

Kommunal- og regionaldepartementet
Postboks 8112 Dep
0032 Oslo

Oslo, 8. november 2000

Deres ref:
00/3055 K TØC

Høring – Utkast til forskrift i medhold av kommuneloven - finansforvaltning

1

Det vises til departementets høringsbrev datert 4. september 2000 der det bes om merknader til utkast til forskrift om kommuners og fylkeskommuners finansforvaltning.

2

Innledningsvis vil Verdipapirfondenes Forening vise til bakgrunnen for det forskriftsutkastet som nå er på høring. I Ot.prp. nr. 43 (1999-00) gir departementet i avsnitt 11.2 bl.a. følgende vurdering når det gjelder rammen for reguleringen av kommunenes finansforvaltning:

«Departementet foreslår at det tas inn en egen bestemmelse i kommuneloven hvor det stilles nærmere krav til kommunenes finansforvaltning. Departementet ser behov for en slik bestemmelse for å møte en utvikling der kommunene i stadig større grad velger andre plasserings- og låneformer enn de tradisjonelle. Dette kan gi en økonomisk gevinst, men øker samtidig risikoen for tap. Departementet vil peke på at det i gjeldende kommunelov finnes enkelte bestemmelser om kommunenes finansforvaltning. Departementet ser imidlertid ikke på disse bestemmelsene som tilstrekkelige og foreslår derfor en helhetlig bestemmelse om kommunenes finansforvaltning som ivaretar hensynet til balanse mellom avkastning, risiko og likviditet.

Departementet ser det slik at bestemmelsene om kommunenes finansforvaltning kun bør slå fast grunnleggende prinsipper. Det enkelte kommunestyre må selv i en finansstrategi fastsette nærmere regler om finansforvaltningen innenfor kommunelovens rammer. Den foreslåtte bestemmelsen innebærer dermed at det er det enkelte kommunestyret selv som fastsetter krav til avkastning og hvor stor risiko kommunen er villig til å påta seg. Departementet finner det således ikke hensiktsmessig å konkretisere hva som er tilfredsstillende avkastning og vesentlig finansiell risiko. Departementet ser det imidlertid som en fordel at kommunesektoren selv utvikler veiledende plasseringsstrategier. Departementet oppfatter enkeltes skepsis til en lovbestemmelse om finansforvaltning som utrykk for bekymring for at departementet vil gi detaljerte regler på dette området. Dette har ikke vært hensikten.»

Disse vurderingene følges opp av Kommunalkomiteen som i sin innstilling (Innst. O. nr. 82 (1999-00) bl.a. uttaler følgende (avsnitt 2.7):

«Komiteen vil vise til at det foreslås å innføre en egen bestemmelse i kommuneloven hvor det stilles nærmere krav til kommunenes finansforvaltning. Komiteen er enig i at det er behov for en slik bestemmelse for å møte en utvikling der kommunene i stadig større grad velger andre plasserings- og låneformer enn de tradisjonelle. Komiteen ser det som viktig at disse bestemmelsene slår fast de grunnleggende prinsippene og at den enkelte kommune fastsetter regler om finansforvaltningen innenfor kommunelovens rammer.

(...)

Komiteen viser til at departementet fortsatt skal gi egen forskrift om disposisjoner som innebærer risiko, herunder valutarisiko. Komiteen er enig i dette, men vil understreke at slike regler må utformes slik at det åpnes for en noe mer fleksibel praksis ved lån og plasseringer i utlandet enn i dag. (vår understreking) For eksempel bør det i visse tilfelle være mulig for kommuner og fylkeskommuner å bruke utenlandsk valuta forutsatt at de har betryggende rutiner for å vurdere og håndtere den finansielle risiko.»

