

Offentliggjort d. 22. november 2014

Termiskontrakter – risikoafdækning eller spekulation ©

*Af advokat (L) Bodil Christiansen og
advokat (H), cand. merc. (R) Tommy V. Christiansen*

www.v.dk

Termiskontrakter herunder kurssikring er et emne, der bør overvejes i enhver virksomhed, hvor prisudviklingen kan få væsentlig betydning på den avance, der opnås ved et givet salg.

Sagen OW. Bunker har affødt mange spørgsmål herunder om der var tale om risikoafdækning eller spekulation. Og for lægmand endvidere spørgsmålet om, hvornår det er det ene eller andet.

Den forsigtige bestyrelse vil ofte vælge at afdække risici gennem termiskontrakter. Men indgår virksomheden mere langvarige kontrakter, end hvad den løbende drift tilsiger, er der i realiteten tale om rene spekulationsforretninger uden sammenhæng med de løbende handelsavancer.

Den forsigtige virksomhed, der sælger produkter til en udenlandsk køber, der eksempelvis betaler i dollars, og hvor produktet først leveres og betales længere tid efter, at salgsaftalen er indgået, søger ofte at eliminere risiko for kursudsving på dollaren i perioden fra aftaletidspunktet til betaling sker. Ligeledes kan der være grundlag for at sikre prisen på råvarer, som indgår i produktionen, eller som leveres længere tid efter salgsaftalen.

Den risikovillige virksomhed kan indgå kontrakter om pris ved køb af råvarer, der dækker forventede senere salg, men hvor der ikke aktuelt ligger nogen salgsaftale vedrørende disse råvarer. Her er der ikke tale om risikoafdækning, men derimod en spekulations-

Offentliggjort d. 22. november 2014

handel i håbet om stigende priser, der ikke blot forøger virksomhedens risiko, men også øger virksomhedens gevinstmuligheder. Hvis råvarerne stiger i pris fra tidspunktet for indgåelse af terminskontrakten, og frem til virksomheden køber råvarerne og videresælger disse, vil virksomheden kunne opnå en større fortjeneste – og omvendt hvis prisen på råvarerne falder i samme periode. I sidstnævnte tilfælde er råvarerne købt for dyrt.

Hvad er en terminskontrakt?

En terminskontrakt er en aftale om pligt til overdragelse af et aktiv eller en gældsforpligtelse til en på forhånd fastsat pris og et på forhånd fastsat tidspunkt. Afviklingen finder sted senere end aftaletidspunktet. Hvis afviklingen sker inden for den sædvanlige afviklingsfrist på området, er der ikke tale om en terminskontrakt.

En terminskontrakt kan omhandle ikke blot råvarer, men også eksempelvis valuta, fast ejendom mv.

En terminskontrakt indeholder ofte en bestemmelse om en såkaldt differenceafregning. Dette indebærer, at hvis eksempelvis en virksomhed, der køber varer fra USA, indgår en terminskontrakt med en bank om køb af 1.000 dollars til en given kurs, eksempelvis 6 kr. pr. dollar, til afvikling om 3 måneder, behøver virksomheden ikke at købe dollars, men der kan ske differenceafregning. Er kursen på dollaren steget til 7,50 kr. pr. dollar, får virksomheden udbetalt forskellen mellem på den ene side den aftalte købskurs på 6 kr. og på den anden side dagskursen på 7,5 kr., eller 1.500 kr. Er kursen derimod faldet til eksempelvis 5,50 kr. pr. dollar, således at den oprindeligt aftalte købspris på 6 kr. ligger over dagskursen med 0,5 kr. på afviklingstidspunktet, skal virksomheden betale tabet på 500 kr. til banken, hvis der sker differenceafregning.

Endvidere kan der etableres salgs- eller køberetter til fast pris, eksempelvis en ret til at sælge et givet aktiv eller en given mængde råvarer i en given periode til en på forhånd fastsat pris, i praksis benævnt put option.

Offentliggjort d. 22. november 2014

Terminskontrakter til risikoafdækning

Terminskontrakter, f.eks. i form af kurssikring af valuta, er et emne, der bør overvejes i enhver bestyrelse, hvor prisudviklingen kan få væsentlig betydning på den avance, der opnås ved et givet salg.

