

Bacheloroppgave

EK208E Bacheloroppgave i Regnskap og økonomistyring

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

Sturla Eikeset Olafsson
Marius Bjørngaard Rødde

Bodø , 2012

Abstract

In the spring of 2011 the salmon price plummeted, mainly explained by high production of the commodity. When Cermaq presented their quarterly statement for the periode, the stock rose. A big portion of the credit was given to their subsidiary, Ewos, their involvement in fish feed, who sold more feed when the production of salmon increased. That Cermaq got through this supposed rough patch with ease, intrigued us to find out more about Cermaqs outlook on risk management and hedging.

This thesis objective is to reveal to which extent Cermaq consider market- and credit-risk, in their operation. To aid us on this quest, we have chosen to learn how Cermaq manages these risks, if they hedge it, and why they choose to do so or not.

Our results revealed that Cermaqs risk management is focusing on utilizing their natural hedges, and trying to avoid using hedging through derivatives instruments. They do use derivatives regularly in dealing with the part of the commodity risk, which is related to the salmon price. For foreign exchange risk they depend on their natural hedges, and only hedge their remaining exposure with derivatives if their equity requirements defined in their covenants are in danger of being violated. They do not hedge their interest rate risk, because it is deemed not to be a threat to their covenants. Neither do they hedge the commodity risk attached to Ewos, because it is almost avoided through pricing strategies that allow them to transfer it to their customers.

Forord

Dette er en bacheloroppgave skrevet med bakgrunn i temaet risikostyring i faget ”regnskap og økonomistyring”. Oppgaven er en del av sjette semester i studiet økonomi og ledelse ved Handelshøyskolen i Bodø og har et omfang på 15 studiepoeng. Bacheloroppgaven omhandler hvordan Cermaq ASA identifiserer og styrer markeds- og kredittrisiko.

Vi ønsker å takke Cermaq for deres imøtekommenhet og velvilje ovenfor oss som studenter. Spesielt ønsker vi å takke Silvia Segnini og Sven Lauritsen som har vært uvurderlige informanter for oss gjennom oppgaven. Elisabet Ingimarsdottir fra Ewos fortjener også en stor takk.

Vi vil også takke vår veileder Daniel Henriksen for god hjelp og grundig veiledning under arbeidet.

Handelshøyskolen i Bodø 22. mai 2012

Sturla Eikeset Olafsson

Marius Bjørngaard Rødde

Sammendrag

Temaet for denne oppgaven er risikostyring av finansielle risikofaktorer. Vi har valgt å knytte temaet opp mot Cermaq, og oppgaven tar sikte på å finne ut til hvilken grad Cermaq tar hensyn til markedsrisiko og kredittrisiko.

For å finne ut av dette har vi valgt å undersøke hvordan Cermaq sikrer disse risikofaktorene, og motivasjonen for at de gjør som de gjør. Siden Cermaq er involvert i både fôrproduksjon og fiskeoppdrett, har vi undersøkt hvordan dette påvikrer selskapets risikoeksponering. Videre har vi belyst likhetstrekk mellom Cermaqs risikostyring og COSOs rammeverk for helhetlig risikostyring.

I undersøkelsen har vi gjennomført et dybdeintervju med to av Cermaqs nøkkelansatte på disse områdene, samtidig som vi har hentet informasjon fra selskapets årsrapporter. Dataene blir så presentert og analysert, før vi bruker det som grunnlag for oppgavens konklusjon.

Det vi avdekket var at Cermaq i stor grad benytter seg av de fordelene naturlig sikring medfører, og at dette i mange tilfeller gir utslag i en håndterlig risikoeksponering for selskapet. I de situasjoner hvor naturlig sikring blir vurdert som ikke tilstrekkelig, bruker de derivater. De bruker derivater regelmessig når det kommer til håndtering av prisrisiko knyttet til laks. I forhold til valutarisiko utnytter de sine naturlige sikringer i størst mulig grad, men i ekstraordinære tilfeller benyttes derivater.

Eksponeringen knyttet til renterisiko blir vurdert som håndterlig og derfor ikke sikret. Kredittrisikoen blir håndtert gjennom å ha en kredittkomité som overvåker kredittgivningen. De bruker også kredittforsikringer.

Vi avdekket også risikoreduserende aspekter ved å være involvert i fôrproduksjon og oppdrettsnæringen. Dette knytter seg blant annet til netting benefits, altså at selskapssammensetningen bidrar til en naturlig sikring mot transaksjonsrisiko. I tillegg virker Ewos stabiliserende på konsernet som helhet, gjennom sine forutsigbare driftsresultat.

Innholdsfortegnelse

Abstract.....	I
Forord.....	III
Sammendrag.....	V
Innholdsfortegnelse	VII
Oversikt over figurer.....	X
Forkortelser brukt i oppgaven	XI
Vedleggsoversikt.....	XII
1 Innledning.....	1
1.1 Bakgrunn.....	1
1.2 Formål	1
1.3 Problemstilling.....	2
1.4 Oppbygning.....	2
1.5 Avgrensning.....	3
2 Teori	5
2.1 Risikostyring	5
2.2 COSO.....	6
2.3 Identifisering av risikofaktorer	9
2.3.1 Risikofaktorer i fiskeribransjen	9
2.3.2 Risikofaktorer for fiskefôrprodusenter	10
2.3.3 Finansielle risikoer i globale konsern.....	11
2.4 Kvantifisering av risiko.....	14
2.4.1 Value at risk (VaR)	14
2.4.2 Monte Carlo-simulering.....	14
2.5 Risikohåndtering.....	16
2.5.1 Hvorfor bør man implementere risikostyring?	16
2.5.2 Sikringsinstrumenter.....	17
2.5.3 Sikringsstrategier	23
2.6 Andre faguttrykk relevant for oppgaven	28
2.6.1 Covenants.....	28
2.6.2 Porteføljeteori.....	29
2.7 Oppsummering.....	30
3 Metode.....	33
3.1 Metodelære	33
3.2 Perspektiv, formål og forskningsspørsmål	34
3.3 Metode for innsamling av teoretisk informasjon	35

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

3.3.1	Pålitelighet teori.....	36
3.4	Metode for innsamling empiri.....	36
3.4.1	Valg av metode.....	36
3.4.2	Utforming intervjuguide.....	36
3.4.3	Utvalgsstørrelse og strategisk utvelgelse av informanter.....	36
3.4.4	Datainnsamling.....	37
3.5	Analyse av kvalitativ datainnsamling.....	39
3.6	Evaluering av undersøkelsen.....	39
3.6.1	Pålitelighet.....	39
3.6.2	Validitet.....	40
3.6.3	Overførbarhet.....	40
3.6.4	Objektivitet.....	41
4	Resultater.....	43
4.1	Cermaq ASA.....	43
4.1.1	Ewos.....	44
4.1.2	Mainstream.....	44
4.2	Markedsrisiko.....	44
4.3	Prisrisiko.....	45
4.3.1	Innkjøp råvarer.....	45
4.3.2	Salg av fisk.....	45
4.4	Valuta.....	46
4.4.1	Derivater.....	47
4.4.2	Transaksjonsrisiko.....	48
4.4.3	Oversettelsesrisiko.....	48
4.5	Renterisiko.....	49
4.6	Kredittrisiko.....	50
4.7	Tilstedeværelse i Ewos og Mainstream (diversifisering).....	51
5	Analyse.....	53
5.1	Generelt.....	53
5.2	Sikringsmotivasjon.....	56
5.2.1	Prisrisiko.....	56
5.2.2	Valuta.....	60
5.2.3	Renterisiko.....	63
5.2.4	Kredittrisiko.....	63
5.3	Sammenheng mellom selskapssammensetning og risikoeksponering.....	65
5.4	Likhetstrekk med COSO-rammeverket.....	68

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

6 Konklusjon	71
Litteraturliste	73
Vedlegg 1 Informanter.....	79
Vedlegg 2 Intervjuguide.....	80
Vedlegg 3 Transkribert intervju	82
Vedlegg 4 VaR output	98

Oversikt over figurer

Figur 2-1 Laksepris (2011 og 2012)

Figur 2.2 Monte Carlo simulering av en triangulær distribusjon

Figur 2-3 Sammenhengen mellom tilnærming til risiko og avkastning på egenkapital

Figur 2-4 Klassifisering av sikringsinstrument

Figur 2-5 Omsetning i valutamarkedene fordelt på type transaksjoner

Figur 5-1 Driftsresultat Ewos, Mainstream, Cermaq (2005-2011)

Forkortelser brukt i oppgaven

ASA - Allmennaksjeselskap

COSO – The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission

EBIT - Earnings Before Interest and Taxes – resultat før renter og skatt

EBITDA – Earnings Before Interest, Taxes, Depretiation and Amortization – resultat før renter, skatt, avskrivning og nedskrivninger

EBIT-margin – resultat før renter og skatt / driftsinntekter

Egenkaptialandel – egenkapital / totalkapital

FAO - Food And Agriculture Organization Of The United Nations

HHB – Handelshøyskolen i Bodø

USD – United States Dollar

VaR – Value at Risk

Vedleggsoversikt

Vedlegg 1: Informanter

Vedlegg 2: Intervjuguide

Vedlegg 3: Transkribert intervju

Vedlegg 4: VaR Output

1 Innledning

1.1 Bakgrunn

Valget av Cermaq ASA som casestudie grunner i en artikkel vi leste på Dagens Næringsliv (Dagens Næringsliv, 2011). Der ble det trukket frem at Cermaq presterte godt i en periode hvor lakseprisen var veldig lav. Dette kom av at de hadde en stor fôrproduksjon som reduserte resultatetfallet når oppdrettsdelen ikke gikk godt. Dette synes vi virket spennende og ønsket å undersøke dette i lys av teori rundt risikostyring.

Vår faglige motivasjon for å skrive denne oppgaven kommer fra faget ”Regnskap og økonomistyring”, som er et valgfag på tredje året på siviløkonomutdanningen ved Handelshøyskolen i Bodø ved Universitetet i Nordland. Dette faget omhandler mange fagområder, og risikostyring var et av disse. Vi finner risikostyring spesielt interessant fordi det er et vidt område som kan ha store konsekvenser for enhver bedrift. Samtidig åpner fagområdet for flere mulige innfallsvinkler hvor man kan anvende et bredt spekter av kunnskap.

I tillegg har vi kjennskap til Cermaq fra tidligere, gjennom sommerjobb ved en av Ewos sine fabrikker. Fiskeri og oppdrett er også en næring vi har fått et forhold til, gjennom at det er et hyppig tilbakevendende tema i oppgaver og forelesninger ved Handelshøyskolen i Bodø. Cermaq vil også være en potensiell arbeidsgiver for oss i fremtiden og ser det derfor nyttig å lære mer om selskapet. Selv om Cermaq er analyseenhet, og har vært involvert under arbeidet, vil vi understreke at vi ikke skriver oppgaven på oppdrag fra Cermaq.

1.2 Formål

Undersøkelsens formål er å se på hvordan Cermaq ASA styrer sine finansielle risikofaktorer. Undersøkelsen vil spesielt se på hvordan Cermaq vurderer og eventuelt aktivt håndterer de finansielle risikofaktorene. Vi har avgrenset undersøkelsen til å gjelde markedsrisiko og kredittrisiko. Dette er gjort fordi vi tror det er disse risikofaktorene som påvirker selskapet i størst grad. Det er for eksempel vanlig å knytte oppdrettselskaper opp mot laksepris.

1.3 Problemstilling

Vår hovedproblemstilling er som følgende:

- *I hvilken grad kan en si at Cermaq tar hensyn til finansielle risikofaktorer, da spesielt markedsrisiko og kredittrisiko?*

For å svare adekvat på problemstillingen føler vi det er nødvendig med underproblemstillinger. Vi har valgt følgende underproblemstillinger, som vi føler vil belyse hovedproblemstillingen:

- 1) *Hvordan sikrer selskapet seg mot markeds- og kredittrisiko?*
- 2) *Hvorfor sikrer de, eller lar være å sikre, disse faktorene?*
- 3) *Kan en si at det at Cermaq gjennom involvering i Ewos og Mainstream blir mindre eksponert for risiko? Evt. i hvilken grad?*
- 4) *Har Cermaq sin måte å styre risiko på noen likhetstrekk med COSOs retningslinjer for helhetlig risikostyring?*

Den første underproblemstillingen tar sikte på å kartlegge hvilke verktøy og strategier Cermaq bruker i sitt sikringsarbeid. Den andre går på årsaker til at Cermaq velger å sikre de ulike faktorene, eller årsaker til at de ikke gjør det. Vi føler disse underproblemstillingene er viktige å få svar på for å belyse vår hovedproblemstilling. Hvilken effekt involvering i Ewos og Mainstream har for risikoeksponering er et spørsmål vi og føler er nyttig å svare på, for å belyse de to underproblemstillingene, og dermed hovedproblemstillingen. Det at vi også velger å se på om Cermaq sin måte å styre risiko på har likhetstrekk med rammeverket til COSO, kommer av at vi da muligens kan finne mindre åpenbare poenger å underbygge vår hovedproblemstilling med.

1.4 Oppbygning

Vi har valgt å dele oppgaven vår inn i seks hovedkapitler. Vi mener dette er en fornuftig inndeling for å gi best mulig kontinuitet og oversiktighet gjennom oppgaven. I det første kapittelet presenterer vi det som vi anser som relevant teori. Videre fortsetter vi med en et metodekapittel hvor vi presenterer forskningsmetode og de ulike valg vi har foretatt i arbeidet. Datainnsamlingen og bearbeidelsen av dette blir også presentert. I tillegg redegjøres det også for påliteligheten til oppgaven, samt eventuelle svakheter som kan være med på å true gyldigheten av den. Etter

metodekapittelet presenterer vi resultatene av de undersøkelsene vi har gjort, både fra intervjuet og fra offisielle uttalelser fra selskapet, herunder årsrapport. Det femte kapittelet er selve analysen hvor vi knytter resultatene opp mot den teorien som blir presentert i første del. Det er hovedsakelig i denne delen vi prøver å besvare de fleste av våre problemstillinger. Siste kapittel vil være konklusjon, hvor vi oppsummerer og knytter funnene sammen med problemstillinger.

1.5 Avgrensning

Grunnet begrenset med tid og omfang har vi utelatt deler av riskostyringsprosessene til Cermaq. Fokuset i denne oppgaven ligger på de rent finansielle risikofaktorene som Cermaq er utsatt for. Vi valgte denne tilnærmingen fordi det ligger nærmest våre interessefelt. Selv om Cermaq anser blant annet bærekraft å være veldig viktig tror vi den avgrensningen vi har foretatt vil være mest relevant for faget oppgaven grunner ut fra.

2 Teori

I dette kapitlet vil vi legge frem det vi mener er relevant teori for oppgaven vår. Vi har inkludert teori som dekker de områder som skal drøftes videre i resultat- og analysekapitlene. Vi begynner med å fortelle litt generelt om helhetlig risikostyring. Videre prøver vi å identifisere de risikofaktorene Cermaq er eksponert for, både som globalt konsern og som henholdsvis oppdretter og fôrprodusent. Deretter presenterer vi en metode for å kvantifisere risikoeksponering, før vi avslutter kapitlet med å gjøre rede for forskjellige måter å håndtere risiko.

2.1 Risikostyring

Risikostyring er et komplekst tema, som kan sees og oppfattes på forskjellige måter. Risikostyring har mange dimensjoner og er delt inn i ulike områder. Dette vil vi utdype nærmere når vi kommer til COSO-rapporten senere i dette kapitlet. En definisjon vi mener fanger opp alt dette, og som har et syn på risikostyring som vi stiller oss bak, er:

”Helhetlig risikostyring er en strukturert og koordinert styringsprosess med formål å identifisere, kvantifisere, håndtere og følge opp konsekvensene av hendelser som kan true virksomhetens måloppnåelse” (IIA, 2012, s. 1).

Risikostyring blir også delt inn i underkategorier, som for eksempel finansiell risikostyring. Finansiell risikostyring er en viktig komponent av risikostyring, som følgelig vil være nyttig å ha kjennskap til. Dette spesielt når det kommer til å håndtere risiko, som inngår i definisjonen over. I denne forskningsartikkelen om finansiell risikostyring fra BI (2000), blir finansiell risikostyring definert som følgende:

”En rund definisjon av risikostyring er at en foretar transaksjoner, vanligvis i derivatmarkeder, som senker den totale risikoen som et selskap er utsatt for” (Ødegaard, 2000, s. 1).

I tillegg til derivater kan valutalån være et eksempel på en transaksjon som senker et selskaps totale risiko.

2.2 COSO

The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, heretter COSO, ga i 2004 ut en rapport i to bind: ”Sammendrag rammeverk” og ”teknikker og verktøy”. Førstnevnte presenterer et rammeverk for helhetlig risikostyring beregnet for virksomheter. Den andre presenterer et utvalg praktiske eksempler på teknikker og verktøy en kan bruke for å styre risiko.

Rammeverket er tiltenkt som et hjelpemiddel for virksomheter som ønsker å bedre sin risikostyring, og å få en mer helhetlig oversikt over risikoen i sin organisasjon.

“Den underliggende forutsetningen for helhetlig risikostyring er at enhver virksomhet eksisterer for å skape verdier for sine interessenter” (COSO, 2004, s. 3).

Hovedpunktene i COSO-rapporten går kort fortalt ut på å få hjelp til å identifisere og kontrollere risiko, og å utnytte fremtidige muligheter på en bedre måte. Dette gjøres gjennom å vurdere selskapets risikoappetitt i utarbeidelse av strategi og tilhørende målsetninger. Målet er å kunne være en ressurs for å få økt oversikt og bevissthet når det kommer til fremtidig usikkerhet og risiko.

Hovedmålene i rammeverket for helhetlig risikostyring ifølge COSO-sammendraget er:

- Å samordne risikoappetitt og strategi

Når ledelsen skal vurdere strategiske alternativer sammen med tilhørende målsetninger, må de ha tatt stilling til bedriftens risikoappetitt for å vurdere hvilke alternativer som best passer til virksomhetens risikoprofil. En hver strategisk beslutning vil ha en tilhørende risiko som må anerkjennes og tas stilling til før man gjennomfører. Ved at man samordner risikoappetitt med strategi vil man ha et styringsverktøy for hvilket alternativ som best tjener virksomheten.