Etter vår oppfatning følges ikke disse vurderingene i tilstrekkelig grad opp i det foreliggende utkastet til forskrift om kommuners og fylkeskommuners finansforvaltning. Særlig gjelder dette i forhold til forskriftsutkastets § 4, som vi vil reise følgende prinsipielle innvendinger mot:

- For det første – og viktigst – mener vi at § 4 inneholder en rekke begrensninger som er til direkte hinder for en hensiktsmessig finansforvaltning i kommunene.
- For det andre mener vi at forskriftsutkastets § 4 inneholder bestemmelser som vil innebære en strengere regulering av kommunenes finansforvaltning i tilknytning til plasseringer i utlandet enn tilfellet er i dag. Dette harmonerer ikke med kommunalkomiteens ovennevnte forutsetning om at det skal åpnes for en mer fleksibel praksis.
- For det tredje mener vi at bestemmelsene i § 4 ikke er konsistent med den prinsipielle endringen som nå er foretatt i den reviderte kommuneloven, og som innebærer at det innenfor definerte rammer skal være opp til det enkelte kommunestyre selv å fastsette nærmere regler for finansforvaltningen. § 3 i forskriftsutkastet pålegger jo kommunene og fylkeskommunene å utarbeide et reglement for finansforvaltningen. Videre gir den samme paragrafen pålegg om å utarbeide rutiner for å følge opp finansiell risiko i samråd med eksternt uavhengig kompetanse. I lys av dette blir en rekke av forbudene i § 4 lite meningsfulle.

Dette vil vi komme nærmere tilbake til nedenfor.

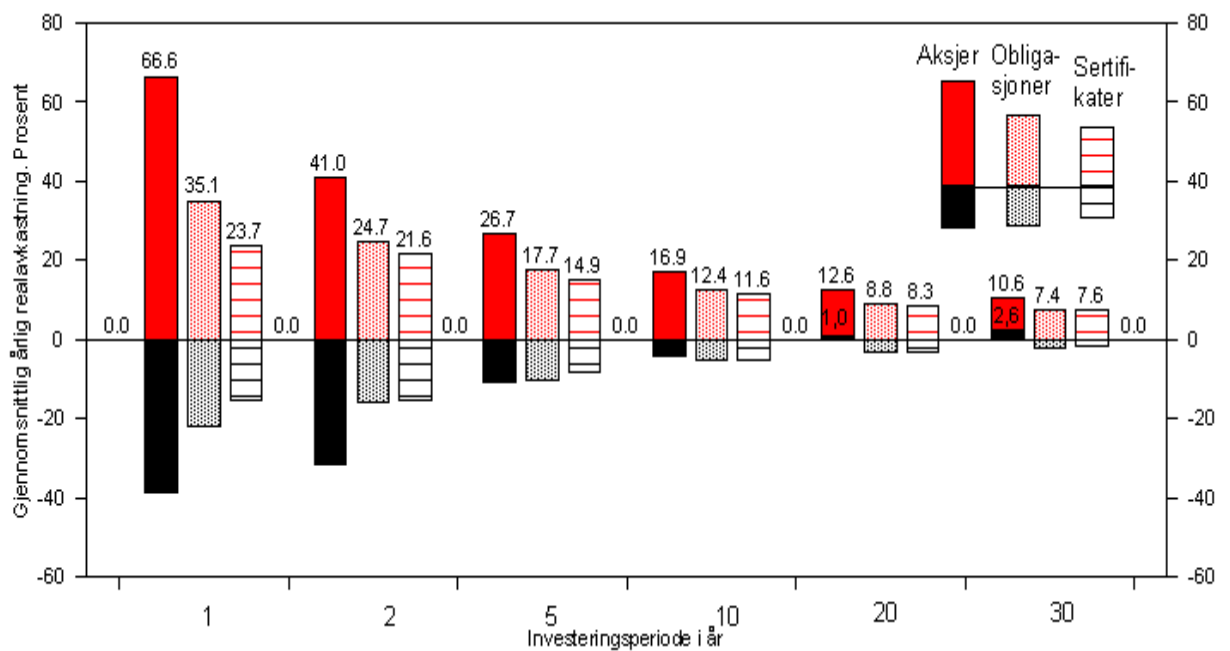
3

Vårt anliggende er i første rekke forskriftsutkastets konsekvenser i forhold til mulighetene til å få til en fornuftig forvaltning av kommunenes langsiktige finansielle midler. Hvis kommunene skal kunne foreta en fornuftig forvaltning av sine langsiktige midler, må ikke regelverket være utformet slik at det hindrer kommunene å kunne påta seg kortsiktig

svingningsrisiko. Etter vår oppfatning er det dette som er den største svakheten ved ”forbudsbestemmelsene” i § 4.