Et simpelt eksempel er den situation, hvor der er tale om en ordreproducerende virksomhed, der f.eks. indgår en kontrakt med en amerikansk kunde om salg af en kostbar maskine til levering om ½ år, og hvor salgsprisen afregnes i dollars. Prisen for den pågældende maskine vil være fastsat, dels efter virksomhedens interne kalkulationer over, hvad det koster at producere maskinen, og dels efter en given dollarkurs, som - hvis forudsætningerne holder - vil afføde et givet dækningsbidrag.

Nu er det jo ikke givet, at kursen på dollaren forbliver uændret over det næste halve år, og virksomheden kan så vælge ikke at kurssikre den kommende indbetaling fra den amerikanske kunde. Stiger dollaren i kurs frem til det tidspunkt, hvor kunden betaler, og virksomheden kan få vekslet beholdningen af dollars til danske kroner, vil virksomheden få en ekstra gevinst i form af kursstigningen på dollars. Omvendt hvis dollaren falder i kurs. Så vil virksomhedens indtjening falde, idet den kalkulerede avance ved salg af maskinen skal reduceres med dette kursfald.

Kursudviklingen bør dog ikke konteres som en del af bruttoavancen, men som en særskilt post i regnskabet, hvad enten der er tab eller gevinst som følge af kursudviklingen. Valutatabet eller valutagevinsten bør være en særskilt post, der ikke blandes sammen med resultatet af virksomhedens primære drift, nemlig produktion og salg af maskiner. Det forhold, at kursen på dollaren steg, og indtjeningen følgelig blev forbedret i forhold til det forventede, har intet at gøre med virksomhedens styring af driften. Og omvendt hvis kursen på dollaren faldt.

Vurderingen af, hvorvidt selskabet bør foretage kurssikring, er et spørgsmål, der bør afgøres af bestyrelsen – og ikke af direktionen. Direktionen skal ikke have ros for en gevinst, der ikke har noget med driften at gøre, og ej heller kritik for et tab, hvis kursen på dollaren falder.

Offentliggjort d. 22. november 2014

Terminskontrakter, der er det naturlige led i virksomhedens drift

Er der tale om en ordreproducerende virksomhed, dvs. at virksomheden producerer enkeltstående større aktiver som eksempelvis et større teknisk anlæg, og hvor der forløber lang tid fra aftalens indgåelse og frem til levering samt betaling fra kunden, vil det være naturligt at indgå en aftale med banken om, at banken køber denne indbetaling i dollars fra virksomheden til en fast kurs, når kunden betaler, og med andre ord veksler disse dollars til danske kroner. Prisen for at få låst kursen fast i perioden fra aftaletidspunktet og frem til betalingstidspunktet afhænger af flere forhold, herunder renteforskellen mellem de to valutaer, dvs. kroner og dollars.

Når anlægget er leveret og købesummen betales i dollars, vil virksomheden kunne veksle beløbet til danske kroner til den kurs, der i sin tid blev aftalt og opgjort på tidspunktet for aftalen med kunden. Dette kan medføre, at virksomheden mister en kursgevinst, hvis dollaren er steget i kurs, men omvendt undgår tab, hvis dollaren er faldet i kurs i forhold til danske kroner.

I praksis findes der mange modeller for kurssikring, eksempelvis således, at virksomheden indenfor et vist interval selv skal bære kurstabet henholdsvis modtage gevinsten ved kursudviklingen i den mellemliggende periode. Overskrides disse grænser, er det banken, der bærer tabet og oppebærer gevinsten for den resterende del.

Den forsigtige virksomhed, der ikke begiver sig ud i valutaspekulationer, vil vælge at kurssikre betalingen for maskinen og dermed på forhånd vide, hvad betalingen bliver i danske kroner.

I praksis ses det endvidere, at eksportvirksomheder, der eksempelvis sælger fødevarer til USA, indgår terminskontrakter med banken vedrørende den budgetterede omsætning i en given periode. Viser budgettet eksempelvis, at der forventes et salg på 1 mio. dollars hver måned i det kommende halve år, indgås en aftale med banken om, at virksomheden får vekslet 1 mio. dollars hver måned til en given, fast kurs. Virksomheden løber herefter kun en risiko for det beløb, hvormed den månedlige omsætning afviger fra den forventede omsætning på 1 mio. dollars.

Offentliggjort d. 22. november 2014

Salgsafdelingen orienteres herefter om denne fastlagte kurs og kan nu afgive tilbud til de amerikanske kunder baseret på denne faste kurs. Virksomheden er altså uafhængig af kursudviklingen på dollars og behøver ikke hver dag korrigere prisen på varerne til de amerikanske kunder.