- Å forbedre beslutninger angående risikohåndtering

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

Gjennom bruk av rammeverket for helhetlig risikostyring vil virksomheten få et bevisst forhold til risiko. Ved at man er sin risiko bevisst vil man etter sigene forbedre sine beslutninger angående risikohåndteringen. Der man før ville hatt et tilfeldig forhold til risiko, vil man med dette rammeverket kunne ta stilling til om den beslutningen man tar kan være sammenfallende med den forutbestemte ønskede risikoappetitten virksomheten har. Derfor vil det være en plan bak alle beslutninger som gjør at den samlede risikoen selskapet er utsatt for blir redusert til et ønsket nivå.

- Å redusere driftsrelaterte overraskelser og tap

Som nevnt i forrige punkt vil bevisstheten rundt risiko hjelpe virksomheten i alle aspekter. Når man er sin risiko bevisst vil det sjelden komme overraskelser som det ikke er tatt høyde for eller laget en håndteringsplan på. Ved å vite hvilken risiko driften er eksponert for, vil man gjennom håndteringen ha en bedre mulighet til å redusere tap.

- Å identifisere og håndtere sammensatte risikoer og risikoer som gjelder på tvers av virksomheten

Ved å kjenne risikoen selskapet er utsatt for vil man også være i stand til å kjenne igjen risikoen som strekker seg over forskjellige avdelinger og å kunne identifisere sammenhengene mellom dem. Dermed vil man kunne redusere den totale risikoen for selskapet, også for risikoer som påvirker flere områder.

- Å utnytte muligheter

Risiko vil styre mange av valgene man tar som bedriftsleder. Når man kjenner risikoappetitten til virksomheten vil man derfor kunne utnytte muligheter man ellers ville avslått. Dette er mulig på grunn av tydelige retningslinjer for hva som er akseptabel risiko for selskapet. Der man ellers kunne vært usikker på om man skulle gjennomføre eller ikke, kan man beregne risikoen å se om det er i samsvar med bedriftens risikoprofil.

- Å forbedre utnyttelse av kapital

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

Når man kjenner risikoen selskapet er eksponert for, og hvilken risiko som er forbundet med de forskjellige prosjektene, kan man plassere kapitalen der man har minst risiko i forhold til forventet avkastning. Dette medfører at man får en mer fornuftig og bedre utnyttelse av kapitalen man investerer, og sannsynligvis et bedre resultat.

Kort oppsummert er målet med å implementere rammeverket for helhetlig risikostyring at det skal hjelpe virksomheten med å komme dit den vil og samtidig unngå fallgruver og overraskelser på veien. (COSO, 2004)

Helhetlig risikostyring består av åtte komponenter som henger innbyrdes sammen:

- Internt miljø
- Etablering av målsetninger
- Identifisering av hendelser
- Risikovurdering
- Risikohåndtering
- Kontrollaktiviteter
- Informasjon og kommunikasjon
- Oppfølging

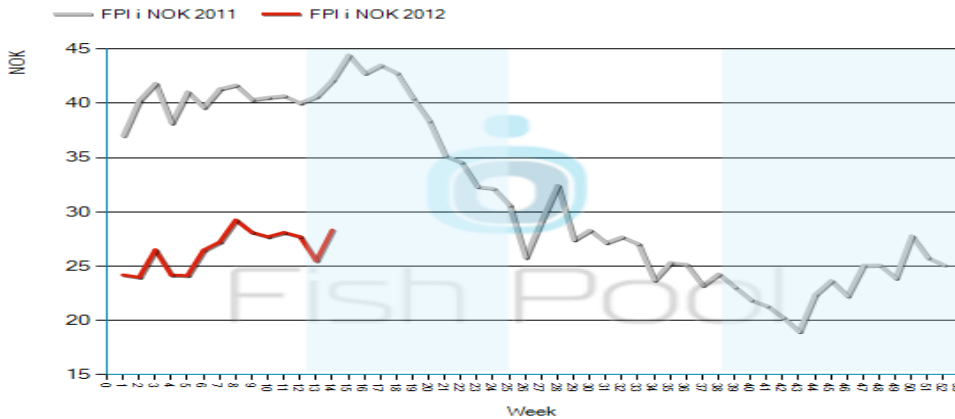
Helhetlig risikostyring kan sees på som en gjentagende prosess der alle komponentene påvirker hverandre. (COSO, 2004)

Vår oppgave handler om hvordan og hvorfor Cermaq styrer bestemte risikofaktorer. Vi vil i lys av COSO-rapporten se nærmere på dette.

2.3 Identifisering av risikofaktorer

2.3.1 Risikofaktorer i fiskeribransjen

I følge en undersøkelse gjort i Norge i 2009 svarer ca. 70 % av fiskeribedriftene i undersøkelsen at de er mer utsatt for risiko enn andre industribransjer. (Bergfjord, 2009). Vi vil se nærmere på de viktigste risikofaktorene i avsnittene under.



(Figur 2.1. Laksepris 2011 & 2012 kilde: Fish Pool)

Historisk har man sett at lakseoppdrettsbransjen er svært volatil. (Bernhoft & Fardal, 2007). Hovedgrunnen til dette er at inntektene i hovedsak styres av lakseprisen, som utsettes for store svingninger. Dette illustreres gjennom figur 2.1 som viser spotpris på laks i 2011 og første kvartal 2012. Fra denne kan man lese at lakseprisen hadde et toppunkt på nærmere 45 kr, før den mer enn halverte seg på rundt seks måneder. I løpet av de neste seks månedene steg den igjen med over 60 %. For en som driver med oppdrett av laks vil lakseprisen derfor være en risikofaktor. Det som vil gjøre at dette er en sentral risikofaktor, er at store svingninger i laksepris betyr store svingninger i inntjening og dermed usikre inntekter over tid.

Fiskeoppdrett er en tidkrevende prosess, hvor man gjerne kan bruke opptil tre år fra man befrukter fisken til den er slakteklar (Bernhoft & Fardal, 2007).

Svingningene i lakseprisen, som drøftet i avsnittet over, gjør det derfor vanskelig å spå hvor mye en får for fisken når den er slakteklar. Dette medfører følgelig en stor risikoeksponering og tidsperspektivet ved oppdrett av laks til en risikofaktor.

Myndighetenes regulering i områder hvor oppdretterne opererer, vil ha betydning for selskapenes drift. Dette vil være temaer som skatteregime, kvoteregulering, toll, avgift og markedstilgang. I undersøkelsen Bergfjord gjennomførte i 2007 kom det frem at aktørene setter markedstilgang, det å ha muligheten til å selge produktene sine, høyt. De andre reguleringene vil ha betydning i forhold til hvordan selskapet legger opp sine operasjoner. Potensielle endringer i disse reguleringene vil føre til utfordringer i strukturen selskapene har lagt opp.

For en fiskeoppdretter er tilgang, kvalitet og pris på fôr viktig. Hvis man opplever usikre leveranser på fôret, vil det potensielt redusere verdien på biomassen. Det finnes også forskjellige typer fôr, oppdretteren må derfor ta stilling til hvilket fôr som er det mest kostnadseffektive for det enkelte område. Fiskefôr er heller ikke en vare som blir handlet med standardiserte priser. Det foregår prisdiskriminering, noe som fører til at en kan oppnå gunstige og mindre gunstige priser på fôret.

Påvirkninger på den biologiske massen slik som rømminger, sykdom og fiskedød vil representere åpenbare risikoer både på inntjening, omdømme og produksjon. I 2009 tapte oppdrettsnæringen 4,7 milliarder på disse tre faktorene, noe som tilsvarer nærmere 20 % av næringens totale eksportinntekter (Sandvik, 2012). Ekstremvær, streik og driftsrelaterte utfordringer er potensielt skadelig på de samme områdene. Selv om dette er betydelige risikofaktorer en lakseoppdrettsprodusent er utsatt for, vil vi ikke drøfte dette videre da det faller utenfor vår problemstilling.

Vi har nå pekt på en del sentrale risikofaktorer gjeldene for aktører i fiskeoppdretsbransjen, primært laks. Vi vil nå videre se på hvilken risiko fiskefôrprodusenter er utsatt for.

2.3.2 Risikofaktorer for fiskefôrprodusenter

Prisen på råvarer er viktig for en produsent. Det er råvarene som danner grunnlaget for produksjonen og dermed inntjeningen. Hvis råvarer handles på åpne markedsplasser vil den største risikoen være timing og mengde. Her handler det om å kjøpe riktig mengde når prisen er lav. Hvis selskapet ikke treffer med sine innkjøp, vil det være en fare for at de får for høye kostnader i forhold til sine konkurrenter og de må dermed enten ta tap i form av redusert pris, eller i form av redusert mengde. Dette

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

vil være en potensielt stor risikofaktor, da utslagene kan være store. Hvis man kjøper råvarene direkte fra forhandler vil man være utsatt for mange av de samme faktorene. Man er da i tillegg avhengig av å ha en leverandør som leverer varene til avtalt pris og tidspunkt. I et slikt handelsforhold utsetter man seg også for andre typer risiko, som for eksempel kredittrisiko.

For fiskefôrprodusentene blir kredittrisiko i gjennomsnitt en større risiko sett mot andre produsenter. Grunnen til dette er at kundene, altså fiskeoppdretterne, er utsatt for store svingninger, som vi beskrev i kapittel 2.3.1. Dette kan gjøre det vanskeligere for oppdretterne å få lån i bankene og det fører ofte til at produsentene må gi en stor del av salget på kreditt. Tradisjonelt har man sett at de kredittene som gis er lange, sammenliknet med andre bransjer. Produsentene har gjort dette for å finansiere vekst i oppdrettsnæringen slik at deres kundegruppe har kunnet øke (Skretting). Lengre kredittid fører til at risikoen øker. Trenden i Norge er at oppdretterne ikke behøver like lange kreditter som før, mens lange kredittider fortsatt er tilfellet andre steder. Dette er for eksempel tilfellet i Chile (Vedlegg 3).

Produksjonstopp er en risikofaktor som alle produsenter er utsatt for. Hvis dette skjer vil produksjonen reduseres, og inntektsgrunnlaget svekkes. Fravær, arbeidsuhell og endringer i rammevilkår er også forhold som har betydning for bedriften. Bærekraft og forholdet til selskapets interessenter er også viktig å ta hensyn til. Dette både med tanke på selskapets omdømme, og det å kunne drive lønnsomt over tid. Alle disse risikofaktorene har stor betydning for produsentene, men de er utenfor vår problemstilling og vil ikke bli drøftet nærmere.

Videre vil vi drøfte mer generelle risikofaktorer som gjelder for alle selskaper som opererer i en global verden.

2.3.3 Finansielle risikoer i globale konsern

Finansielle risikoer i globale konsern vil også være mange, og siden oppgaven vår tar sikte på å se spesielt på sikring av finansielle risikofaktorer, har vi valgt å se nærmere på to typer markedsrisiko; rente- og valutarisiko. I tillegg vil vi se nærmere på kredittrisiko.

2.3.3.1 Markedsrisiko

Markedsrisiko er risikoen for at verdien av eiendeler eller forpliktelser endrer seg på bakgrunn av bevegelser i finansielle markeder (NBIM, 1999). Valutarisiko, renterisiko, energiprisrisiko og råvarerisiko er alle eksempler på markedsrisiko.

2.3.3.2 Valutarisiko

I de fleste forskningsrapporter vi har lest på emnet blir valutarisiko som oftest eksplisitt eller implisitt delt inn i tre underkategorier. Dette er transaction risk, translation risk og economic risk (Dörhing, 2008).

Economic risk er konseptet om at valutasingninger påvirker bedrifters konkurransekraft. Denne risikoen gjør seg gjeldene når en bedrift er involvert i et marked der konkurrenter opererer fra andre land, og med ulik valuta, enn seg selv. For eksempel blir en eksportbedrift i Norge sin konkurransekraft svekket om han eksporterer varer til USA, når den norske kronen styrker seg mot dollaren. Dette fordi den norske eksportvaren da vil bli dyrere sett mot amerikanske varer. Economic risk er altså risikoen for at valutakursen i fremtiden endrer seg uventet og dermed vil påvirke bedriftens langsiktige kontantstrøm.

Transaction risk er risikoen som følger med når en har kontraktmessige innbetalinger i utenlandsk valuta. En norsk bedrift som handler med en amerikansk bedrift, som mottar betaling til et bestemt tidspunkt i fremtiden, la oss si 2 måneder, i amerikanske dollar, er eksponert for transaction risk. Dette kan illustreres ved at 50.000\$ i dag ikke er det samme i NOK om 2 måneder om valutakursen har forandret seg.

Eksponeringen ovenfor en bestemt valuta blir ofte referert til som differansen av regnestykket: samlede inntekter i valuta – samlede utbetalinger i valuta (Børsum og Ødegaard, 2005).

Translation risk dreier seg om selskapers eksponering mot en utenlandsk valuta i form av eiendeler i den utenlandske valutaen. Denne risikoen går på bokføring av eiendeler, og gjør seg gjeldene i situasjoner der de utenlandske eiendelene blir omregnet til konsernets regnskapsvaluta. Dette kan blant annet finne sted når selskapet skriver årsrapport, eller når det blir gjort en verdivurdering av selskapet. Eksponeringen er bestemt av differansen fra regnestykket: eiendeler i utenlandsk

valuta – gjeld i utenlandsk valuta. Dette fordi en svekket utenlandsk valuta fører til at man får en lavere verdi på både eiendeler og gjeld. Styrker valutaen seg vil det føre til en høyere verdi på både eiendeler og gjeld. Translation risk vil ikke som economic og transaction risk true bedriftens kontantstrøm direkte. Men i form av at en verdivurdering av selskapet kan bestemme for eksempel lånebetingelser er det likevel en risiko å være bevisst på.

Selv om en virksomhet ikke er direkte eksponert gjennom eiendeler/gjeld eller eksport/import, vil de ofte være eksponert gjennom at utenlandske aktører konkurrerer i samme marked. Valutarisiko er følgelig noe de fleste bedrifter, til en viss grad, er eksponert mot. Det finnes unntak og et eksempel vil være særlig skjermede foretak som jordbruk, som blir beskyttet av tilskudd og tollbariærer.

2.3.3.3 Renterisiko

”Renterisiko er risikoen for tap eller gevinst som følge av at markedsrenten endrer seg” (Finansdepartementet, 2007). Om en har et fastrentelån vil risikoen avhenge av hvor lenge renten er bundet. Om renten er bundet for en lang periode vil en ha oversikt over fremtidige utbetalinger, men det vil være en risiko for at en går glipp av gevinst om markedsrenten går nedover. Om en har et flytende lån har en også risiko som knytter seg til hvilken vei markedsrenten går. I dette tilfellet kan renten i teorien bevege seg veldig mye opp, og potensielt tap kan være stort (Finansdepartementet, 2007).

Renterisikoen i et globalt konsern vil være mer kompleks enn for et selskap som bare opererer i et land, uten bruk av valutilån. Dette fordi et globalt konsern ofte vil benytte seg av valutilån i landene dem opererer i eller er eksponert mot. Lån i fremmed valuta kan enten brukes som en del av en strategi knyttet mot diversifisering, naturlig sikring av valutarisiko eller av bekvemmelighetshensyn.

2.3.3.4 Kredittrisiko

”Kredittrisiko defineres som risikoen for at en kunde eller annen motpart ikke er i stand til å overholde sine forpliktelser i henhold til avtaler og at stilte sikkerheter ikke dekker utestående fordringer” (Statoil ASA, 2009, s.2).

Når en gir en kunde en kredittid på 30 dager, uten å ta pant i kundens eiendeler, vil kredittrisikoen være knyttet opp mot sannsynligheten for at denne kunden ikke vil kunne betale det den skylder. En del av dette risikobildet vil for eksempel være hvor sannsynlig det er at nevnte kunde går konkurs før den får gjort opp for seg.

For et globalt konsern vil kredittrisikoen kunne være mer kompleks enn for en bedrift som bare opererer i ett land. Dette kan skyldes at ulike land kan ha ulike normer for kreditter. En faktor er at banker kan ha ulike prosedyrer for utlån. Dette vil kunne påvirke hvor stort behov det er for å gi kreditter, og hvor lang kredittid som er normalt å gi, i det aktuelle landet.

2.4 Kvantifisering av risiko

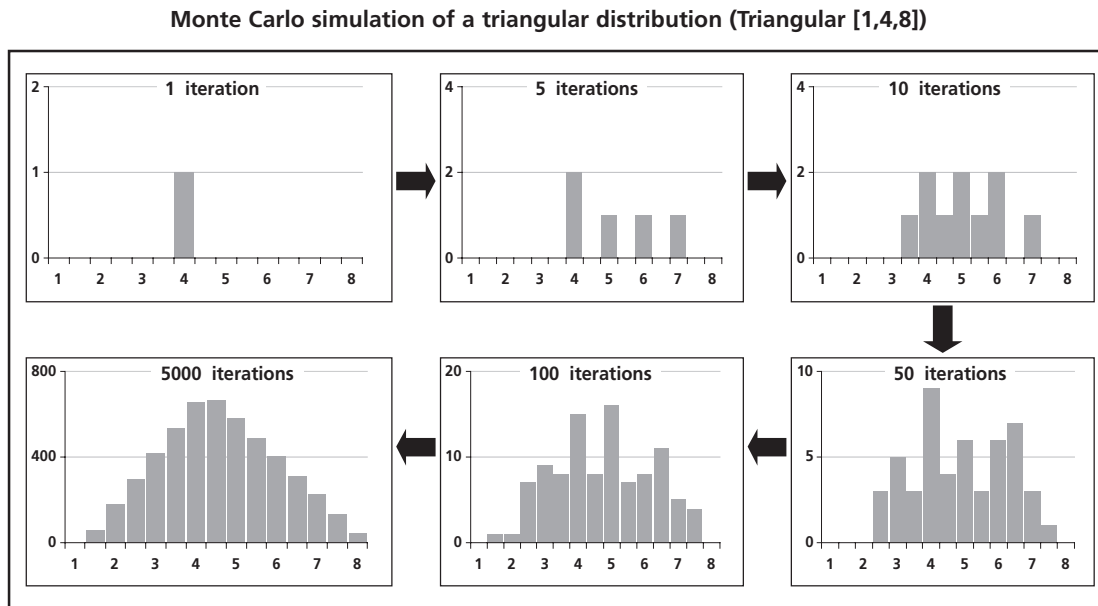
2.4.1 Value at risk (VaR)

VaR er det ledende verktøyet for å måle risikoeksponering på porteføljenivå. VaR er et mål på potensielle tap en portefølje kan erfare som et resultat av det man kan kalle normale markedsbevegelser. En av VaR sin fordeler er at den gir oss et eneste tall som oppsummerer porteføljens risiko i sin helhet (Linsmeier & Pearson, 2010).

