrenten er nominell rente korrigert for prisstigning (inflasjon).

Rentepapirer

Fellesbetegnelse for obligasjoner, sertifikater og statskasseveksler.

Renterisiko

Risiko for potensielt tap i form av redusert markedsverdi som følge av fluktasjoner i renten.

Renteswap (rentebytteavtale)

Avtale mellom to parter om å bytte framtidige rentebetalinger knyttet til en bestemt hovedstol. Selve hovedstolen blir normalt ikke vekslet. Slike avtaler gjør det i prinsippet mulig å skille valget av rentebinding fra valget av låneinstrument.

Risikopremie

Den ekstra avkastningen en investor forventes å oppnå ved en risikabel investering i forhold til en risikofri investering. Investeringer i statlige rentepapirer benyttes vanligvis som det risikofrie sammenligningsgrunnlaget, selv om ingen investeringer er helt uten risiko.

Sertifikat

Standardisert omsettelig lån med løpetid på inntil 12 måneder (ett år). Se også obligasjon.

Short-salg (mangelsalg)

Salg av verdipapirer man mangler på salgstidspunktet. På avtalt leveringsdato må imidlertid selgeren ha papiret, enten etter å ha kjøpt det eller ved å ha lånt det av en tredjepart. Mangelsalg vil være lønnsomt dersom prisen har sunket når verdipapiret kjøpes. Det er restriksjoner på adgangen til mangelsalg i mange markeder.

Spread

Brukes generelt om forskjellen mellom to priser. I verdipapirmarkeder brukes spread om forskjellen mellom salgs- og kjøpskurs på et verdipapir. I obligasjonsmarkedet tar ikke meglerne direkte betalt for sine tjenester, men stiller i stedet ulike kurser for kjøp og salg.

Standardavvik

Standardavvik er et mål som viser hvor mye verdien av en variabel kan ventes å svinge. For en konstant verdi vil standardavviket være lik 0. Høyere standardavvik betyr større svingninger.

Statskasseveksel

Et standardisert omsettelig lån utstedt av den norske stat med løpetid under ett år og ingen rentebetalinger. Se også nullkupongobligasjon.

Stresstest

Test for å måle effekten av forhåndsdefinerte markedssjokk. Eksempler på mulige stresstestscenarier er 30 prosents aksjekursfall og 2 prosent renteøkning.

Swap

Avtale mellom to parter om å bytte fremtidige kontantstrømmer. For eksempel kan den ene parten betale den andre flytende rente, mens den selv mottar fast rente.

Value at Risk (VaR)

Metode for å måle markedsrisiko. Beregningen av VaR baserer seg vanligvis på antagelsen om at den senere tids kurssvingninger (volatilitet) er representative for kurssvingningene i den nærmeste fremtid. VaR angir det potensielle verditapet for en portefølje av finansielle aktiva i løpet av en gitt tidsperiode for et gitt konfidensnivå.

Valutaopsjoner

En rett, men ikke plikt, til å kjøpe eller selge et bestemt beløp valuta til en på forhånd avtalt valutakurs.

Valutarisiko

Risiko for potensielt tap i form av redusert markedsverdi som følge av fluktasjoner i valutakursen.

Valutaswapmarkedet

Et marked der to aktører i dag foretar et bytte mellom to valutaer med avtale om å reversere byttehandelen på et fremtidig tidspunkt til et bestemt kursforhold mellom de to valutaer (valutabytteavtale).

Volatilitet

Et statistisk mål for svingningene i en tidsserie.

VPS (Verdipapirsentralen)

Verdipapirsentralen ASA er et norsk allmennaksjeselskap med konsesjon til å registrere rettigheter til aksjer, obligasjoner og andre finansielle instrumenter med rettsvirkninger etter verdipapirregisterloven. Selskapet foretar avregning og oppgjør for handel med finansielle instrumenter i det norske verdipapirmarkedet. I tillegg tilbyr VPS ASA en rekke tjenester i forbindelse med emisjoner, utbytteutbetaling mv. overfor selskaper som er registrert i VPS.

Kilde: Norges Bank (http://www.norges-bank.no/Templates/Article_11598.aspx)

Vedlegg 2

Andre hjelpemidler

Arbeidsfellesskapet Kommunepartner har i flere år arbeidet med ulike tiltak for å tilføre kommunene mer finanskompentanse. Her følger en kortfattet oversikt over det som foreligger.

- **Finanshåndbok**

Kommunal finanshåndbok (redaktør: Jan Petter Jørgensen) ble utgitt på Kommunaløkonomisk forlag i 2005. Boka er fremdeles å få kjøpt, ved henvendelse til NKK. Det er imidlertid behov for oppdatering av boka, og det arbeides nå med å få utgitt en elektronisk utgave. Denne vil bli gjort tilgjengelig uten kostnader.

- **Nettbasert studium i kommunalfinans**

I samarbeid med Høgskolen i Gjøvik er det igangsatt et nettbasert studium som gir 30 studiepoeng. Studiet er tredelt over tre semestre og tilsvarer et halvt års heltidsstudium.. 30 studenter har så langt fullført studiet. Det tas opp nytt kull hvert høstsemester.

Etter gjennomført studium skal studentene være i stand til å:

1. lage, administrere og etterleve et gjennomgående finansreglement for hele kommunens finansforvaltning
2. forstå alle aktuelle finansielle transaksjoner
3. gjennomføre låneopptak, rentebinding på lån, plassering i bank og plassering i verdipapirfond
4. kunne gjennomføre kjøp og salg av finansielle instrumenter/transaksjoner, som sertifikater, obligasjoner, aksjer, rentebytteavtaler, m.v.
5. gjennomføre en finansforvaltning med tilfredsstillende avkastning målt i forhold til aktuelle sammenligninger
6. unngå vesentlig finansielle risiko
7. forstå en finansielle rapportering som gir kommunestyret visshet for at punktene over er ivaretatt.

- **Verktøy for finansiell rapportering**

Finnes på Kommunepartners hjemmeside, og kan benyttes kostnadsfritt.

- **”Politikerhefte” om finansiell risiko**

Dette heftet er under utarbeidelse, og hensikten er å utgi en enkel lærebok om finansiell risiko som kommunen er utsatt for i sine ulike aktiviteter. Hefte er spesielt myntet på folkevalgte i kommunestyre, fylkesting, kontrollutvalg og andre råd og utvalg. Hefte vil konsentrere seg om direkte finansiell risiko, dvs. risiko i gjeldsforvaltning og kapitalforvaltning. Den vil også gå inn på pensjonsforpliktelser og andre ”finansielle markeder”, som forhold rundt håndtering av datterselskaper, innkjøp av forsikringer og innkjøp av energi. Etikk og forholdet til markedsaktører vil også bli belyst.

Hefte vil bli sendt gratis til landets ordførere. For øvrig vil hefte være å få kjøpt.

- **Nettverksamlinger**

Arrangeres to ganger pr. år, med aktuelle foredrag og gjennomgang av kommunalfinansielle spørsmål.

- **Hjemmeside og kommunalt finanskompentansesenter**

For ytterligere informasjon, besøk

www.kommunepartner.no