Risikoafdækning vedrørende et større varelager

Der kan endvidere være tale om risikoafdækning vedrørende varelageret, hvis virksomheden af forretningsmæssige årsager har en større beholdning af råvarer. Her kan der blive tale om en salgsret til en given pris indenfor et givet tidsrum - en såkaldt put option. I denne situation vil der ikke ske fysisk overdragelse af varelageret i henhold til terminskontrakten, men virksomheden vil få, hvad der i fagsproget kaldes differenceafregning, jf. ovenfor. Er råvaren faldet i pris, får virksomheden dækket dette prisfald. Er råvaren omvendt steget i pris, får virksomheden intet ud af denne put option, men får en handelsgevinst ved salget til den højere pris.

Den anden part i en sådan kontrakt vil selvsagt tage sig godt betalt for at løbe denne risiko ved at påtage sig at inddække et prisfald på aktiver eller råvarer og uden at få en gevinst, hvis prisen på aktivet eller råvaren stiger.

Termiskontrakter på købsiden

Indgår en virksomhed en aftale om en levering af et større projekt, vil virksomheden måske ikke kun sikre sig en fast kurs på kundernes betalinger i dollars, men også på de produkter, der skal indkøbes til projektet.

Indgår virksomheden f.eks. en aftale om opførelse af vindmøller, hvor der indgår 3.000 tons stål, som skal købes over de kommende 2 år, hvor vindmøllerne opføres, er det naturligvis helt afgørende for virksomheden, at der ved tilbudsgivningen er sikkerhed for prisen på de stålleverancer, som virksomheden skal have leveret over de næste 2 år.

Offentliggjort d. 22. november 2014

Der indgås derfor i en sådan situation en prisaftale (i første omgang et tilbud) med en stålproducent, hvorefter virksomheden kan få leveret en given mængde stål hver måned i 2 år til en på forhånd fastsat pris. Denne pris anvendes herefter i forbindelse med tilbudsgivningen til kunden. I praksis beder virksomheden dog i første omgang om et tilbud fra stålleverandøren på leverancer af stål til en fast pris, og hvor dette tilbud så accepteres, når virksomhedens kunde har accepteret tilbuddet på opførelse af de pågældende vindmøller. Købet og salget bindes i et vist omfang sammen.

Terminskontrakter på købsiden, der ikke er begrundet i salg.

Er der tale om en virksomhed, der sælger råvarer, og hvor der er en verdensmarkedspris, der kan ændre sig fra dag til dag, og hvor salget ligeledes sker dagligt og til dagens pris på denne råvare, vil anvendelse af langvarige terminskontrakter på købsiden selvsagt ikke være begrundet i hensyn til at undgå uventede prisstigninger og prisfald.

Meget kortvarige kontrakter om køb af denne råvare kan naturligvis have en berettigelse derved, at virksomheden skal sikre sig en behørig mængde af råvarer – måske som et alternativ til selv at være lagerførende.

Opbygning af særligt store lagre uden en underliggende prisafdækning, jf. ovenfor, svarer et langt stykke af vejen til terminskontrakter, hvis lageret eksempelvis er tilstrækkeligt stort til, at virksomheden er leveringsdygtig meget lang tid fremover – og større end leveringstiden til virksomheden ved køb af denne råvare tilsiger. Så er lageret i realiteten oparbejdet i en forventning om prisstigninger på denne råvare. Og lageropbygningen er af spekulativ karakter.

Spekulationen skal være i overensstemmelse med selskabets vedtægter

Nu er der naturligvis ikke noget forbud mod, at et selskab foretager spekulationskøb i form af terminskontrakter, hvis selskabets vedtægter giver mulighed for at drive denne aktivitet. Der er således intet til hinder for, at selskabet indgår terminskontrakter om

Offentliggjort d. 22. november 2014

levering af betydelige mængder råvarer, der overstiger det forventede salg, og ved terminskontraktens udløb foretager en såkaldt differenceafregning, jf. ovenfor.

Etablerer selskabets ledelse derimod sådanne spekulationsforretninger i strid med selskabets vedtægter, er risikoen for erstatningskrav mod ledelsen ganske nærliggende.

Er der tale om dispositioner foretaget af selskabets daglige ledelse, uden at bestyrelsen er orienteret herom, er det selvsagt en ganske alvorlig sag for den daglige ledelse. Og for selskabets bestyrelse opstår spørgsmålet om, hvorvidt bestyrelsen har opfyldt sin forpligtelse til at holde øje med, om direktionen følger de retningslinier for kontrol med direktionen, som selskabsloven kræver.

— o —