For å kunne estimere VaR er det viktig å identifisere de relevante markedsfaktorene som påvirker verdien av porteføljen. Dette fordi VaR blir estimert av at en ser på ulike scenario, der de relevante markedsfaktorene beveger seg i deres mulige utfallsrom. Om man utelater en eller flere av de sentrale markedsfaktorene vil derfor VaR verdien ikke representere en pålitelig ressurs. De tre vanligste metodene å beregne VaR på er historisk simulasjon, "the delta-normal approach" og Monte Carlo-simulering. Vi har valgt å se nærmere på Monte Carlo-simulering i avsnittet under (Linsmeier & Pearson, 2010).

2.4.2 Monte Carlo-simulering

Det sentrale i Monte Carlo simulering er at en velger en statistisk distribusjon en tror vil fange opp eller estimere de mulige forutsetningene for simuleringen. Videre vil en "Random number generator"(RNG) generere et stort antall hypotetiske hendelser innenfor disse forutsetningene. I neste steg blir disse dataene brukt til å konstruere ulike scenario.



(Figur 2.2 Monte Carlo simulering av en triangulær distribusjon. Kilde: FAO, 2005)

Figur 2.2 viser et eksempel på en Monte Carlo-simulering. Målsetningen med denne simuleringen er å vise hvordan en triangulær distribusjon oppstår. Dette under forutsetning av at den statistiske distribusjonen er gitt ved at 1 er det minste tallet som kan velges, 8 er det største og typetallet er 4. Figuren viser hvordan distribusjonen endrer seg etter hvor mange ganger man foretar simuleringen. Tanken er at jo flere ganger man gjennomfører simuleringen, desto mer nøyaktig vil resultatet bli. Vi kan se av figuren at hvis man gjennomfører 10 gjentakelser vil man se en samling rundt midten. Dette gir likevel ikke et korrekt inntrykk av hvilke tall som går igjen oftest. Det kan like gjerne være 4 som 6. Etter å ha gjennomført 5000 gjentakelser kan man danne seg et bilde av hvordan fordelingen blir (FAO, 2005).

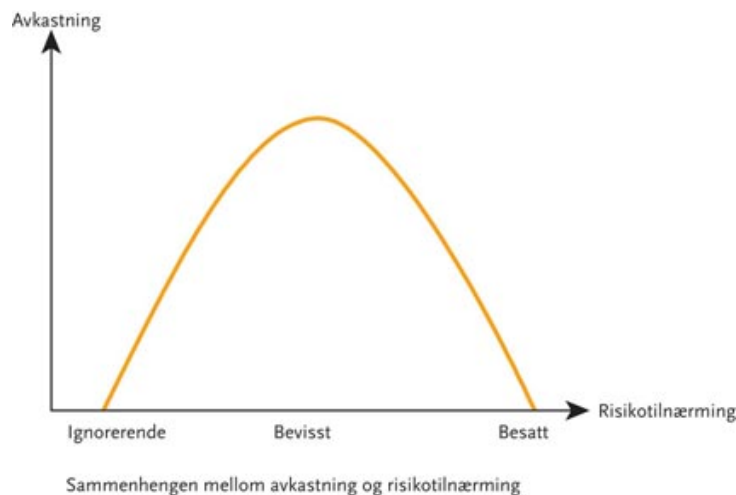
Slike simuleringer kan bli brukt i flere sammenhenger, men i vår oppgave blir den anvendt i gjennomføringen av en VaR-analyse. Man vil da legge inn ulike forutsetninger fra selskapet for deretter å gjennomføre en Monte Carlo simulering. Resultatet vil da bli en distribusjon av hendelser som ligger innefor de forutsetningene som er gitt. Value at Risk kan deretter bli bestemt ut fra denne. (Linsmeier & Pearson, 2010).

2.5 Risikohåndtering

2.5.1 Hvorfor bør man implementere risikostyring?

Risikostyring har de siste årene blitt mer aktualisert og man kan se at selskaper bruker stadig mer resurser på dette. Grunnene til dette kan være mange. Vi lever i en stadig mer globalisert verden, derivatmarkedene har gjort sitt inntog og finanskrisen viser at alle bedrifter er utsatt for en form for risiko. Hovedgrunnene til å styre risiko er som nevnt tidligere å sette seg selv i en posisjon hvor man kan unngå uønskede overraskelser, og samtidig opprettholde evnen til å utnytte muligheter.

Et prinsipp som gjør seg gjeldende ved risikostyring er at uten risiko er det umulig å oppnå meravkastning i forhold til risikofri rente. En kan derfor ikke eliminere all risiko et selskap er eksponert for og samtidig forvente at en skal ha en ekstraordinær avkastning (Børsrum & Ødegaard, 2005). Dette er illustrert ved figur 2.3, en figur som er hentet fra Aas sin artikkel i magma (2007).



(Figur 2.3 Sammenhengen mellom tilnærming til risiko og avkastningen på egenkapitalen. Kilde: Aas, L.-E. 2007)

Gjennom å ha et bevisst forhold til risiko vil det være mulig å oppnå høyere avkastning enn om en er ”ignorant” eller ”besatt”.

Prinsippet om at en bedrift skal konsentrere seg om sin kjernekompetanse, og at det er denne som skal stå for bedriftens lønnsomhet, er også et relevant prinsipp å ta til etterretning sett fra et risikostyringsperspektiv. Dette vil vi vise gjennom følgende eksempel: Et flyselskap tjener penger på sin kjernekompetanse, som er å transportere

kunder fra punkt A til B. De er særlig eksponert mot utviklingen i drivstoffpriser. Om flyselskapet lar være å sikre seg mot denne risikofaktoren vil det være mulig å tjene penger om prisen på drivstoff beveger seg i gunstig retning. Samtidig vil det da være en mulighet for at alt av overskudd, og kanskje mer, går tapt om prisen går i ugunstig retning. Drivstoff er i dette eksempelet det som kan kalles "non-value-adding"- eller passiv risiko (Merton, 2005). Spekulering i hvilken vei drivstoffprisen går, er ikke en del av flyselskapets kjernekompetanse og bør derfor ifølge Robert C. Merton (2005) sikres. På denne måten kan selskapet konsentrere seg om å tjene penger på kjernekompetansen.

Videre følger det at en bare sikrer risiko hvor fordelene med å sikre er større enn kostnadene. Dette er relevant i forhold til sikring med derivater, altså i tilfeller der en kan måle risikoeksponeringen opp mot kostnadene ved å sikre. I ulike sikringsformer fremkommer kostnadene på ulik måte, og i en udatert artikkel fra New York University sies det at en må ta hensyn til både det de kaller eksplisitte kostnader og implisitte kostnader ved sikring, når en tar stilling til om det er hensiktsmessig. De eksplisitte kostnadene kan for eksempel være en opsjonspremie, mens en implisitt kostnad kan være det å gi fra seg potensiell fremtidig gevinst ved en langsiktig forward (New York University).

2.5.2 Sikringsinstrumenter

2.5.2.1 Opsjoner

En opsjon er en rett til å kjøpe eller selge noe til en avtalt pris. Dette må skje innen et bestemt tidspunkt en gang i fremtiden. Det som hovedsakelig kjennetegner en opsjon, er at den har standardiserte vilkår. Dette gjør at eventuelle aktører har god oversikt og forståelse for hva de kjøper eller selger. Når man har standardiserte vilkår vil det også gjøre det mulig å omsette opsjonene på en åpen markeds plass, siden alle aktører vet forutsetningene for den aktuelle opsjonen (Oslo Børs, 2009).

En opsjon bygger ofte på et eller annet underliggende aktiva. Dette vil som oftest være aksjer eller indekser. Det kan også handles i bestemte råvarer, for eksempel er det mulig å kjøpe lakseopsjoner på Fish Pool (Fish Pool, 2010). Dette betyr at en opsjon vil bevege seg i takt med det underliggende aktivumet. Det vil ikke si at den

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

har en fullstendig korrelasjon, men bevegelsene til opsjonen har sammenheng med bevegelsene til det underliggende aktivumet.

Det er fire forskjellige måter å handle en opsjon på. Den metoden man velger grunner ut fra formålet med investeringen og hvordan man tror markedet utvikler seg i fremtiden.

Man har to grunnleggende forskjellige opsjoner: kjøp- og salgsoptjoner. Disse opsjonene kan man enten utstede eller kjøpe. Hvis man kjøper en kjøpsopsjon så sikrer man seg retten til å kjøpe et underliggende aktiva til en gitt pris en gang i fremtiden. Utsteder av denne kjøpsopsjonen binder seg da til å selge den samme aktivaen til den samme avtalte prisen, en gang i fremtiden. Kjøper kan bestemme selv om han vil realisere opsjonen ved bortfallsdatoen, eller selge den videre før bortfall. Dette vil være tilfellet ved kjøp av amerikanske opsjoner som er den mest utbredte (Skatteetaten, 2012). Kjøper man derimot europeiske opsjoner vil man være bundet til bortfallsdatoen. En salgsoptjon vil oppføre seg motsatt. Der vil utsteder forplikte seg til å kjøpe og kjøper skaffer seg en rett til å selge til en gitt pris (Oslo Børs, 2009). Enhver opsjon vil ha en opsjonspremie, eller om kjøpt i annenhåndsmarkedet en kurs. Denne premien fungerer som en kompensasjon til utsteder, som sitter med risikoen ved å forplikte seg.

For et selskap vil som oftest formålet med å kjøpe en opsjon være å sikre seg mot svingninger, og på den måten begrense risikoen i investeringen. Det vil da være naturlig og enten kjøpe en kjøpsopsjon eller en salgsoptjon. Hvilken av disse som vil være mest gunstig, vil avhenge av hvordan selskapet tror kursen vil bevege seg fremover. Ved å gjøre denne typen investeringer vil selskapet ha mulighet til å få med seg all gevinst, men samtidig begrense tapet sitt betydelig. Hvis man gjør denne typen handler vil man aldri risikere å tape mer enn kostnaden opsjonspremien representerer. Dette gjør at man forsikrer seg mot tap, samtidig som man har mulighet til gevinst. Hvis man derimot utsteder opsjoner, påtar man seg en risiko for et potensielt ubegrenset tap. Dette vil derfor ikke være sikring, men spekulering.

2.5.2.2 Futures

Futures er en avtale mellom to parter, hvor begge er forpliktet til å kjøpe eller selge et aktivum til en avtalt pris engang i fremtiden. Futures har mange fellestrekk med opsjoner, men det er et fundamentalt aspekt som skiller disse. Når man handler en futures vil begge parter forplikte seg til å gjennomføre transaksjonen. Det vil derfor være lik risiko både for kjøper og selger ved avtaleinngåelse (Oslo Børs, 2009).

Det finnes to hovedtyper av futures. Man kan handle futures med kun finansielle aktiva som underliggende, eller man kan handle råvarer, hvor da råvaren blir underliggende aktiva. Aktivaene kan for eksempel være OSBX-indeksen eller olje.

Oppgjør med futures skjer daglig, det vil si at forskjellen i verdi vil bli overført mellom partene jevnlig. Dette gjør at man trenger en viss sikkerhet for kjøpene, slik at man har mulighet til å betale motparten om man skulle gå på et tap.

Dette er også standardiserte kontrakter som har en annenhåndsverdi. Man kan derfor selge seg ut av sin posisjon hvis man ser at det ikke skulle gå den veien man ønsket, eller av annen grunn skulle ønske å realisere gevinst / tap (Oslo Børs, 2009).

Når man handler med futures vil man alltid ha et mellomledd. Det vil være en sentral som i realiteten handler med de to partene. De handler aldri direkte med hverandre. Dette gjøres for å sikre partene mot en svekkelse i motpartens betalingsevne. Denne typen aktører kalles for clearingsentraler (NOS Clearing). For at clearingsentralene skal kunne operere over tid, kreves det at aktørene som handler futures stiller en garanti. Dette skjer i form av en depot- eller marginkonto. Dette gjør at kapitalkravene øker, men kredittrisikoen blir eliminert.

Fordelen med futures er at man kan skaffe seg forutsigbarhet. Man kan ikke med denne formen sikre seg mot markedsrisikoen, men man vet hvor mye man må betale for aktivaene i fremtiden. Dette gjør at man lettere kan beregne kostnadene. Futures kan brukes til sikring hvis man eier de underliggende aktivaene. Man kan da sikre seg på en slik måte at man verken taper eller tjener noe på at prisen på de underliggende aktivaene endrer seg. Fordelen er at man vet hvor mye man får eller må betale ved

utløpsdatoen av avtalen. Det er typisk å bruke futures der hvor man handler med kjente aktiva, slik som renter eller valuta (Oslo Børs, 2009).

Ulempen med futures er at de binder opp mye kapital og at man dermed krever høy likviditet for å nyttiggjøre seg av dette. Som selskap vil man heller ikke tjene så mye på å bruke futures. Gevinsten kommer i form av mindre risiko. Hvis man sitter med liten likviditet vil forwards være et alternativ. Forwards vil vi beskrive nærmere under.

2.5.2.3 Forwards

Forward er også en avtale mellom to parter. Den skiller seg fra futures med at den ikke er standardisert. Man står fritt til å avtale mengde, pris og innløsningsdato.

Forwards er bindende for begge parter, og det at det ikke er en standardisert avtaleform gjør at den er vanskeligere å omsette på et marked (Oslo Børs, 2009).

Dette er en mye brukt avtaleform mellom to parter som handler varer med flytende pris, og brukes gjerne i markeder der hvor varene som handles til en viss grad er standardisert.

Fordelen med forwards er at den ikke binder mye kapital fra selskapet. Det er oppgjør kun ved innløsningsdato. Forwards gir som ved futures forutsigbarhet for både kjøper og selger.

Bakdelen med å bruke forwards er at det ikke behøver å være noe mellomledd, noe som gjør at begge parter blir utsatt for en kredittrisiko. Det vil alltid være en viss fare for at den andre parten ikke kan gjøre opp for seg, noe som kan komme av at motparten for eksempel går konkurs.

2.5.2.4 Swaps

En swap er et annet derivat brukt til sikring. Av finanstilsynet er en swap definert som: "Kontrakter der to parter avtaler bytte av betalingsstrømmer og/eller hovedstol basert på et spesifisert nominelt beløp i en spesifisert periode" (Finanstilsynet, 2001, s.4). Det er med andre ord et derivat der to aktører gjør en avtale om å bytte den ene partens kontantstrømmer knyttet til et finansielt instrument, med den andre partens kontantstrømmer knyttet til et finansielt instrument.

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

Swapper blir i sikringsøyemed hovedsakelig brukt for å sikre langsiktige kontantstrømmer med jevne transaksjoner (Dörhing, 2008), men det finnes mange ulike swap-instrument. Vi har for eksempel "credit default swaps" som ble allmennkjent etter finanskrisen, commodity swaps og equity swaps for å nevne noen. To av de mest utbredte swappene i sikringsøyemed er valutaswapper og renteswapper. Den mest utbredte og enkleste formen for swapkontrakter blir kalt "Plain Vanilla Swaps", og vi har både plain vanilla renteswapper og plain vanilla valutaswapper. I denne oppgaven har vi valgt å se mer på renteswapper spesielt. Dette fordi vi vet at Cermaq har benyttet seg av denne typen swap.

Som nevnt i avsnitt over brukes swapper oftest for å sikre langsiktige kontantstrømmer med jevne transaksjoner. En slik kontantstrøm kan oppstå i sammenheng med betjening av gjeld, og renteswappen kan på denne måten brukes for å sikre et lån mot endringer i den flytende renten. Renteswapper kan også brukes for å tjene penger på en forventet renteutvikling, eller for å utnytte at en har bedre lånebetingelser enn andre i markedet (BMO Capital Markets). En definisjon av renteswapper er: "Transfer of interest rate streams without transferring underlying debt" (New York University, 1999, s.2). Det er altså bare kontantstrømmene knyttet til rentebetalinger som byttes, ikke avdragene på lånene. En vanlig renteswap der en part bytter fra flytende til fast rente kalles en "plain vanilla swap" (SNL, 2011).

2.5.2.5 Valutalån

Valutalån er, i sin enkleste form, et lån som tas opp i en annen valuta enn den som gjelder for landet lånetaker oppholder seg i. Når man tar opp et lån i utenlandsk valuta vil man sannsynligvis få en annen utlånsrente enn på selskapets øvrige gjeld. Dette åpner for muligheter til å sikre seg en lavere utlånsrente enn den man ellers ville fått. Man kan for eksempel tenke seg at renten i Spania er mye lavere enn den man kan få i Norge. Dette kan være et incentiv for å ta opp lån der istedenfor i hjemlandet.

En kan da se for seg at en norsk bedrift tar opp et lån i euro i Spania. På lånetidspunktet vil man da ta ut lånet i euro, og veksle dette til norske kroner. Videre kan man se for seg at de lånte midlene blir plassert til gjeldende norsk innskuddsrente. Ved tilbakebetaling, som kan skje i avdrag eller i en enkelt transaksjon, vil man måtte veksle tilbake til euro igjen. Hvis vi forutsetter at teorien om dekket renteparitet

gjelder, vil man ikke ha mulighet til å tjene penger på dette. Dette fordi at lånet blir eksponert mot valutakursen i lånetidsrommet. Bakrunnen for dette er at teorien om dekket renteparitet sier at forskjellen i rente skal bli utjevnet av kursen på valutaen.

