

Avtalemekanismene for gevinst og risiko  
overføring  
frå USAs finansmarknad til norske kommunar

Advokat Knut Bergo:

# Oversikt over de relevante instrumenter

- CLN
- CDO
- TOB

# CLN

- Credit Linked Notes
  - "Note" utstedt av SPV til notesholders
  - SPV holder "sikker" obligasjon
  - SPV øker avkastningspotensialet og risikoen ved å selge et kredittderivat
  - Kredittderivatet eksponerer SPV og notesholders mot en kurv av kreditter fra amerikanske og internasjonale industri- og finans selskaper

# CDO

- Collateralized Debt Obligation
  - "Note" utstedt av SPV til notesholders
  - SPV holder "sikker" obligasjon (Goldman Sachs)
  - SPV øker avkastningspotensialet og risikoen ved å selge et kredittderivat
  - Kredittderivatet eksponerer SPV og notes holders mot en kurv av kreditter fra amerikanske og internasjonale industri- og finans selskaper
  - CDO'en er "dynamisk forvaltet" av en profesjonell forvalter. Forvalter utstyres med en "cash" andel og har som mandat å eventuelt rebalansere derivatet for å sikre en gitt rating – eksempelvis minimum A

# Mer om CDO

- "Shadow rating" – fordi svært få CDO'er var ratet. I stedet benyttet forvalter systemer kjøpt av ratingbyråene
- Det er ingen tvil om at ratingbyråene ikke hadde samme erfaring med rating av strukturerte produkter som CDO som med "rene" obligasjoner

# TOB

- Spesielt Citigroup produkt, motsatt CDO og CLN, som "alle" gjorde.
- Egentlig en "legal arbitrasje" uten markedsrisiko men med kredittrisiko mot underliggende kreditter.
- Konseptet var at renter på obligasjoner utstedt av amerikanske kommuner er skattefrie i USA, mens renter på lån gir skattefradrag. Denne skatteforskjellen er historisk ikke priset inn i markedene.
- Risikoen ligger i at skattereglene endres etter at man har kjøpt kommuneobligasjoner. Men så er ikke skjedd, og vil neppe heller skje?
- Men her gikk alt galt på markedsrisikoen.

# Mer om TOB – slik det ble presentert av Gitigroup (CG)

- Et team i CG kjøper obligasjoner utstedt av amerikanske kommuner med AA eller AAA rating
- Investeringen finansiers med lån tatt opp i det amerikanske "kommersielle" rentemarkedet
- Markedsrisikoen i kommuneporteføljen elimineres ved at det handles swap'er. CG hevdet å ha en swap hedge som korrelerte 96,8%.

# Nordlandskommunenes investeringer

- CLN 2005 - kreditthendelser
- CDO 2006
- TOB 2007 – ønske om økt fortjeneste. Ikke markedsrisiko.
- "Repackaging" av CDO og TOB ga dobbel eksponering der CDO ble sikkerhet for investeringen i TOB'en.
- Dobbelt markedseksponering, markedsrisiko under den såkalte triggermekanismen

Hvilken eksponering hadde så kommunene mot det amerikanske kredittmarkedet?

- Og mot hvilke deler?
- Ingen eksponering mot subprime
- Begrenset eksponering mot "monoliners"
- Markedsrisikoeksponering mot kommunelånsmarkedet, og mot de "sikre" obligasjonsutstederne (GS).
- The "run into treasury" medførte total kollaps