Vi mener blant annet at regelverket i større grad bør legge til rette for at en vesentlig andel av slike midler kan plasseres i en veldiversifisert aksjeportefølje – noe som nettopp er et karakteristisk kjennetegn ved et aksjefond. Finansdepartementet har i forbindelse med at det ble åpnet adgang for petroleumsfondet til å plassere i aksjer gitt en svært god begrunnelse for hvorfor dette er fornuftig, jf. Revidert nasjonalbudsjett 1997 – hvor vi vil sitere følgende fra avsnitt 3.5.4:

«Figur 3.17 Høyeste og laveste realavkastning etter investeringsperiode (1802-1992)¹⁾



1) For perioden 1802 til 1992 viser figuren best mulige og dårligst mulige avkastning for ulike typer verdipapirer etter investeringsperiodens lengde. Hadde man for eksempel en investeringsperiode på 10 år, ga den beste 10-årsperioden fra 1802 til 1992 en årlig realavkastning på aksjer på 16,9 pst. Den dårligste perioden for aksjer i dette eksempelet ga et årlig tap på 4,1 pst. Tilsvarende ga den beste 10-årsperioden for obligasjoner en årlig avkastning på 12,4 pst, mens den verste perioden ga et tap på 5,4 pst.»

Figur 3.17 illustrerer at risikoen for dårlig avkastning ved aksjeplasseringer reduseres med lengden på investeringsperioden. Figuren viser verst mulige og best mulige avkastning i perioden 1802 til 1992 for ulike plasseringer etter lengden på investeringsperioden. Figuren er hentet fra boka "Stocks for the long run" av Jeremy Siegel (Irwin, 1994) og er basert på amerikanske data. For kortere investeringsperioder ser en at det har vært størst risiko for negativ avkastning når man har investert i aksjer. Tar man utgangspunkt i investeringsperioder på 10 år, har imidlertid selv den dårligste perioden for aksjeplasseringer gitt en bedre avkastning enn den dårligste perioden for obligasjoner. Et annet interessant forhold er at aksjer, i motsetning til obligasjoner eller sertifikater, aldri har gitt negativ avkastning ved investeringsperioder på 20 år eller mer. En konklusjon fra dette er at en bredt sammensatt aksjeportefølje historisk har vært en tryggere investeringsform på lang sikt enn obligasjoner eller sertifikater.

I tillegg til å se på best mulige og dårligst mulige avkastning, analyserer Siegel (1994) også hvor ofte de ulike type plasseringene har gitt best avkastning. Ifølge datamaterialet har en bredt sammensatt aksjeportefølje gitt en bedre avkastning enn obligasjoner og sertifikater i over 90 pst. av tilfellene ved en investeringsperiode på 20 år. Med en investeringsperiode på 30 år har aksjer aldri gitt en dårligere avkastning enn obligasjoner eller sertifikater.» (sitat slutt).

De internasjonale studiene som Finansdepartementet her trekker fram underbygger at jo lengre plasseringshorisonten er, jo mer sannsynlig er det at avkastningen blir høyere på en veldiversifisert aksjeportefølje enn ved å plassere i sikre papirer. Historisk viser det seg at nasjonale aksjemarkeder i gjennomsnitt har gitt en årlig nominell meravkastning på 3-6 prosentenheter i forhold til kortsiktige rentebærende plasseringer, med visse variasjoner fra land til land.

I henhold til forskriftsutkastets § 4 e) og f) vil en kommune som ønsker å plassere sine langsiktige midler i aksjefond bli tvunget til å velge et fond som investerer passivt i henhold til sammensettingen av Oslo Børs totalindeks. Det er flere grunner til at vi mener at dette er et dårlig og lite gjennomtenkt forslag:

- For det første legges det i forskriftsutkastet avgjørende vekt på at kommunene ikke skal ta valutakursrisiko, og formodentlig er det dette som er bakgrunnen for forslaget om å forby investeringer i utenlandske aksjer. Det er imidlertid illusorisk å tro at kommunene ved bare å være eksponert mot kursutviklingen på Oslo Børs er ”beskyttet” mot valutakursrisiko. En rekke av selskapene som er notert på Oslo Børs har en stor andel av sine inntekter og/eller kostnader i annen valuta enn norske kroner. Valutakursfluktuasjoner slår derfor normalt direkte inn i markedsprisingen av disse selskapene, jf. den betydning som for eksempel en stigende dollarkurs har for de olje- og shippingrelaterte selskapene ved Oslo Børs. Dessuten vil heller ikke prisingen av øvrige børsnoterte selskaper være upåvirket av valutakursfluktuasjoner, jf. de effekter en stigende eller fallende kronkurs har for den innenlandske etterspørselen i en liten, åpen økonomi som den norske.
- Med tanke på risikospredning er det vanskelig å forstå hvorfor man vil tvinge kommunene til å eksponere sine aksjeplasseringer utelukkende til utviklingen på Oslo Børs. Kursutviklingen på Oslo Børs har historisk vist langt større svingninger (volatilitet) enn aksjemarkeder i andre land. Dette skyldtes primært at i forhold til de fleste andre lands børser, så representerer selskapene som er notert på Oslo Børs en smal bransjesammensetting, herunder en betydelig overvektning av selskaper som direkte eller indirekte er eksponert mot olje- og shippingvirksomhet. Et krav om ensidig eksponering mot Oslo Børs vil således innebære større finansiell risiko for kommunene enn ved å kunne diversifisere sine aksjeplasseringer i flere lands aksjemarkeder. Også når det måles i norske kroner har verdisvingningene til et veldiversifisert globalt aksjefond vært langt lavere enn volatiliteten til et aksjefond som bare investerer på Oslo Børs. Det er all grunn til å tro at det vil være slik også i framtiden.

I tabellen nedenfor vises gjennomsnittlig årlig avkastning og volatiliteten de senere år ved Oslo Børs representert ved Totalindeksen, samt tilsvarende tall for det europeiske og globale aksjemarkedet representert ved indekser fra Morgan Stanley Capital International (MSCI) som er en av verdens ledende indeksprodusenter. Volatiliteten gir uttrykk for hvor mye avkastningen svinger rundt gjennomsnittet i måleperioden. (Mer presist er

volatiliteten definert som annualisert standardavvik til de månedlige avkastningene). Dess høyere volatilitet, dess mer har avkastningen svingt i perioden – hvilket er et uttrykk for høyere risiko. Tallene i tabellen er beregnet i norske kroner pr. 1. november 2000.

Indeks	Siste 3 år		Siste 5 år		Siste 7 år		Siste 10 år	
	Gj.sn. årlig avkastning	Volatilitet	Gj.sn. årlig avkastning	Volatilitet	Gj.sn. årlig avkastning	Volatilitet	Gj.sn. årlig avkastning	Volatilitet
Oslo Børs Totalindeks	4,8	24,8	16,6	20,7	13,9	19,6	11,7	21,3
MSCI Europe Index	22,9	16,1	25,3	15,1	18,6	14,6	18,4	14,4
MSCI World Index	24,6	14,9	24,2	15,9	16,8	15,0	17,7	14,8

Kilde: Oslo Børs Informasjon

Tallene illustrerer meget klart at risikoen ved å plassere på Oslo Børs har vært til dels betydelig høyere enn risikoen ved å plassere i en veldiversifisert europisk eller global aksjeportefølje (avkastningen har altså svingt mye mer på Oslo Børs, dvs. høyere volatilitet). I tillegg har gjennomsnittlig årlig avkastning de siste 10 årene vært lavere ved Oslo Børs enn hva tilfellet har vært i det europeiske og globale aksjemarkedet. Det er ikke åpenbart at det sistnevnte resultatet vil bli det samme i framtiden. Det er imidlertid all grunn til å tro at den framtidige avkastningen på Oslo Børs vil svinge mer enn den framtidige avkastningen i en bredt sammensatt internasjonal aksjeportefølje.