Formålet med slike lån kan være slik vi har sett, tro på at teorien om dekket renteparitet ikke holder og arbitrasjemuligheter dermed eksisterer. Valutalån kan også bli brukt når man skal sikre inntekter eller eiendeler i utlandet. Dette vil vi drøfte senere i oppgaven.

2.5.2.6 Bransjespesifikke sikringsinstrumenter

Fish Pool ASA er en norsk markedsplass for handel med finansielle laksekontrakter. Fish Pool ASA er en av de første markedsplassene i sitt slag internasjonalt. De fikk sin konsesjon av finansdepartementet i mai 2007 (Finansdepartementet, 2007). Hovedgrunnen til at Fish Pool ble opprettet var at de skal skape forutsigbarhet for aktører i det internasjonale markedet for fisk.

Produktene som blir handlet på Fish Pool er terminer og opsjoner på laks (Fish Pool ASA, 2009). Behovet for dette har oppstått fordi lakseprisen har vist seg å være ekstremt volatil over tid. Man vil derfor tilby en mulighet for aktører i markedet til å sikre hele, eller deler av handelen, slik at man kan skape en forutsigbarhet på inntekter og utgifter.

Terminer handlet på Fish Pool er ikke avtaler om en fysisk levering. Det er kun finansielle avtaler. Det vil si at når man selger eller kjøper en future på laks er man ikke forpliktet til å levere produktet. Dette er en bevist strategi fra Fish Pool, da fisk er en vanskelig vare å handle direkte på børs (Fish Pool ASA, 2009). Dette er vanskelig av flere årsaker. For det første er fisk et ferskvareprodukt. Den holder seg best hvis transport skjer så raskt som mulig, og at det er færrest mulig omlastninger. Når man handler varer direkte på børs vil man måtte standardisere leveringssted, dette vil føre til flere omlastninger og lengre transporttid. Fisk er heller ikke et standardisert produkt, det vil si at det er forskjell på fisk. Denne forskjellen gjør at det vil være krav om dokumentasjon og mulighet til å spore opp hvor fisken stammer i fra. (Martens, 2006). Dette ville ført til betydelige ekstrakostnader for begge parter. Samtidig vil man kunne oppleve en økt reklamasjonstakt. Det ville da vært lett å sammenligne

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

produktene, man kan også tenke seg at det kunne vært lønnsomt for kundene å reklamere hvis prisen ikke har vært gunstig nok. Når det derimot kun handles finansielt unngår man disse problemstillingene.

Fordelene med å ha en slik mulighet er blant annet at begge parter har mulighet til å sikre seg en fremtidig fast pris. Dette gjør at de har muligheten til å sikre seg mot variasjoner i prisene. De vil også ha oversikt over hvilke inntekter/kostnader de skal forholde seg til i fremtiden.

For markedet gir det en økt tillitt til at prisen de betaler er den faktiske prisen for laks på det tidspunktet. Tidligere har man ikke visst akkurat hva prisen skulle være, og den har i stor grad blitt bestemt gjennom forhandlinger (Fish Pool ASA). Dette har ført til at man har et mer lukket marked hvor verken nye internasjonale aktører eller spekulanter har tort og tre inn. Men med et felles operativt marked vil man optimalt kunne få en tilstrømming av nye aktører og spekulanter som vil holde prisen på det riktige nivået over tid.

Videre i oppgaven vil vi drøfte hvordan de forskjellige instrumentene kan brukes, eller delvis brukes, i sikringsstrategier.

2.5.3 Sikringsstrategier

Når en bedrift er direkte eksponert for valutarisiko er det mange måter å styre denne risikoen på. Noen av disse metodene er vist i figur 2.4:

Table 1: Classification of hedging instruments

classification in hedging literature	financial hedges		operational hedges
	derivative hedges	natural hedges	
classification in financial statements			
examples	forwards (futures), options, swaps	foreign-currency debt	diversification across currency zones, operational matching of revenues and expenditure

(Figur 2.4, Klassifisering av sikringsinstrument kilde: Döring, B, 2008)

Vi ser av figuren at et skille er gjort mellom finansiell og operasjonell sikring, og naturlig og derivatsikring. I påfølgende delkapittler vil vi gå igjennom ulike sikringsstrategier. Enkelte av disse strategiene er generelle og vil gjelde for flere risikotyper, mens andre er spesielle og har et smalt virkeområde. Vi har valgt å bruke pris- og valutarisiko for å eksemplifisere disse.

2.5.3.1 Finansiell sikring ved bruk av derivater

Derivater kan brukes for å sikre de fleste typer risiko. I sikring av valuta brukes som oftest enten valutaforwards, valutafutures, valutaopsjoner, valutaswaps eller en kombinasjon av to eller flere av disse. Det som avgjør hva som er mest hensiktsmessig å bruke følger av særtrekkene til de enkelte derivater. Et eksempel på en faktor som kan avgjøre hvilket derivat som er mest hensiktsmessig, er virksomhetens likviditet. Som vi var inne på i kapitlet om derivater vil en forwardkontrakt passe bedre enn en futureskontrakt for en bedrift med stram likviditet. Om bedriften har god likviditet, kan hensyn som at futureskontrakten kan omsettes i annenhåndsmarkedet gjøre at man velger denne fremfor forwardkontrakten.

Tabell 1 Omsetning i valutamarkedene fordelt på type transaksjoner. Gjennomsnitt pr. dag. Milliarder USD

	Verden		Norge	
	April 1995	April 2004	April 1995	April 2004
Spot-transaksjoner	494	621	3,4	2,7
Valutaderivater				
- Valutaterminer	647	1173	4,2	11,7
- Opsjoner	41	117	46*	49*
- Annet	2	1		

* Tall i millioner USD.

Tabellen illustrerer omsetningen i verdens valutamarkeder. Tallene er gjennomsnitt av daglig omsetning i april måned i milliarder USD, og er hentet fra BIS-undersøkelsen "Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2004". Tallene for Norge er fra Norges Bank.

(Figur 2.5 Omsetning i valutamarkedene fordelt på type transaksjoner, kilde: Børsum & Ødegaard, 2005)

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

Figuren over er hentet fra en forskningsartikkel fra Handelshøyskolen BI (Børsum & Ødegaard, 2005), og viser i hvilken utstrekning derivater blir brukt ved valutasikring for bedrifter i Norge og verden som helhet. Tallene for “verden” er hentet fra BIS-undersøkelsen “Triennial Central Bank Survey of foreign Exchange and derivatived market activity in april 2004” og tallene for Norge er hentet fra Norges bank. Som en ser fra tabellen er de mest brukte derivatene terminer, herunder forwards, futures og swaps. Opsjoner blir også brukt, men i mindre grad. Det kan være nyttig å understreke at derivater både kan brukes som hovedstrategi for å redusere valutarisiko, og som supplement i andre strategier.

Derivater kan også brukes til sikring av prisrisiko. Som nevnt i avsnittet om Fish Pool sine derivater, gjør fiskeinstrumentene det mulig å sikre seg en gitt pris på hele, eller deler, av sin produserte laks. Man kan tenke seg at bedrift A vil kjøpe et bestemt kvantum laks. Bedrift A går til bedrift B, som er en oppdretter, og forhandler fram en avtale som inneholder betingelser om kvantum og tidspunkt for levering. Prisen på leveransen er avtalt å være spotprisen på laks på leveringstidspunktet. Bedrift A vet at lakseprisen er volatil og synes risikoeksponeringen denne avtalen fører med seg er for stor. De velger derfor å sikre halvparten av kvantumet de kjøper. Måten de gjør dette på er å kjøpe lakseopsjoner fra Fish Pool som dekker det ønskede kvantumet. De har nå, uavhengig av hvordan spotprisen på laks utviklet seg, forsikret seg om at de ikke må betale mer enn opsjonsprisen for laksen de har sikret. Det vil si, de må fremdeles betale spotpris for laksen ved oppgjørstidspunktet, men Fish Pool-opsjonen vil i tilfelle oppgang i lakseprisen gjøre at kjøper av opsjonen får mellomlegget som et finansielt oppgjør. Gjennom bruken av kjøpsopsjonen har de nå en god oversikt over en stor del av utgiftene forbundet med denne transaksjonen i fremtiden. Siden en lakseopsjon fra Fish Pool fungerer på tilsvarende måte som en hvilken som helst annen opsjon, drøftet i avsnittet om opsjoner tidligere i oppgaven, vil en få følgende scenario. Hvis prisen på laks går opp vil Bedrift A kunne innløse opsjonen og i praksis betale en lavere pris enn spotpris for halvparten av det kontraktsfestede kvantumet. Går det derimot motsatt vei, vil de bare tape opsjonspremien, og de vil betale en lavere pris for fisken enn det opsjonen tilsa.

Samlet vil dette gjøre at bedriften vil kunne redusere eksponeringen de er utsatt for. Hvor mye av innkjøp eller salg som sikres, vil avhenge av hvordan risikoappetitten til

den enkelte bedrift er. Denne typen operasjonell risiko vil i de fleste tilfeller være vanskelig å sikre på noen annen måte enn ved bruk av instrumenter. Naturlige sikringer er vanskelig å anvende, blant annet fordi det ikke er samme input- og outputfaktorer. Områder hvor man kan anvende naturlig sikring vil vi nå drøfte nærmere.

2.5.3.2 Diversifisering

Hvordan diversifisering fungerer har vi valgt å illustrere med valuta som eksempel. Dette fordi denne strategien vanligvis blir brukt for å redusere valutaeksponering. Noen bedrifter velger å spre sin virksomhet over ulike land, og på denne måten oppnå en eksponering mot ulike valutaer. Tanken med en veldiversifisert valutaportefølje er at tap/gevinst som følge av at en eller flere valutaer svekker seg blir kompensert gjennom at en/flere valuta styrker seg (Kaplanoglou, 2000).

2.5.3.3 Balanse i forholdet eiendeler og gjeld

Å gå inn for å få balanse i eiendeler og gjeld i fremmed valuta er en mye brukt strategi for å prøve å minimere oversettelsesrisiko. Denne strategien er som vist i figur 2.4 en form for naturlig sikring. Dette er en logisk fortsettelse fra avsnittet om valutarisiko der vi viste hvordan en bedrifts oversettelsesrisikoeksponering er differansen mellom eiendeler og gjeld i fremmed valuta. Målet med denne naturlige sikringen er å få eksponeringen til å gå mot null. Dette vil gjøre at konsernets egenkapital ikke svinger etter hvordan kursene på bestemte valutapar endrer seg.

Måten en gjør dette på er at man tar opp et lån i samme størrelse og valuta som tilsvarende datterselskapets eiendeler. Som nevnt i kapitlet om valutarisiko vil dette føre til at en svingning i den fremmede valutakursen mot konsernets valuta gjør at forpliktelsene og eiendelene til selskapet vil utjevne hverandre. Om en hadde finansiert datterselskapet med kapital overført fra konsernet, og ikke hatt lån i den fremmede valutaen, ville en svekkelse av den fremmede valutaen ha ført til at datterselskapet hadde vært mindre verdt i konsernvalutaen. Egenkapitalen til konsernet som helhet har gått ned. En slik situasjon kunne i verste fall ha ført til at konsernet plutselig hadde en veldig høy gjeldsgrad, og for eksempel at lånebetingelser kunne ha forverret seg på bakgrunn av dette.

2.5.3.4 Å få balanse i ut/innbetalinger i ulike valutaer

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

Transaksjonsrisikoeksponering kan, som vi skrev om i valutarisikoavsnittet, bli målt som differansen mellom inntekter og utgifter i en valuta som ikke er selskapets regnskapsvaluta. Siden denne risikoen truer kontantstrømmen direkte, og eksponeringen kan bli stor, har bedrifter incentiv til å forsøke og redusere denne. Dette kan gjøres med naturlig sikring, der en forsøker å få balanse i forholdet mellom innbetalinger og utbetalinger i utenlandsk valuta. En utfordring ved denne typen sikring er å klare å koordinere inn- og utbetalingene på en slik måte at en får tilnærmet like store beløp inn og ut på samme tid. Det holder ikke å ha balanse i inn- og utbetalinger i en måned, om innbetalingene i sin helhet foregår i begynnelsen av måneden og utbetalingene i slutten. Valutakursen er volatil og i denne perioden kan kursen ha svingt kraftig. På grunn av denne faktoren vil det i praksis være nærmest umulig å fjerne all eksponering mot transaksjonsrisiko gjennom naturlig sikring alene. Naturlig sikring vil i ulik grad redusere risikoeksponeringen, men en vil i de fleste tilfeller uansett sitte igjen med en ”rest-eksponering”. Om en vil ha redusert denne eksponeringen ytterligere må en ta i bruk andre virkemiddel. Dette er en naturlig overgang til neste avsnitt der vi vil skrive litt om kombinasjon av naturlig sikring og derivater.

2.5.3.5 Kombinasjonssikring

Det er mulig å kombinere finansiell sikring med derivater og naturlig sikring. På denne måten kan en ha en strategi som går inn for å sikre risiko naturlig til den grad det er mulig, og samtidig anvende derivater når en finner det hensiktsmessig.

Om en arbeider ut fra den forutsetningen at en ikke vil spekulere på utvikling i valutakurser, eller pris på viktige råvarer, vil det i situasjoner være nødvendig å sikre ved derivater, uansett hvordan en har strukturert selskapet.

En inngått kontrakt med en forholdsvis stor innbetaling i fremmed valuta en gang i fremtiden, der vi ikke har en tilsvarende utbetaling i samme valuta til samme tid, vil være et eksempel på en eksponering et derivat kan hjelpe å redusere.

2.5.3.6 Overføring av risiko

En annen strategi en kan bruke for å redusere en bedrifts risiko er å overføre risikoen til handelspartnere. Dette kan blant annet gjøres for å eliminere valutarisiko, eller for å eliminere risiko knyttet til råvarepriser. Strategien knyttet til valuta, fungerer slik at

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

en fakturerer utenlandske kunder i sin egen regnskapsvaluta. På denne måten overfører en valutarisikoen til handelspartneren sin.

En produsent kan også overføre risikoen knyttet til pris på råvarene den benytter seg av, til sine kunder. En måte å gjøre dette på har med når prisen på den ferdige varen blir fastsatt. Om en produsent forhandler pris hyppig, kan en legge opp til at nye priser blir forhandlet rett etter at råvarer er kjøpt inn. På denne måten får bedriften mulighet til å prise inn økte råvarepriser i utsalgsprisen, og dermed er det bare kunden som får effekten. Når man har mulighet til å gjøre dette vil en derfor ikke være utsatt for en råvarepriserisiko.

Om kontraktene har lengre tidshorisont er det også mulig å legge inn klausuler i avtalene som sier at prisen går opp om prisen på råvarene går opp. På denne måten har en også overført råvarepriserisikoen til kunden, og eliminert den for sin egen del.

2.6 Andre faguttrykk relevant for oppgaven

2.6.1 Covenants

”Covenants står for en skriftlig avtale eller løfte mellom to parter hvor den ene forplikter seg til at noe enten er, skal/skal ikke bli gjort, eller eventuelt går god for gitte forutsetninger” (Lederkilden, 2012)

Covenants er mye brukt blant annet i forbindelse med lån. Grunnen til at covenanten brukes er at det i følge engelsk og amerikansk lov er det som er skrevet i en avtale som er bindende. Dette er i motsetning til praksis i norsk lov, der det er avtalens intensjon som er i gjeldende. Lån der utenlandske banker er involvert vil derfor som regel ha en covenant tilknyttet lånet. Dette slik at avtalens premisser kan nedfelles i klartekst.

En covenant lar, som definisjonen over gir uttrykk for, den ene parten i avtalen muligheten til å sette krav til den andre parten. Om vi holder oss til Covenants tilknyttet lån, kan dette for eksempel være at lånegiver krever at lånetaker skal opprettholde en viss soliditet, eller at andre nøkkeltall skal holde en minimums- eller maksimumsverdi. Om da for eksempel soliditeten avviker fra kravet nedfelt i covenanten vil banken kunne terminere låneavtalen.

2.6.2 Porteføljeteori

For å presentere porteføljeteori vil vi ta utgangspunkt i en portefølje bestående av to verdipapir. Ved å velge to verdipapirer istedenfor flere vil formler og utregninger bli enklere å forklare, samtidig som modellens bruksområde fremdeles vises.

Vi vil starte med en liste over hva de ulike tegnene i formlene videre i dette avsnittet representerer.

σ_p^2 = varians avkastning på portefølje

σ_p = standardavvik avkastning på portefølje

σ_{12} = kovarians mellom avkastning til verdipapir 1 og 2

σ_i^2 = varians av avkastning til verdipapir i ($i=1,2$)

ρ_{12} = korrelasjonskoeffisienten mellom verdipapirenes avkastning

a = andel verdipapir 1 utgjør av porteføljen ($a \geq 0$)

\bar{r}_p = forventet avkastning for porteføljen

\bar{r}_i = forventet avkastning for verdipapir i ($i = 1,2$)

Porteføljens forventede avkastning beregnes som en vektet sum av de to aktivaenes forventede avkastning. Dette ser en gjennom formel 1.1:

$$\bar{r}_p = a \cdot \bar{r}_1 + (1 - a) \cdot \bar{r}_2$$

Porteføljens risiko har sammenheng, illustrert ved formel 1.2:

$$\sigma_p^2 = a^2 \cdot \sigma_1^2 + (1 - a)^2 \cdot \sigma_2^2 + 2 \cdot a \cdot (1 - a) \cdot \sigma_{12}$$

$$\sigma_{12} = \rho_{12} \cdot \sigma_1 \cdot \sigma_2$$

$$\sigma_p = \sqrt{\sigma_p^2}$$

Vi ser her at porteføljens risiko illustrert ved porteføljens varians eller standardavvik henger sammen med hvor mye verdipapirene svinger hver for seg og hvor mye de svinger sammen. Altså verdipapirspesifikk varians og verdipapirenes kovarians.

Ved å benytte seg av porteføljeteori er det noen ting en må være bevisst. Det er slik at blant de ulike kombinasjonene en kan ha av de to verdipapirene, så vil det være slik at noen kombinasjoner gir mer avkastning, enn en andre gjør, for et gitt risikonivå. En kan også se at en kombinasjon kan gi mindre risiko enn en annen for gitt avkastningsnivå. Det er altså slik at noen kombinasjonsmuligheter dominerer andre kombinasjonsmuligheter. Om en da velger en kombinasjon som blir dominert ved at de har ulik avkastning på likt risikonivå, vil en for eksempel kunne sitte med en portefølje med $\sigma_p = 20\%$ og $\bar{r}_p = 8\%$, der valget av en annen kombinasjon kunne gi en portefølje med $\sigma_p = 20\%$ og $\bar{r}_p = 15\%$. En går helt unødvendig glipp av en betydelig forventet meravkastning.

Det en ofte er ute etter gjennom konstruksjon av en portefølje er å finne den kombinasjonen som minimerer risikonivået. Denne kombinasjonen blir ofte referert til som minimumvariansporteføljen. Denne kombinasjonen vil gi porteføljen en avkastning som er høyere enn for en investering i det minst risikofylte verdipapiret alene, samtidig som den vil ha mindre risiko. Formelen for andel i verdipapir a i minimumvariansporteføljen er:

$$a^* = \frac{\sigma_2^2 - \sigma_{12}}{\sigma_1^2 + \sigma_2^2 - 2 \cdot \sigma_{12}}$$

Det er viktig å merke seg at noen forutsetninger må være oppfylt for at en risikoreduksjon skal være mulig. Korrelasjonskoeffisienten må være mindre enn forholdet mellom verdipapirenes standardavvik.

$$\rho_{12} < \frac{\sigma_1}{\sigma_2} \text{ der } \sigma_1 < \sigma_2$$

En samvariasjon på 1, gir heller ingen risikoreduksjon, da avkastningene da går helt i takt.

2.7 Oppsummering

Vi har i dette teorikapittelet presentert det vi mener er relevant teori for oppgaven vår.

Vi begynte med å se på risikostyring generelt, før vi presenterte det helhetlige rammeverket for risikostyring fra COSO. Deretter prøver vi å identifisere risikofaktorer som vil være aktuelle å se på ut fra tre ulike perspektiver.

Vi har delt opp etter henholdsvis oppdrettsnæring, fiskefôrprodusent og globale selskap. Dette mener vi er en logisk oppbygning basert på Cermaqs selskapsstruktur.

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

Vi har også sett på en metode for kvantifisering av risiko. Vi avslutter teorikapittelet med å se på hvordan de risikofaktorene vi har identifisert kan håndteres. Dette har vi gjort gjennom å legge frem ulike derivater som kan være aktuelle, samt sett på andre sikringsmetoder som for eksempel naturlig sikring. Vi har i tillegg undersøkt hvordan disse kan kombineres for å få en god sikringsstrategi. Vi har også pekt på andre relevante temaer vi mener det har vært viktig å få forklart.

3 Metode

3.1 Metodelære

Samfunnsvitenskaplig metode kan ses på som ”veien mot målet”. I dette ligger det at den sier noe om hvordan man kan gå frem for å skaffe til veie informasjon om den sosiale virkeligheten, hvordan denne bør analyseres og hva den til sist forteller oss (Johannesen, Christoffersen & Tufte, 2011).

Metodelæren dreier seg i hovedsak om hvordan vi skal finne ut om våre antakelser stemmer overens med virkeligheten. Det vil si hvordan vi skal skille våre egne antakelser fra det man kan kalle en objektiv sannhet. Målet vil være å finne grunnlag for antakelser slik at de kan oppfattes som allmenngyldige. Dette gjøres ved at undersøkelsen oppfyller et sett med vitenskapelige krav. Metodelæren hjelper oss med å finne veier som gjør oss i stand til å oppfylle disse kravene (Johannesen, Christoffersen & Tufte, 2011).

Samfunnsfaglig metode deles inn i to overordnede kategorier, kvalitativ- og kvantitativ metode. Kvantitativ metode opererer med data man kan gjøre matematiske beregninger på, og de opptrer gjerne i form av tall. Kvalitativ data fremstår oftere som tekst, dette gjør at dataene ofte er vanskeligere å kvantifisere. Gjennom kvantitative tilnærminger forsøker man blant annet å si noe om utbredelsen av et fenomen. Kvalitative tilnærminger vil på den andre siden forsøke å si noe om hva som ligger bak handlingene og hvilket meningsinnhold de er tillagt (Johannesen, Christoffersen & Tufte, 2011).

Innsamlingen av data vil derfor også være forskjellig mellom disse metodene. To av de mest vanlige datainnsamlingsmetodene i et kvantitativt forskningsdesign er spørreundersøkelser og databaseinnsamling. Gjennom en spørreundersøkelse kan man få kartlagt hva respondentene mener. På bakgrunn av dette kan en være i stand til å identifisere årsakssammenhenger, om visse forutsetninger er oppfylt. Spørreundersøkelser gir data som er forholdsvis lett å håndtere i etterkant, for eksempel gjennom statistiske beregninger (Johannesen, Christoffersen & Tufte, 2011).

Kvantitative undersøkelser kjennetegnes ofte av en meget høy grad av strukturering og det gir forskeren lite fleksibilitet til å gå dypere inn i materien når undersøkelsen er satt i gang. Et annet særtrekk ved kvantitative undersøkelser er at det ofte er lite krevende å sikre reliabiliteten. Dette fordi resultatene ofte er kvantifiserbare, noe som gjør at de relativt lett kan sammenliknes med andre undersøkelser. Ved kvalitative tilnærminger går man mer i dybden på fenomenet. Dette for å finne meninger bak og motivasjoner for handlinger. Motivasjonen kan man i noen tilfeller forstå gjennom å se på tankerekken bak en bestemt handling.

Kvalitativ metode er spesielt egnet på områder hvor det ikke er mye forskning fra før, eller der hvor det er få aktuelle aktører. Ved bruk av kvalitative metoder vil forskeren ha en stor grad av fleksibilitet og nærhet til fenomenet. Kvalitative metoder gir også en god helhetsforståelse av fenomenet. En typisk innsamlingsform for data i dette forskningsdesignet er et dybdeintervju (Johannesen, Christoffersen & Tufte, 2011).

3.2 Perspektiv, formål og forskningsspørsmål

Å arbeide ut fra et spesielt teoretisk perspektiv handler om å undersøke et fenomen fra en spesiell synsvinkel eller på en viss betraktningssmåte. Med andre ord kan fenomenet betraktes ulikt ut fra hvordan en undersøker det og med hvilke forutsetninger forskeren har. I sammenheng med dette kan en si at valg av perspektiv potensielt vil ha stor betydning for hvordan resultatet av forskningen blir.

Forskerens forutsetninger i denne konteksten inneholder blant annet hans faglige bakgrunn. Vårt faglige utgangspunkt, som har styrt oss i valg av oppgavens tema og problemstilling, er hovedsakelig vårt profileringsfag ”regnskap og økonomistyring”. I dette emnet var risikostyring en betydelig del av pensum. Siden problemstillingen vår går i dybden på risikostyring i en enkelt virksomhet, har vi i tillegg til dette valgt å lese oss opp på utvalgt teori utover det vi har hatt i pensum. Denne teorien innebefatter risikostyring spesifikt for fôrproduksjon og fiskeoppdrett, og litt mer avansert teori rundt valutasikring. Vi mener dette var nødvendig for å kunne arbeide ut fra et perspektiv, som gjorde det mulig for oss å avdekke det vi ønsket med oppgaven.

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

Formålet med vår undersøkelse henger sammen med et ønske om å bedre forstå styring av finansiell risiko i et globalt selskap. Dette i tillegg til å bedre forstå styring av finansiell risiko i et konsern som bedriver både fiskefôrproduksjon og fiskeoppdrett. Det er også et mål for oss å lære mer om risikostyring.

En annen viktig funksjon er at perspektivet er avgrensende (Johannessen, Christoffersen & Tufte, 2011). I forhold til avgrensning har vi i vår oppgave og følgelig i vårt dybdeintervju valgt å avgrense perspektivet til å gjelde hvilke finansielle risikofaktorer Cermaq ser på som sine viktigste, hvordan, og om, de styrer disse og hvorfor de styrer/ikke-styrer de ulike risikofaktorene. Vi har altså valgt å se bort fra risikofaktorer vi ikke definerer som finansielle jamført vår tolkning av begrepet finansielle risikofaktorer.

En definisjon av begrepet forskningsspørsmål/problemstilling er: ”spørsmål som blir stilt med et bestemt formål, og på en så presis måte at det lar seg belyse gjennom bruk av samfunnsvitenskapelige metoder” (Halvorsen, 2008, s. 35, referert i Johannessen, Christoffersen og Tufte, 2011, s. 63).

Vår problemstilling har blitt til gjennom arbeidet med oppgaven. Siden vi gikk inn i prosessen med åpent sinn, har vi kunnet modifisere problemstillingen underveis for å fange de delene av fenomenet som har åpenbart seg for oss som spesielt interessante.

3.3 Metode for innsamling av teoretisk informasjon

I vår oppgave har vi brukt forskjellige kilder tilgjengeliggjort for oss gjennom Universitet i Nordland. Vårt fokus har vært å finne teori på de spesielle fagfeltene vi mener oppgaven vår dekker. Vi har hovedsakelig hentet vår teori fra forskningsartikler om temaer som risikostyring, fiskeoppdrett, og industriproduksjon. En stor del av teorien vil naturlig nok være generelt om ulike finansielle verktøy som har et mulig bruksområde i sikringsøyemed. Hovedtyngden av forskningsartiklene er hentet fra anerkjente utenlandske institusjoner, men vi har også brukt noen skrevet på norsk. Særlig i forbindelse med Fish Pool og fiskeoppdrett har vi funnet mye på norsk, da Norge er en stor verdensaktør innenfor området (FAO, 2010).

3.3.1 Pålitelighet teori

Vi har brukt både lærebøker og forskningsartikler fra anerkjente institusjoner, hvor vi i hvert enkelt tilfelle har foretatt en vurdering. Vi har i stor grad fokusert på å få primær - eller sekundærdata, vi har i størst mulig grad forsøkt å unngå og bruke tekst og materiale fra kilder som siterer andre kilder. De fleste kildene vi har er hentet fra internett. Vi oppfatter at dette tradisjonelt har blitt sett på som mindre troverdig. Vi mener at den digitale tidsalderen har ført til at de troverdige kildene som tidligere kun var tilgjengelig i fysiske utgivelser, nå er digitalisert og tilgjengeliggjort gjennom internett. Det at vi har hentet disse kildene gjennom kjente databaser for forskningsartikler og faglig arbeid gjør oss trygg på at kildene har høy pålitelighet.

3.4 Metode for innsamling empiri

3.4.1 Valg av metode

Vår metode vil være en kvalitativ undersøkelse hvor dybdeintervju vil være vår primære datakilde. Vi bruker samtidig årsrapporter som supplement.

Et kvalitativt forskningsdesign vil være det beste for oss siden vi jobber med et såpass avgrenset tema og kun én analyseenhet. Et kvantitativt design har ikke kunne gitt oss den samme dybden og innsikten vi trenger for å skjønne hvordan Cermaq ASA styrer sin risiko. Cermaq skiller seg også ut i forhold til andre bedrifter i samme bransje slik at en direkte sammenlikning ikke vil egne seg fullt ut.

3.4.2 Utforming intervjuguide

Vårt fokus for utforming av intervjuguide har vært at den på best mulig måte skal hjelpe oss med å skape en rød tråd i intervjusituasjonen. Dette gjennom å ha en logisk oppbygging i forhold til type spørsmål og tema for spørsmål. Utformingen av intervjuguiden har vi valgt å gjøre semistrukturert, slik at vi har strukturen som gir oss svar på det vi undersøker, samtidig som vi kan fritt forfølge nye spor underveis.

3.4.3 Utvalgsstørrelse og strategisk utvelgelse av informanter

Det blir sagt i metodeteori at det er vanskelig å på forhånd avgjøre hvor mange intervjuer som holder i en undersøkelse, men det blir sagt at en bør gjennomføre intervjuer til en oppnår informasjonsmetning. Det vil si at en bør fortsette å rekruttere informanter helt til en ikke lenger får ny informasjon ved å involvere nye informanter.

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

Basert på denne filosofien har en i diverse teori kommet frem til at en utvalgsstørrelse på flere enn 10 personer er å foretrekke.

Hvilken type undersøkelse en gjennomfører, og hvordan en vil presentere funnene og bruke empirien, er viktige ting å tenke over når det kommer til hvordan en velger informanter. Når en arbeider med en kvalitativ undersøkelse er målet å skaffe mest mulig informasjon om fenomenet vi undersøker, ikke nødvendigvis å kunne generalisere til befolkning slik en ofte gjør i en kvantitativ undersøkelse. Av dette følger det at en ofte foretar, og at en kan foreta, utvelgelsen basert på hvem en tror er best egnet til å belyse fenomenet, og som kan bidra til at en får samlet inn nødvendig data. Dette kalles for strategisk utvelgelse.

Basert på dette har vi valgt å konsentrere innsatsen vår på et enkelt dybdeintervju der vi intervjuer to personer fra Cermaq sin ledelse. Vi mener disse to personene er ansatt i funksjoner som gjør at de vil være i stand til å gi oss den mest relevante informasjonen vi kan håpe å samle inn gjennom informanter. Dette fordi risikostyring er et komplekst tema, som en ikke kan forvente at alle i en bedrift i like stor grad har oversikt over. Vi mener på bakgrunn av dette at utvalget av informanter er adekvat i forhold til å hjelpe oss å svare på vår problemstilling. Dette til tross for at utvalget er mindre enn teorien tilsier er optimalt.

3.4.4 Datainnsamling

Når man skal foreta en datainnsamling forsøker man å finne dokumentasjon på den antagelsen man har. Denne dokumentasjonen vil variere avhengig av hva som er i fokus. Man må i prosessen hensynta hvilke objekter man skal undersøke og hvordan man skal angripe undersøkelsen.

For oss vil det være vanskelig å dekke alle aspekter ved et så stort konsern i for eksempel et spørreskjema. Vi bruker derfor, som beskrevet tidligere dybdeintervju og årsrapporter som data. Deretter sammelinger vi disse for å se på eventuelle nyanser.

En fare med dybdeintervju kan være at relasjonen mellom informanten og intervjuer kan ha stor innvirkning på hvor mye og hvor god informasjon en får hentet ut. Vi forsøker å unngå denne risikoen med å sende spørsmålene til Cermaq på forhånd. På

denne måten har informantene mulighet til å forberede seg best mulig. Dette ved at de får se temaene som vil bli aktuelle og dermed eventuelt får innhentet den informasjonen som er nødvendig for å svare dekkende. Dette mener vi gjør situasjonen for informantene best mulig, da det reduserer sjansen for at de føler seg overrasket eller fornærmet. For oss vil dette forhåpentligvis føre til at vi får utfyllende og pålitelig informasjon.

3.4.4.1 Praktisk gjennomføring

Tidlig i prosessen bestemte vi oss for at det beste ville være om vi hadde et personlig møte med informantene våre. Dette vil gi oss mer frihet og trolig føre til at det krever mindre innsats fra informantene. Vi tror også at vi blir tatt mer seriøst, og at det gjorde det lettere for oss å få intervju, når vi viser at vi virkelig bryr oss om å få dette intervjuet. Det vil heller ikke medføre en uoverkommelig ekstrakostnad for oss å gjøre det på denne måten.

3.4.4.2 Casestudie

Vårt forskningsdesign baserer seg på metoden for casestudie. Dette er et studie av en enkelt hendelse eller organisasjon, hvor man har muligheten til å gå i dybden på dette fenomenet. En casestudie er en undersøkelsesform hvor man henter inn data fra ulike kilder, i et visst tidsrom. Man forsøker å hente inn så mye informasjon som mulig om dette avgrensede "caset", og målet er å gå i dybden. Kildene som brukes vil man kunne klassifisere som tid og stedsavhengige (Johannesen, A., Christoffersen, L. & Tuft, P.A. 2011). Det vil derfor si at studien er avhengig av å tolkes i den settingen den blir gjort i. Kvalitative innsamlingsformer er det som er mest vanlig å bruke i et slikt casestudie design, men kan med fordel kombineres med kvantitative data. Dette gir en mulighet til å få enda mer informasjon om casen, samtidig som man får en bedre forståelse av flere sider av fenomenet.

I et casestudie kan man analysere en eller flere caser. Det vanligste er å operere med en case, men man kombinerer gjerne med flere "støttecase" for å belyse hovedcaset best mulig. Man kan også tilnærme seg metoden med en eller flere analyseenheter. Ved å velge flere analyseenheter vil man lettere kunne se helheten ved den hovedenheten som analyseres, har man en analyseenhet får man dybdekunnskap, men det kan igjen være vanskelig å sammenfatte dette til en helhet.

Vi mener vår undersøkelse passer godt under beskrivelsen casestudie, da vi analyserer risikostyring i et bestemt konsern. Kildene våre vil være både primær- og sekundærkilder, og de vil være både tid og stedsavhengige.

3.4.4.3 Etiske hensyn

I vår undersøkelse har vi lagt vekt på at informantene vi har snakket med har vært informert om hva oppgaven vår går ut på, hvilken motivasjon vi har og hvilken hensikt vi har. Vi har understreket at informantene kan trekke seg fra undersøkelsen når de selv måtte ønske. Videre har vi også informert eksplisitt om at både vi og alle andre involverte i oppgaven kan signere taushetserklæring. Vi mener derfor at de forskningsetiske retningslinjene for samfunnsvitenskap, jus og humaniora er fulgt i vår undersøkelse.