Paradoksalt nok gir således et forbud mot at kommuner kan plassere i aksjefond med internasjonale investeringsmandater det resultat at den finansielle risikoen ved aksjeplasseringer ikke blir lavere – slik departementet later til å tro, men høyere. Forbudet mot kjøp av utenlandske aksjer innebærer med andre ord at kommunene fratras mulighet til å utnytte et av de mest sentrale virkemidlene til å redusere risiko innen moderne finansforvaltning, nemlig diversifisering av plasseringene. Vi har vanskelig for å forstå at dette kan være tilsiktet.

- Vi mener dessuten at forbudet mot å plassere i aksjefond med utenlandske investeringsmandater representerer en innstramming i forhold til de plasseringsalternativer som norske kommuner har i dag. Dette mener vi vil være i konflikt med kommunalkomiteens forutsetning om at det skal åpnes for en mer fleksibel praksis. Som departementet selv uttaler i Ot. prp. nr. 43 (1999-00) er det i dag anledning for en kommune å tegne andeler i verdipapirfond som plasserer i utenlandske papirer, under forutsetning at kommunen valutasikrer plasseringen. Det vises for øvrig til at et verdipapirfond etter gjeldende lov om verdipapirfond ikke har adgang til å benytte valutasikringsinstrumenter. Eventuell valutasikring vil derfor måtte finne sted i kommunens egen regi ved plasseringer i aksjefond som investerer i utenlandske aksjer. Generelt mener imidlertid norsk fondsbransje at det er uhensiktsmessig å prøve å sikre seg mot valutakursrisiko i et bredt geografisk diversifisert aksjefond, fordi valutakurselementet inngår som en del av diversifiseringen i en slik plassering.

På denne bakgrunn vil Verdipapirfondenes Forening tilrå at forbudet i forskriftsutkastet som innebærer at kommunene ikke kan plassere i aksjefond med internasjonale investeringsmandater (§ 4 e), samt kravet om at eventuelle aksjeporteføljer ikke må ha en sammensetting som avviker vesentlig fra totalindeksen (§ 4 f), tas ut. Vi vil samtidig tilrå at kravet om sikring mot valutakursrisiko (§ 4a) ikke gjøres gjeldende for langsiktige finansielle plasseringer.

Vi har også problemer med bestemmelsen i § 4 c) om at en kommune ikke kan investere i utenlandske rentepapirer som ikke har et høyt ratingnivå. Ved siden at det vel er noe uklart hva som konkret skal forstås som høy rating, virker det for oss rart at departementet på denne måten ser ut til å legge større vekt på enkeltpapirers rating enn internasjonal diversifisering. Vi mener at et krav om diversifisering vil være tilstrekkelig ved investeringer i utenlandske rentebærende papirer.

Generelt er det vår oppfatning at de krav som departementet har formulert i forskriftsutkastet §§ 2 og 3 vil være tilstrekkelig med tanke på å sikre at kommunenes finansforvaltning kan skje på en forsvarlig måte. Dette vil også være mer konsistent med kommunalkomiteens tilslutning til at bestemmelsene om finansforvaltning ikke skal detaljreguleres, men slå fast ”grunnleggende prinsipper” slik at den enkelte kommune selv kan fastsette regler for sin finansforvaltningen innenfor en slik ramme. Vi finner derfor grunn til å reise spørsmålet også om nødvendigheten av å ha de øvrige ”forbudsbestemmelsene” i § 4.

Som nevnt over mener vi at risikospredning (diversifisering) bør inngå som et grunnleggende element i kommuners interne rutiner for styring av risiko i tilknytning til verdipapirinvesteringer (enten disse er i aksjer eller i rentebærende verdipapirer). Slik vi ser det er fordelene ved diversifisering så grunnleggende og åpenbare at de vil måtte ha en naturlig plass i de interne rutinene for finansforvaltning som kommunene er pålagt å utarbeide i forskriftsutkastet. I den grad myndighetene måtte være i tvil om dette hensynet vil bli tatt tilstrekkelig hensyn til av kommunene, kunne det eventuelt innarbeides mer eksplisitt i forskriften enn hva som er tilfelle i utkastet (jf. nest siste strekpunkt i nest siste ledd i §3).

Med hilsen
Verdipapirfondenes Forening

Lasse Ruud
Adm. direktør