3.5 Analyse av kvalitativ datainnsamling

I vår analyse av undersøkelsen vil vi forsøke å legge fokus på hva som er grunnen til at de sikrer eller ikke sikrer relevante områder. Videre vil vi prøve å hente ut eventuell ny informasjon som ikke er tilgjengeliggjort gjennom årsrapporter. Vi mener det er viktig for oss, igjennom intervjuet, å få belyst hele prosessen fra identifisering til resultat.

Framgangsmåten vår for å gjøre en god analyse av undersøkelsen har vært og først transkribere hele intervjuet fra de opptak vi gjorde. Fra transkripsjonen har vi identifisert det vi mener kan regnes som relevante data. Dette har vi gjort ved og først å dele opp intervjuet etter temaer som blir diskutert. Videre har vi gjennomgått hvert enkelt tema og trukket ut det vi mener belyser problemstillingen vår på en god måte. Den relevante dataen har vi så sammenliknet med det som ble beskrevet i årsrapportene før vi til slutt presenterer dette sammen i resultatkapittelet.

3.6 Evaluering av undersøkelsen

3.6.1 Pålitelighet

Påliteligheten i vår undersøkelse tror vi vil være ivaretatt igjennom metodedelen og den beskrivelsen vi gir av arbeidet som gjøres. Arbeidsmetoden og den praktiske gjennomførelsen blir tydelig beskrevet gjennom oppgaven, og dette tror vi bidrar så godt som mulig til å styrke undersøkelsen sin pålitelighet.

Et annet viktig poeng vi vil belyse er i forhold til informasjonen vi har presentert i vår resultatdel. Siden all informasjon om hvordan risikostyringen til Cermaq foregår er hentet fra selskapets årsrapport og fra deres ansatte gjennom et dybdeintervju, vil det være en mulighet for at bildet vi er blitt fremstilt er ufullstendig. Dette gjennom at informasjon av ulike grunner, vi tenker da for eksempel på konkurransehensyn, kan være utelatt. Dette er ingen mistanke vi har, men vi erkjenner at det kan sees på som en svakhet ved oppgaven at informasjonen stammer fra kilder med samme interesser.

3.6.2 Validitet

Oppgaven vår har tydelig definerte spørsmål som skal besvares, og dette gjøres gjennom flere steg. Vi har gjennom hele prosessen forsøkt å holde oss til metodebeskrivelsen slik at vi ikke bevisst begår metodefeil. Intervjuet og etterarbeidene til dette er behørig dokumentert, blant annet gjennom transkribering. Utvalgsskjevheten må vi være bevisst, men vi har valgt å stole på at Cermaq ASA stiller til disposisjon de beste folkene på området, slik at vi får med de synspunktene som må være med i en slik undersøkelse. Vi mener at utvalgsprosessen vår, med Cermaq ASA sin hjelp, har redusert faren for at vi skal få klassifiseringsskjevheter i undersøkelsen vår. Vi føler oss sikre på at de svarene vi har fått har kommet fra de som er best egnet til å besvare dem. Den strategiske utvelgelsen mener vi derfor har ført til at faren for klassifiseringsskjevhet er minimert.

Vi mener vi har unngått problemstillingen rundt hukommelsesskjevhet ved at vi fikk mulighet til å ta opp intervjuet. Vi er allikevel oppmerksom på at noen kognitive skjevheter kan oppstå, da man kan anta at intervjuobjektene har en større kunnskapsbase enn oss som studenter. Vi står da blant annet i fare for å bli ledet til å tro at alt de sier er sant. Dette har vi forsøkt å redusere ved å være oppmerksomme på problemstillingen på forhånd. I den grad det har vært mulig har vi forsøkt å få bekreftet vår data og våre funn. Dette har vi gjort ved å sende tvilstilfeller tilbake til informantene for å få bekreftet eller avkreftet oppfatninger vi har.

3.6.3 Overførbarhet

Overførbarheten i vår undersøkelse vil vi si er lav. Dette kommer av at vi undersøker et spesielt selskap i et enkelt tidsrom. Vi skal ikke se bort fra at vi kan finne likheter i andre selskaper i samme bransje, men det er ikke noe vi kan regne med å bruke til å

bekreftede våre funn. Det andre aspektet er at vi ser på veldig spesifikke sider av dette selskapet. Noe av denne dataen kan muligens overføres eller generaliseres til selskaper i samme bransje, men dette blir sannsynligvis bare aktuelt med bruddstykker. Cermaq er også et spesielt selskap siden de driver med både oppdrett og fôrproduksjon. Dette gjør at deres risikobilde blir annerledes enn for deres konkurrenter, og forskjellig fra selskaper i norsk næringsliv generelt. De momentene som muligens kan generaliseres er hvordan selskapet ser på og eventuelt håndterer spesifikke risikoer. Valuta- og renterisiko gjelder for mange internasjonale selskaper, og man kan tenke seg at noen av resultatene kan overføres til eksempelvis oljeselskaper eller andre selskaper som handler i utenlandsk valuta. I sum vil vi allikevel si at overførbarheten i vår undersøkelse er lav.

3.6.4 Objektivitet

Vår objektivitet er noe vi har forsøkt å holde så godt som mulig. Vi er likevel oppmerksomme på at intervjuet vi gjennomførte, potensielt kan svekke vår objektivitet. Dette kommer av at intervjuobjektene sitter med en større kunnskap enn oss, samtidig som de vil ha betydelig mer informasjon enn det vi, av ulike grunner, har mulighet til å tilegne oss. Det gjør at vi ikke har noen mulighet til å etterprøve de uttalelsene de kommer med. Det vil med andre ord kunne bety at deres subjektivitet som ansatte i Cermaq, potensielt kan bidra til å svekke vår objektivitet. På den andre siden har ikke vi noen sterke følelser for hvordan utfallet av undersøkelsen skal bli, og har heller ikke dypere formening om hvordan vi mener de burde styre risikoen sin. Vi forsøker å styrke vår objektivitet gjennom å sammenligne uttalelser med årsrapporter og andre offentlige dokument, samtidig som vi leser oss opp på og styrker vår kunnskap på de temaene som omhandles.

4 Resultater

Vi vil starte dette kapittelet med å presentere Cermaq ASA. Deretter vil vi legge fram hvordan Cermaq tar hensyn til noen av sine mest sentrale finansielle risikofaktorer. Disse risikofaktorene blir her delt inn i markedsrisiko og kredittrisiko. Cermaq har også skrevet om likviditetsrisiko, altså gruppens potensielt manglende evne til å møte sine økonomiske forpliktelser. Denne risikofaktoren har vi utelatt fra videre drøftelse, da vi har måttet avgrense oppgaven. Vi vil også legge frem hvordan Cermaq mener det å være involvert i både Ewos og Mainstream påvirker konsernet ut fra et risikoperspektiv.

Vi vil starte beskrivelsen av hver risikofaktor med informasjon fra selskapets årsrapporter. Dette vil, om ikke annet er spesifisert, være årsrapportene fra 2010 og 2011. Videre vil vi inkludere eventuelle nyanseringer og tilleggsinformasjon fra dybdeintervjuet vi har gjennomført (Vedlegg 3). Gjennom å bruke disse to kildene for datainnsamling føler vi at vi får en god forståelse av hvordan Cermaq styrer markeds- og kredittrisiko.

4.1 Cermaq ASA

Cermaq er et børsnotert selskap på Oslo Børs. Det er et delvis statlig eid selskap, hvor staten, gjennom nærings- og handelsdepartementet eier 43.5 prosent. Cermaq har sin opprinnelse fra Statens kornforening. Man valgte å skille ut forretningssiden ved denne foreningen og man opprettet Statkorn Holding AS i 1994. Dette selskapet er det som i 2001 skulle bli hetende Cermaq ASA.

De viktigste årsakene som har medvirket til at Cermaq ser ut som det gjør i dag er hovedsakelig oppkjøpet av fiskeførselskapet NorAqua, hvor Cermaq ble majoritetseier i 1999 og oppkjøpene av alle EWOS selskapene i 2000. År 2000 var et stort år for daværende Statkorn Holding. I tillegg til å tilegne seg en stor fiskefôrproduksjon går de også tungt inn i oppdrettsnæringen. De kjøper opp flere selskaper som senere skal bli samlet under Mainstream.

Cermaq har i dag videreført to kjerneområder. Ewos står for ca 60 % av inntektene, mens Mainstream står for ca 35 %.

4.1.1 Ewos

EWOS produserer fiskefôr for oppdrettsnæringen. Per i dag produserer EWOS fôr til 28 forskjellige oppdrettsarter, hvorav laks har hovedtyngden av produksjonen. EWOS opererer i de fire landene hvor det produseres mest oppdrettsfisk, Norge, Chile, Canada og Skottland. Selv om produksjonen foregår i disse landene eksporteres fôret til hele verden, fortrinnsvis Europa og Asia. EWOS regnes som en av de tre store laksefôrprodusentene i verden. De har per i dag en markedsandel internasjonalt på rundt 33 %.

4.1.2 Mainstream

Mainstream er paraplynavnet til oppdrettsselskapene i Cermaq. Mainstream opererer i tre land, Norge, Canada og Chile. Disse selskapene er oppdrettsselskap som frembringer laksen fra de er smolt til den er slakteklar.

4.2 Markedsrisiko

Fra årsrapport

Cermaq definerer i årsrapporten markedsrisiko på en tilsvarende måte som vi har gjort tidligere i denne oppgaven. De deler deretter markedsrisiko inn i underkategoriene valutarisiko, renterisiko og prisrisiko. Prisrisiko blir forklart nærmere ved å peke på at den innebærer: “for eksempel spotpriser for laks og børsnoterte råvarer”.

De skriver at: “Markedsrisiko overvåkes og styres aktivt av gruppen”. De presenterer videre noen måter de reduserer sin eksponering: “Eksponering (...) reduseres ved å ha virksomheter i ulike segmenter og markeder og gjennom operasjonelle risikodempende tiltak”, og “I noen tilfeller er markedsrisiko overført til en tredjepart (...)”. De spesifiserer også at de ikke bruker ekstern sikring uten at det er en betydelig risiko for brudd på lånebetingelser. Dette begrunner de med at sikringsaktiviteter normalt fører til lavere forventet gjennomsnittlig avkastning.

4.3 Prisisiko

4.3.1 Innkjøp råvarer

Fra årsrapport

Om prisisikoen tilknyttet råvarer begynner de først å forklare at råvarene blir kjøpt inn på det internasjonale råvaremarkedet, og at de fleste råvarene de benytter seg av ikke er børsnotert. Om hvordan prisisikoen blir håndtert skriver de: “Avtaler for innkjøp av råvarer blir som regel inngått i forkant av den periodiske prisfastsettelsen til kunder, slik at risikoen tilknyttet økning i råvarepriser er effektivt overført til kjøperne”. De fortsetter ved å beskrive et unntak de sier kan forekomme der “EWOS handler råvarene utenfor inngåtte rammeavtaler for å møte en uventet vekst i føretterspørselen”. I disse tilfellene forklarer de at selskapet ikke alltid kan belaste kundene for de økte kostnadene dette medfører.

Fra intervjuet

I intervjuet forklares konseptet med at risikoen blir ført over på kjøper, på samme måte som i årsrapporten. Det blir dog presisert at selv om selskapet teoretisk sett ikke skulle sitte igjen med eksponering, likevel gjør det til en viss grad, dog i håndterlige mengder: “så perfekt er jo ikke verden, men det som stort sett har vært igjen hittil, det har vi klart å leve godt med”. Videre kommer de med en grunngiving for hvorfor de ikke sikrer utover det å bruke de naturlige sikringene de har: “det er jo ikke tvil om at sikring koster, det er jo både en opportunistisk kostnad og det er jo også en ren transaksjonskostnad knyttet til sikringen”.

4.3.2 Salg av fisk

Fra årsrapport

“Gruppens oppdrettsvirksomhet er eksponert for svingninger i spotpriser for laks, som i stor grad er styrt av globalt tilbud av og etterspørsel etter laks”. Det beskrives at denne effekten av prisendringer er redusert “gjennom geografisk diversifisering, miks av arter, langsiktige kontrakter og finansielle kontrakter”. Videre pekes det på at det kan være vanskelig å reagere på de globale trendene i pris grunnet lang produksjonstid. I årsrapporten sies det at laksen i stor grad blir handlet til spotpris, men “dette kan variere i ulike markeder, og er avhengig av konsernets konkurransesituasjon”. De har ikke i stor grad inngått fastprisavtaler på salgsvolumet.

Fra intervjuet

De sier i intervjuet at de bruker finansielle kontrakter som en del av en prisstrategi. De beskriver at det tidligere har vært for lav likviditet på den viktigste markedsplassen for fastprisavtaler, Fish Pool. Dette illustrer de gjennom eksempelet: “Totalvolum på Fish Pool var jo mindre enn det som er totalvolumet for hele Cermaq i 2010”. De beskriver videre at dette kan ses på som et problem. De forteller at de vil bruke den kunnskapen de sitter inne med for å identifisere urolige perioder hvor det kan være hensiktsmessig å bruke disse produktene. På spørsmål om de opererer med fastlagte sikringsandeler svares det blant annet at “ Det vil ikke være en slik sikringspolicy, det er hvertfall ikke det per i dag. Så det å si at så og så andel skal vi sikre, det har vi ikke”. De har altså ingen strenge krav til hvor stor andel av volumet som skal sikres.

4.4 Valuta

Fra årsrapport

Cermaq skriver under note 24 i sin årsrapport for 2011 at de som internasjonal virksomhet er eksponert for svingninger i valutakurser. Valutaeksponeringen blir sett på som tredelt, og de skiller da mellom “eksponering knyttet til omregning til presentasjonsvaluta”, “eksponering knyttet til transaksjoner i utenlandsk valuta” og “økonomisk valutaeksponering”. Cermaq sitt skille blir det samme som det vi har forklart i vår teoridel som oversettelsesrisiko, transaksjonsrisiko og økonomisk risiko.

Om sin oversettelsesrisiko skriver Cermaq at denne er nøye overvåket, da den påvirker finansielle lånebetingelser. De skriver videre at denne eksponeringen blir forsøkt redusert gjennom “å finansiere eiendeler med lån utstedt i samme valuta”. Det står også eksplisitt at “Eksponering knyttet til egenkapital i utenlandske datterselskap er normalt ikke sikret”.

Cermaq skriver at de fleste datterselskapene i gruppen er eksponert for transaksjonsrisiko. Videre skriver de at risikoen hovedsaklig henger sammen med eksportsalg for oppdrettsdelen av virksomheten, “mens for førselskapene er risiko knyttet til innkjøp av råvarer på det internasjonale råvaremarkedet”. Hvordan transaksjonsrisikoeksponeringen håndteres, beskrives ved: “konsernets

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

transaksjonsrisiko er redusert gjennom diversifisering og kontraktsmessige mekanismer for prisjustering”. De skriver videre at “dersom motsatt eksponering fra ulike datterselskaper ikke er fullt utlignet, vil den gjenværende effekten av ugunstige valutabevegelser påvirke konsernets resultat og finansielle posisjon”.

“Som regel sikrer ikke gruppen transaksjonseksponering i det finansielle markedet”. Men det er likevel en åpning for det i deres policy: “Valutasikring tillates i de tilfeller der det er en betydelig risiko for brudd på finansielle lånebetingelser, og der eksponeringen ikke kan effektivt reduseres ved bruk av operasjonelle sikringstiltak”.

Om økonomisk valutaeksponering skriver de at den “blir løpende vurdert, men anses for øyeblikket å være begrenset og er derfor ikke aktivt sikret”.

I styrets beretning skriver de at oversettelsesrisikoeksponeringen er størst mot USD, og at “eiendeler og inntekter bokført i amerikanske dollar i stor grad er sikret gjennom lån i samme valuta”. Det står videre at 59 prosent av konsernets rentebærende gjeld ved utgangen av 2011 var i USD, noe de mener “gir en direkte sikring for investeringene i Chile”.

Om transaksjonsrisikoeksponeringen står det at “valutaeksponering (...) er hovedsaklig knyttet til amerikanske dollar og euro mot norske kroner, og amerikanske dollar mot kanadiske dollar”. Videre om reel eksponering og håndtering sier de: “Valutaeksponeringen er i stor grad redusert gjennom diversifisering, da selskaper i gruppen har eksponeringer som utligner hverandre for konsernet sett under ett. Valutaeksponering er videre redusert gjennom kostprisjusteringsklausuler i kontrakter med førkunder.” Om den resterende eksponeringen skriver de at: “Den (...) overvåkes regelmessig, og anses for tiden å være lav. Det foretas derfor kun i begrenset omfang sikring gjennom finansielle kontrakter”.

Fra intervjuet

4.4.1 Derivater

I intervjuet ble det gitt et eksempel på en situasjon der Cermaq har brukt derivater for å sikre seg mot valutarisiko. Dette var i forbindelse med salg av Mainstream

Skottland. Praktisk om avtalen ble det sagt: ”Da vi solgte Mainstream Skottland, ble prisen fastsatt i britiske pund”. Informanten sier videre at ”fordi vi bruker norske kroner og vi ikke hadde lyst til å sitte på den eksponeringen på det tidspunktet avtalen ble signert, snudde vi oss, ringte en bank og solgte pund forward”. Det ble så spesifisert at det i slike situasjoner bare blir brukt enkle terminer, ”ikke rare opsjoner eller eksotiske derivater”.

4.4.2 Transaksjonsrisiko

På dette temaet blir det spesifisert at ”Ewos kjøper råvarer hovedsakelig i Euro, slik at det oppstår en risiko mellom Euro og USD, (...) Mainstream eksporterer fra Norge til markeder som opererer motsatt, derfor får vi en veldig fin netting der”. Med netting menes den naturlige sikringen i at en nedgang i et valutapar kan kompenseres gjennom en oppgang i andre. Nærmere beskrivelse av naturlig sikring finnes i kapittel 2.5.3. Om hvordan eksponering blir regnet ut blir det sagt at ”Transaksjonsrisiko er mye (...) sannsynlighetsregning”.

Vi fikk videre bekreftelse på at de bruker Value at Risk når det kom til kvantifisering av transaksjonsrisiko, etter å ha spurt om dette. Måten dette blir gjort på ble nærmere beskrevet slik: ”Vi ber datterselskapene våre sende oss oversikt over den forventede valutaeksponering for neste periode, og så putter vi totalen inn i en modell(...) vi har en software som (...) beregner ti tusen interaksjoner, Monte Carlo-simulasjon. Det er basert på den nåværende korrelasjonen mellom valutapar. Vi tar valutaspot for i dag, så tar vi eksponeringen for tolv måneder totalt og gjennomfører en simulasjon”.

Videre forklares det hvordan en slik simulering fungerer. Det **understrekes** at korrelasjon og volatilitet er viktige antakelser når en bruker denne modellen til dette formålet. Et eksempel på gjennomført simulasjon med tolking av resultat: ”Siste simulasjon vi tok var 43 millioner, som er veldig lav når en tenker på omsetningen vår”. Videre forklares det at modellen gir ”en output som viser eksponering før diversifisering og før prisjusteringsmekanismene og justeres ytterligere av netting benefits”.

4.4.3 Oversettelsesrisiko

I intervjuet sier informanten: ”Den er egentlig mye lettere å håndtere enn transaksjonsrisiko”. Hvordan det blir gjort: ”Første dag etter årsrapporter når du ser på oppgjørskurser kan du allerede beregne effekter. (...) Hva som skjer når en

konsoliderer eiendeler og liabilities i brutto til en annen”. Verktøy de bruker og hvordan de bruker det: ”Vi opererer med sensitivitetsanalyser der. Slik at vi tar balansen fra forrige måned (...), og så prøver vi å flekse det basert på forskjellige valutakurser”. Det blir spesifisert når dette er spesielt viktig: ”Det er en øvelse som blir høyt prioritert i perioder hvor vi har litt svakere balanse (...) egenkapital”.

4.5 Renterisiko

Fra årsrapport

Om renterisiko skriver de at: “konsernet er eksponert for økninger i renten på grunn av gjeldsforpliktelse med flytende rente”. Av dette utleder de at dette potensielt kan gi en negativ påvirkning av deres lønnsomhet og dermed muligheten til å overholde konsernets lånebetingelser.

Hvis disse lånebetingelsene ikke står i fare for å bli brutt forteller selskapet at de i utgangspunktet vil være eksponert for den flytende renten. De vil med andre ord ikke bruke finansielle instrumenter for å sikre seg en fast rente. Styret åpner likevel for at administrasjonen kan inngå rentebytteavtaler dersom det vurderes som hensiktsmessig. Dette må skje under den forutsetning av at disse avtalene ikke “fører til en vesentlig økt eksponering for konsernet”.

Det ble for eksempel gjort i 2010. Da inngikk selskapet en rentebytteavtale som hadde en løpetid på 5 år. Denne ble realisert i 2011 med gevinst.

Fra intervjuet

Fra intervjuet ser vi at mye av det som gjøres i praksis, er sammenfallende med det som er intensjonene fra ledelsen. Der kommer det også frem at den rentebytteavtalen som ble inngått i 2010, ble gjort fra et opportunistisk standpunkt. De gjorde beregninger på denne og fant ut at nedsiden på avtalen var liten. Informasjonen fra bankene tilsa også at forskjellen mellom fast og flytende var historisk lav for de løpetidene det var snakk om.

De beskriver at bakgrunnen for at Cermaq bruker denne strategien er at de har to punkter i covenanten deres, “det ene er rentedekning, det vil si forholdet mellom EBITDA og rentekostnader (...), og det andre er egenkapitalandel”. De forklarer

videre at kravet om rentedekning ikke teller når de har en egenkapitalandel over 45 %. Et styrevedtak sier også at selskapet til enhver tid skal ligge over 45 % i egenkapitalandel, så i praksis vil låneavtalen kun sette krav til egenkapitalandelen. Vi blir videre forklart at siden selskapet ligger med en relativ lav “gearing” vil de derfor ha mulighet til å håndtere rentekostandene. Som de selv sier det i intervjuet “for å være helt ærlig, rentekostnader representerer ikke en stor eksponering for Cermaq”.

4.6 Kredittrisiko

Fra årsrapport

Cermaq har definert kredittrisiko som:

“Kredittrisiko representerer det regnskapstapet som ville oppstå hvis andre parter ikke greier å overholde sin del av kontrakten og er knyttet til finansielle instrumenter som kontanter og kontantekvivalenter, kundefordringer, andre fordringer og finansielle derivater”.

Vi ser at Cermaq arbeider ut fra en mer spesifisert definisjon enn den vi bruker i vår teoridel. I tillegg til å omfatte risikoen som oppstår ved handel med kunder, har de inkludert den risikoen som ligger blant annet i investeringer.

I forhold til den definisjonen vi har gjort fortelles det om de retningslinjer de har innført for å håndtere denne risikoen. De skriver at retningslinjene styres av en egen komité, som har det “overordnede ansvar for kreditt til internasjonale kunder”. Kredittkomitéen er i tillegg “ansvarlig for å godkjenne kredittgrenser for andre store kunder med kredittgrenser over bestemte definerte grenser”. De skriver videre at de har etablert lavere kredittgrenser for salg som overstiger kredittvilkår på 90 dager. Det skrives også at det er bare Cermaqs kredittkomité som kan innvilge lån eller garantier til kunder.

De forteller videre at de har ”implementert retningslinjer som driftsenhetene kan benytte for å selge en del av sine fordringer uten regress”. Det skrives også om muligheten for å benytte kredittforsikring eller andre garantier som muliggjør å “reducere den faktiske risikoen i forhold til utestående fordringer”.

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

De anser at deres kredittrisiko ikke er betydelig siden “Cermaq-gruppens kunder representerer ulike bransjer og geografiske områder”. Selskapet er heller ikke utsatt for en vesentlig motpartsrisiko mot finansielle institusjoner på grunn av “begrensede likvide eiendeler og lavt volum av derivathandel”.

Til slutt skriver de at de har jobbet med å bli mer restriktive i forhold til de kunder som får kreditt og å innarbeide god styring av kredittiden. De søker å redusere risikoen blant annet ved å “søke sikkerhet i form av pant i biomasse samt morselskapsgaranti og kjøp av forsikringsdekning hvor dette anses som nødvendig”.

Fra intervjuet

I intervjuet forteller de om at det tradisjonelt i perioder, spesielt i Chile, har vært lange kredittider. Dette uttaler de at ikke er ønskelig. De forteller at i Norge var det også slik, “før oppdretterne ble store og fete”. Dette har gått ned betydelig i de siste ti årene. Videre sies det at de fortsatt har kreditt i fokus når de gjør avtaler med kundene. De legger stor vekt på å forstå den eksponeringen de blir utsatt for i slike tilfeller. De nevner også at de “er mer i markedet, kanskje ikke i Norge, men andre steder for kredittforsikring”. De er opptatt av at kredittrisiko er “(..) en nøkkelrisiko å håndtere”.

4.7 Tilstedeværelse i Ewos og Mainstream (diversifisering)

Fra årsrapport

Selskapet skriver følgende om sin tilstedeværelse: ”Konsernet har virksomhet innenfor både fôr og oppdrett som diversifiserer risikoen”. Videre forteller de om hvordan denne sammensetningen påvirker selskapet på følgende måte: ” Den positive effekten av strategien blir spesielt synlig i perioder med lave laksepriser eller store produksjonsmessige utfordringer, hvor fôrvirksomhetens mer stabile resultater og kontantstrøm vil utgjøre en betydelig andel av det samlede resultat for konsernet” Selskapet beskriver også hvordan dette fungerer i forhold til markedsrisiko. ”Markedsrisiko overvåkes og styres aktivt av gruppen. Eksponering for disse risikoene reduseres ved å ha virksomheter i ulike segmenter og markeder(..)”.

Fra intervjuet

De mener måten tilstedeværelsen i fôrproduksjon og fiskeoppdrett påvirker selskapet gjennom at det har “en veldig stabiliserende effekt”. Dette blir forklart ved at: “vi har en jevn EBIT-margin, et sted mellom 5 og 7 % på Ewos.” Og så har vi noen oppdrettstall som nesten går som en berg og dalbane til tider”. De peker også på en annen faktor: “(...) vi ser også at det har en reduserende effekt på valutaeksponeringen”. Det ble så forklart hvordan innkjøp i Ewos og eksport fra Mainstream til en viss grad utjevner hverandre, som er blitt presentert tidligere i kapitlet.

I dette kapitlet har vi presentert Cermaq ASA. Videre har vi ved bruk av intervju og årsrapporter presentert de forskjellige risikofaktorene Cermaq er utsatt for og hvordan disse blir håndtert. Vi har også forklart hvordan Cermaq mener at sammensetningen av selskapet vil kunne påvirke risikoeksponeringen. Disse temaene vil derfor være et svar på vår underproblemstilling: Hvordan håndterer Cermaq disse risikofaktorene? Vi mener også det vil komme fram momenter som vil være en bestanddel av svaret på problemstillingen: Hvorfor sikrer de, eller lar de være å sikre, disse faktorene? Dette vil drøftes videre i analysekapitlet.

5 Analyse

I resultatdelen har vi sett på hvordan Cermaq styrer sine finansielle risikofaktorer og også litt om hvorfor. I dette kapittelet vil vi se mer på grunnene til at de styrer eller ikke styrer gitte risikofaktorer. Samt drøfte andre faktorer vi tror kan ha påvirkning på sikringstrategiene. Dette vil blant annet være sammenhengen mellom selskaps sammensetningen og risikoeksponering. Til slutt vil vi drøfte om det finnes noen likhetstrekk mellom Cermaqs tilnærming og COSO-rapporten.

5.1 Generelt

Slik vi forstår det er mye av grunnen til at Cermaq styrer, og kan styre, risikoen på den måten de gjør, knyttet til deres egenkapitalandel. Direkte gjennom at en stor egenkapitalandel gjør at de er i en posisjon hvor de kan tåle potensielle tap knyttet til risikofaktorene sine. Indirekte gjennom at deres coventants knyttet til låneavtaler inneholder et punkt der de forplikter seg til at deres egenkapitalandel må være over 40 %. De har også gjort et styrevedtak som sier at egenkapitalandelen skal være på minimum 45 %.

De nevner flere ganger i løpet av intervjuet at sikring gjøres når de står i fare for å bryte sine lånebetingelser. En grunn til dette er åpenbart at brudd på lånebetingelsene gir direkte konsekvenser i forhold til lånene deres. I tillegg til dette vil vi peke på at brudd på lånebetingelser også potensielt kan få konsekvenser i forhold til signaleffektene det sender ut. Med dette tenker vi på hvordan en slik nyhet for eksempel kunne blitt mottatt hos selskapets interessenter. Spesielt sett i forhold til kunder, leverandører og aksjonærer. En kan se for seg at kunder og leverandører for eksempel vil kunne bli mer motvillige til å inngå kontrakter og kanskje til og med velger en konkurrent. Tvil hos aksjonærer vil blant annet kunne gi utslag i lavere aksjekurs. Det er altså en faktor som potensielt kan ha effekter utover lånet. Vi mener derfor at brudd på lånebetingelsene kan føre med seg en omdømmerisiko, i tillegg til de finansielle effektene det vil ha.

Poenget med at de sikrer i tilfeller der de står i fare for å bryte covenants er sentralt og blir tatt opp gjennomgående i denne delen av oppgaven. Derfor har vi valgt å presentere dette først, slik at en kan ha det i bakhodet før en leser gjennom resten av kapittelet.

I årsrapporten under punktet markedsrisiko ble det som vi viste i resultatkapittelet spesifisert at de ikke bruker ekstern sikring uten at det er en betydelig risiko for brudd på lånebetingelser. Dette ble begrunnet med at sikringsaktiviteter normalt fører til lavere forventet gjennomsnittlig avkastning. Vi vil se dette i sammenheng med en uttalelse fra en informant i intervjuet. Der ble det påpekt at en prøver å ikke sikre utover naturlige sikringer på grunn av den opportunistiske kostnaden og den rene transaksjonskostnaden slik sikring medfører. Den opportunistiske kostnaden og den rene transaksjonskostnaden informanten i Cermaq refererer til, mener vi kan sidestilles med de implisitte og eksplisitte kostnadene knyttet til sikring. Disse begrepene har vi forklart i teoridelen vår i delkapittel 2.5.1. Den påfølgende drøftelsen vil se på den teoretiske sammenhengen mellom kostnader ved sikring, og hvordan dette påvirker forventet gjennomsnittlig avkastning. Vi ønsker å bruke valutarisiko som utgangspunkt for denne drøftelsen.

Valutahandel og valutaspekulasjon blir ofte referert til som et null-sum-spill (Isachsen, 2010). Om en person skal tjene penger på endringer i valutamarkedet må en eller flere andre tape totalt tilsvarende beløp. For å skape seg en positiv forventet avkastning i dette spillet, må en derfor være god til å forutse fremtidig valutakurs. I en publikasjon fra BIs Centre for Monetary Economics (Isachsen, 2010), vises det til at flere vitenskapelige arbeider peker på at hypotesen om at dagens valutakurs er lik den fremtidige valutakursen ofte viser seg å stemme bedre enn mer avanserte modeller som forsøker å forklare prising av valuta. Denne hypotesen illustreres gjennom sitatet fra den tidligere Amerikansk sentralbanksjefen Alan Greenspan: "If you want to know which way the currency markets are going, best «flip a coin »" (Isachsen, 2010, s.2). Basert på poengene over mener vi en i de aller fleste tilfeller kan se på kjøp av en valutaposisjon som en aktivitet med nøytral forventet avkastning.

Grunnen til at vi har valgt å sidestille de to uttalelsene fra Cermaq, er at vi mener de teoretisk sett kan henge sammen. Om en har valutaeksponering er den forventede fremtidige avkastningen til den tilhørende valutaposisjonen lik null. Om en velger å sikre valutaeksponeringen gjennom for eksempel opsjoner vil opsjonspremien medføre en eksplisitt kostnad som gjør at den forventede fremtidige avkastningen blir mindre enn null. En taper penger på det i det lange løp, hvor "det lange løp" er et

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

teoretisk begrep. En unngår likevel den implisitte eller opportunistiske kostnaden, ved at en som følge av opsjonens kvaliteter bare kjøper seg en rett, og dermed ikke går glipp av potensiell gevinst. Om en bruker terminer vil en ha potensielle implisitte kostnader, gjennom at man går glipp av en potensiell gevinst. Samtidig vil de eksplisitte kostnadene forbundet med terminer være mindre sammenlignet med opsjoner. Dette fordi man slipper å betale en premie, man betaler bare transaksjonskostnadene. En vil likevel få en lavere forventet fremtidig avkastning gjennom sikring med terminer, som med opsjoner.

I praksis kan det likevel være farlig og bare se på den forventede avkastningen når en tar stilling til om en skal sikre. Valuta som finansielt instrument er forbundet med risiko i form av volatilitet. Denne volatiliteten blir hovedsakelig bestemt av endringer i forventninger til ulike relevante faktorer, som for eksempel renteforskjeller mellom land. Siden et selskap kan ha opp mot hele omsetningen sin eksponert mot fremmed valuta, kan relativt små svingninger i en valuta uansett resultere i store svingninger relativt sett, i kroner og øre, sammenlignet med for eksempel virksomhetens resultat og/eller selskapets egenkapitalandel.

Vi vil også peke på at Cermaqs fokus på forventet gjennomsnittlig avkastning er i tråd med deres fokus på naturlig sikring. Dette ved at Cermaq gjennom sine naturlige sikringer reduserer bruttoeksponeringen kraftig, uten å påvirke forventet fremtidig avkastning. Dette fordi de naturlige sikringene ikke fører merkostnader i form av transaksjonskostnader eller premier forbundet med sikringsderivater.

Vi har fått tilgang på Cermaq sin VaR-output (Vedlegg 4), der all naturlig sikring er tatt med i beregningene for konsernets totaleksponering. I denne outputten kommer det frem hva eksponeringen er før og etter at naturlig sikring er hensyntatt. Vi ser at eksponeringen er mindre enn det som kanskje ville vært naturlig å anta. Cermaq refererer til resteksponeringen som håndterlig.

Dette mener vi langt på vei illustrerer hvordan konseptene, vi så langt har drøftet, i dette tilfellet henger sammen. Naturlig sikring fører til lavere eksponering, uten å ofre forventet gjennomsnittlig avkastning. Resteksponeringen er på en slik størrelse at egenkapitalandelskravet i covenants blir vurdert til ikke å stå i fare, basert på data fra

VaR-analysen. Da de velger å ikke sikre denne resteksponeringen, gjøres dette på bakgrunn av prinsippet om at sikring fører til redusert forventet gjennomsnittlig avkastning.

5.2 Sikringsmotivasjon

5.2.1 Prisisiko

5.2.1.1 Råvarekjøp

Vi har tidligere beskrevet hvordan Ewos styrer risiko i råvareinnkjøp. De bedriver, som vi har presentert, liten grad av sikring på disse innkjøpene og dette mener vi det er flere grunner til. En grunn, som kom fram under intervjuet, til at det kan være vanskelig å sikre seg mot råvarerisiko er at det ikke finnes likvide markeder for sikringsinstrumenter i de råvarene Ewos er eksponert for. De formidler i intervjuet at de er klar over en mulighet hvor det vil være mulig å bruke derivater til å sikre råvareprisisikoen. Dette gjennom å se på korrelasjon mellom råvarer Ewos er involvert i kontra andre råvarer. Der de ”andre råvarene” er representert i likvide derivatmarkeder. Selv om dette kunne ha vært en mulighet peker de på at de rett og slett ikke behøver å gjøre dette. Dette bringer oss til hovedargumentet til Cermaq i forhold til at de ikke behøver å sikre prisisikoen som følger med Ewos sin produksjon. Altså det at de, som beskrevet i resultatkapittelet, overfører risikoen til sine kunder. Årsaken til at de ikke sikrer blir derfor så enkel som at når råvarerisikoen ikke er tilstedeværende for konsernet, er det heller ingen risiko å sikre. Som vi viste i resultatkapittelet er det likevel ikke så enkelt som dette i realiteten. Dette gjennom at Cermaq, gjennom Ewos, sitter igjen med en viss resteksponering, etter at denne naturlige sikringen er hensyntatt.

Som vi har vært inne på har de valgt å ikke sikre denne resteksponeringen. Årsakene til dette kan være flere. Vi antar det kan knytte seg opp mot det vi har diskutert om at sikring fører til lavere forventet avkastning. Vi antar også at resteksponeringen er vurdert lav nok til at det ikke utgjør en fare for at selskapet bryter sine coventants. Disse to punktene vil vi ikke drøfte videre her, da vi mener drøftelsene vi har gjort på disse faktorene er direkte overførbare hit.

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

Den faktoren vi vil dra frem knytter seg mot begrenset tilgang på adekvate sikringsinstrument. En ting er, som vi nevnte over, at det ikke finnes derivater som dekker noen av de mest sentrale råvarene til Ewos direkte. Det andre poenget er at vi ser utfordringer direkte knyttet til anvendelsen av derivater i tilfeller der Ewos opplever en uventet vekst i fôretterspørsel og dermed handler råvarer utenfor inngåtte rammeavtaler. Slik vi ser det vil en sikring av råvarerisiko ved hjelp av derivater knytte seg til å sikre seg en pris som en kan leve med i forhold til de kontraktene en har inngått. Når kontraktene er inngått og en må kjøpe inn ekstra råvarer til spotpris vil dette da være vanskelig å sikre. Den eneste muligheten vi ser vil være å ha en forebyggende strategi. Slik vi ser det, ville en slik strategi for eksempel være å kjøpe et visst antall opsjoner med finansielt oppgjør for korrelerende råvarer til de råvarer som er mest sentrale for Ewos. På denne måten har en kjøpt seg en rett til å indirekte kjøpe råvarene en trenger for å møte en potensiell vekst i etterspørselen. Negative sider ved en slik strategi er at opsjoner gjennom opsjonspremien er kostbare og at den vil inneholde mye usikkerhet ettersom det kan være vanskelig å estimere hvor mange opsjoner en bør kjøpe for hver periode. Gjennom kostnadene og usikkerheten tilknyttet en slik strategi er vi usikre på om en slik strategi vil bidra til risikoreduksjon i det hele tatt.

Vi vil summere opp årsaken til at Cermaq ikke bruker derivater i sikringen av Ewos sin råvarerisiko til å knytte seg til at de har en god naturlig sikring for risikoen, at sikring generelt fører til lavere forventet gjennomsnittlig avkastning, at denne risikoen tilsynelatende ikke medfører fare for brudd på covenants og at det ser ut til at det er tungvint og vanskelig å gjennomføre i praksis.

5.2.1.2 Salg av fisk

Prisrisikoen forbundet med Mainstream er forskjellig fra den forbundet med Ewos av ulike grunner. Den ene grunnen er at de to bedriftene har grunnleggende forskjellige kundegrupper og at Mainstreams samtidig er mer sammensatt. En annen forskjell knytter seg opp mot hvordan markedene for ferdig produkt fungerer.

Fiskefôrprodusentene har en del frihet i forhold til å sette prisen på sitt eget produkt. Denne friheten eksisterer i liten grad i markedet for laks. Dette fordi dette markedet fungerer slik at det finnes en spotpris som er gjeldende fra dag til dag. Mainstream har

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

derfor ikke så mye de skulle sagt på prisen på varen de selger. Når de selger fisken sin mottar de det som er markedsprisen for laks når transaksjonen blir gjennomført. Mainstream har slik vi ser det derfor ikke samme muligheten som Ewos når det kommer til å overføre prisrisikoen til sine kunder.

Som vi presenterte i resultatdelen har Mainstream en firedelt strategi omhandlende denne risikoen. Den første delen omhandler geografisk diversifisering. Vi tolker det dit hen at prisrisikoen for fisken de produserer, til en viss grad blir redusert gjennom at det er forskjell på utsalgsprisen de oppnår i de ulike markedene de er involvert i. En faktor som bidrar til prisforskjellene kan være kortsiktige etterspørselsforskjeller i ulike markeder. Det blir i årsrapporten for 2010 presisert at selv om de får redusert effekten av prisendringer på denne måten, gjør det faktum at de har en lang produksjonssyklus det vanskelig å reagere raskt på globale trender i markedspriser. Dette tolker vi som at de til en viss grad får en sikring av kortsiktige svingninger i fiskepriser i isolerte markeder, mens de mer langsiktige endringene i det globale markedet for oppdrettsfisk som helhet, ikke blir påvirket gjennom denne naturlige sikringen. Årsaken til at de har valgt en geografisk spredning av driften sin kommer sannsynligvis som et resultat av flere faktorer. Men uansett om denne effekten i forhold til prisrisiko var en av årsakene til at de valgte geografisk diversifisering, eller om det er et resultat av det, har de avdekket at det er en faktor.

Den andre delen handler om å ha flere arter enn bare laks i den biologiske porteføljen. Det gjør at de dekker et større markedsområde og begrenser dermed eksponeringen mot lakseprisen. Om lakseprisen opplever en kortsiktig nedgang, kan en teoretisk sett se for seg at denne nedgangen kan kompenseres for gjennom uavhengige kortsiktige svingninger i de andre bestanddelene i den biologiske porteføljen. Gjennom å ha en diversifisert biologisk portefølje vil en på denne måten kunne være i stand til å jevne ut svingningene og dermed skape en mer stabil kontantstrøm. Det er viktig at det i dette eksempelet er snakk om en risikoreduserende effekt med tanke på de kortsiktige svingningene i prisen på de ulike fiskesortene.

Artsdiversifiseringen vil som med den geografiske diversifiseringen ikke ha noen effekt på de mer langsiktige svingningene, altså trendene det globale markedet for oppdrettsfisk som helhet følger. Den vil med andre ord ikke fungere som en naturlig

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

sikring mot den langsiktige trenden. Rent praktisk kan vi også nevne at laks utgjør en veldig stor prosentandel av den biologiske porteføljen til Mainstream. Det kan vel derfor også diskuteres hvor stor effekt denne diversifiseringen egentlig vil ha. Vi mener uansett det er en faktor som til en viss grad bidrar til å redusere eksponeringen.

I det tredje aspektet pekes det på at de har en fordel av å inngå langsiktige kontrakter. Slike kontrakter kan ha den fordelen at de sikrer en stabil leveranse og forutsigbarhet for produksjonen. Ved langsiktige kontrakter reduserer man ikke nødvendigvis prisrisikoen direkte, det vil avhenge av hvordan avtalen er utformet. På en annen side så kan man ha indirekte prisrisikoreduserende effekter ved å inngå langsiktige kontrakter. På generelt grunnlag kan dette være aspekter som at man utvikler et kundeforhold som gjør at kunden er villig til å betale litt mer for å handle med akkurat den leverandøren. Leverandøren kan også få muligheten til å planlegge produksjonen slik at man får utnyttet kapasiteten fullt ut og dermed effektivisert produksjonen. Våre funn sier ikke noe om dette er tilfellet hos Cermaq.

Det siste momentet handler om den finansielle sikringsdelen. De forteller at de til en hvis grad bruker finansielle kontrakter kjøpt på Fish Pool. Dette vil være kontrakter som kan redusere prisrisikoen betraktelig. Derivater fra Fish Pool reduserer, i motsetning til de naturlige sikringene drøftet over, risikoen knyttet til generelle markedstrender. Cermaq mener handel på Fish Pool tidvis har vært preget av at råvarebørsen har hatt for liten omsetning. De har derfor tidligere sikret en relativt liten andel av salgsvolumet på denne måten. Nå som børsen modnes og omsetningen går opp, blir vi fortalt at likviditeten begynner å bli såpass god at Cermaq er villige til å sikre en større del enn de gjorde tidligere. Et annet poeng som blir trukket frem er den regnskapsmessige behandlingen av slike finansielle kontrakter. Denne biten begynner også å falle på plass, slik at det blir lettere å anvende kontraktene. Det vil ikke være en like høy inngangsterskel som før. De understreker likevel at slike kontrakter vil være et supplement.

Som vi ser har Cermaq, for denne risikofaktoren, naturlig sikring i form av geografisk- og artsdiversifisering. Den naturlige sikringen blir også påvirket av bruk av langsiktige kontrakter. Etter at de naturlige sikringene er hensyntatt ser det ut til at de vil sitte igjen med en høy resteksponering. Vi tror årsaken til at Cermaq, til en viss

grad, velger å håndtere denne resteksponeringen er delt. For det første foreligger det, i motsetning til i tilfellet med sikring av prisrisiko knyttet til Ewos, ingen hindringer for en slik håndtering. De har med andre ord tilgang på et likvid sikringsmarked representert ved Fish Pool. En mer direkte årsak er størrelsen på resteksponeringen. Som vi har vist vil de naturlige sikringene til Cermaq bare virke risikoreduserende til en viss grad. En annen faktor er den relative størrelsen på eksponeringen. Resultatet til Mainstream henger tett sammen med utviklingen i laksepris, og Mainstream sitt resultat påvirker i stor grad Cermaqs resultat. Dette kan sees på figur 5.1 nedenfor. På grunn av denne sammenhengen vil prisrisikoen forbundet med oppdrettslaks i særlig stor grad være en trussel for selskapet om den forblir usikret. Dette fordi en ugunstig bevegelse i lakseprisen vil kunne gi store negative utslag på konsernets resultat. Noe som kan bidra til sette selskapet i en posisjon der de står i fare for å bryte covenantsavtalen, som vi tidligere har drøftet viktigheten av.

5.2.2 Valuta

5.2.2.1 Økonomisk risiko

Økonomisk risiko blir ikke styrt under noen omstendigheter, så vidt vi klarer å se fra årsrapporten. Cermaq peker, som vi har vist, på at dette skyldes at eksponeringen er begrenset.

I forhold til hvorfor risikoen er begrenset kan vi peke på en faktor som kan bidra til dette. Fôrproduksjon skjer lokalt. Dette betyr at konkurranse over landegrensene ikke vil ha nevneverdig betydning. Fôr brukt i oppdrettsanlegg i Chile blir produsert i Chile. Det er ingen eksportvare. På grunn av dette vil konkurrenter i fôrmarkedet være lokalisert i samme land. Dette betyr i utgangspunktet at de vil ha lik operasjonell valuta, og selskapets konkurransekraft vil dermed ikke kunne påvirkes av dette.

Når det kommer til oppdrettsdelen av Cermaq vil vi også tro at økonomisk risiko vil være begrenset. I alle fall om vi ser på konkurransekraften til Mainstream opp mot andre lakseoppdrettere, og dermed utelukker mer indirekte konkurrenter. Dette fordi lakseoppdrett foregår i et begrenset antall land, og fordi Mainstream er involvert i flere av dem.

Om man inkluderer de mer indirekte konkurrentene referert til over, kan man kanskje peke på en potensiell kilde til eksponering mot økonomisk risiko. Dette vil i så fall kunne skje gjennom at laksen vil kunne bli substituert med andre produkter. Disse produktene må imidlertid være produsert i land der Mainstream ikke er involvert i lakseoppdrett. Vi vil uansett tro at denne eksponeringen er såpass begrenset at den ikke vil påvirke Cermaqs totaleksponering nevneverdig.

5.2.2.2 Transaksjonsrisiko

I resultatkapittelet under avsnitt 4.3.2, viste vi at Cermaq som regel lar være å sikre denne risikofaktoren. Hovedårsaken virker å være at de har en god naturlig sikring. En faktor er diversifiseringsgevinsten de får gjennom å være eksponert for ulike valutaer.

I avsnitt 4.3.1 i resultatkapittelet vårt ble det lagt frem et eksempel på et tilfelle hvor Cermaq har valgt å sikre seg mot transaksjonsrisiko, utover deres naturlige sikringer. I eksempelet tror vi hovedgrunnen til at dette ble gjort var at beløpet var så stort at de naturlige sikringene ikke hadde vært i stand til å absorbere eksponeringen. Vi vil drøfte dette i lys av det vi skrev rundt påstanden om hvordan sikring normalt sett fører til en lavere forventet gjennomsnittlig avkastning. I ekstraordinære tilfeller som salget av Mainstream Skottland representerer, tror vi en årsak for at sikring velges kan være at Cermaq er villige til å akseptere en lavere forventet avkastning for å eliminere en risiko som er potensielt skadelig for konsernet. Skadelig i denne konteksten vil for eksempel være at eksponeringen medbringer en risiko for å redusere konsernets overskudd betydelig.

Eksempelet tror vi og kan si noe om Cermaq sin risikoappetitt. Dette ved å se på når Cermaq velger å godta risiko for økt forventet avkastning, og når risikoen tilsynelatende blir for stor og de ønsker å kvitte seg med den. Vi mener på bakgrunn av det vi har drøftet hittil at Cermaq ser ut til å godta en lavere forventet avkastning ved å sikre, når størrelsen på eksponeringen med høy risiko blir relativt stor. Samtidig ser det ut til at de velger å ta på seg høy risiko for en høyere forventet avkastning, når størrelsen på eksponering er relativt mindre.

5.2.2.3 Oversettelsesrisiko

Årsaken til at de styrer oversettelsesrisikoen som, og i den grad, de gjør knytter seg i følge informantene opp mot covenants. Hvorfor covenants er viktige å ikke bryte for Cermaq har vi drøftet, men årsaken til at oversettelsesrisikoen kan bidra til dette vil vi skrive noe om.

I lys av det vi har skrevet om oversettelsesrisiko i teorikapittelet vil eksponeringen knyttet til oversettelsesrisiko være et resultat av eventuelle misforhold mellom lån og eiendeler i utenlandske datterselskap, som ikke benytter seg av regnskapsvalutaen til konsernet de er en del av. Cermaq sier, som vi presenterte i resultatkapittelet, at de har et bevisst forhold til denne risikoen, og at hovedgrunnen til at de har så mye lån i USD er å sikre sine investeringer i Chile. De skal derfor i utgangspunktet ikke, i stor grad, være eksponert mot oversettelsesrisiko. Resteksponeringen vil som regel være såpass liten at vi vil tro at de ikke velger å sikre den ved hjelp av derivater av samme grunner som er gjennomgående for dette kapittelet. De mener sikring fører til lavere forventet gjennomsnittlig avkastning, samtidig som eksponeringen ikke truer egenkapitalkravet deres.

Det er likevel sannsynlig at Cermaqs eksponering ovenfor denne risikoen vil variere noe. Vi vil gi et eksempel på en situasjon hvor dette kan skje. Denne teoretiske situasjonen vil basere seg på at et datterselskap gjør det dårlig driftsmessig i en periode. Forutsetningene for scenarioet er at datterselskapet i denne perioden gjør det så dårlig at det i stor grad tærer på dets egenkapital, samtidig som at lånene som er tatt opp for å sikre dette datterselskapet blir stående uforandret.

Oversettelsesrisikoeksponeringen til konsernet i forhold til dette datterselskapet vil gjennom lavere egenkapital og uforandret gjeld ha blitt høyere. Dette gjennom at de vil ha blitt overeksponert på gjeldssiden. Om datterselskapets valuta nå styrker seg mot regnskapsvalutaen til konsernet, vil gjelden øke mer enn det egenkapitalen vil kunne dekke opp for. Resultatet vil bli at egenkapitalen til konsernet som helhet vil svekkes.

Om selskapet er i en presset situasjon med tanke opprettholdelse av egenkapitalkravet, ville en i denne situasjonen ha kunnet redusert eksponeringen ved bruk av derivater, slik at svekkelsen av konsernets egenkapital ville blitt mindre.

5.2.3 Renterisiko

Gjennom det vi har presentert i resultatkapittelet mener vi at vi kan slå fast at Cermaq er klar over sin eksponering mot renterisiko. De har også fastlagte retningslinjer som sier noe om hvordan deres eksponering bør være. De har tatt et standpunkt som sier at deres hovedstrategi er å ligge flytende.

Vi forstår at argumentasjonen for denne strategien er todelt. Det ene punktet er at de anser sin rentekostnad for å være relativt liten, og at den dermed ikke representerer en stor eksponering. Det andre punktet knytter seg til hvilken anledning de har til å ha flytende rente. Dette blir regulert i deres covenants-avtaler, hvor de har et krav til en minimums rentedekningsgrad. Hvis Cermaq ligger over 45 % i egenkapitalandel frafaller dette kravet om rentedekningsgrad. Cermaq er som tidligere nevnt i den situasjon at styret har fattet et vedtak på at de til enhver tid skal ligge over nettopp 45 %. Det vil i praksis si at de ikke vil måtte behøve å ta hensyn til rentedekningsgraden, så lenge vedtaket fra styret overholdes. De vil dermed ha muligheten til å velge å ligge flytende.

Vi har gjennom drøftelsen vist at det ikke er noen hindringer for at Cermaq kan ligge flytende. Dette fordi de under alle sannsynlige omstendigheter vil være i stand til å betale rentekostnadene, selv med en betydelig høyere rente. Samtidig står de ikke i fare for å bryte covenants-avtalene. De vil ha et incentiv til å velge flytende ved at det historisk sett har lønt seg å ligge med flytende rente (Dine Penger, 2011). Grunnen til dette er at den merkostnaden man må betale for å ha fastrente har vært høyere enn den gevinsten man ellers kunne fått. Siden Cermaq både har muligheten og et insentiv til å velge flytende rente, ser vi dette som en plausibel forklaring til at dette er deres hovedstrategi.

5.2.4 Kredittrisiko

Som nevnt i delkapittel 4.6 har Cermaq definert kredittrisiko til å omfatte mer enn det vår definisjon, presentert i kapittel 2.3, dekker. Videre i drøftelsen vil vi forholde oss til vår definisjon.

Oppdrettsdelen av Cermaq har et variert kundegrunnlag, hvor kundene ikke er homogene. Dette bidrar til at kredittrisikoen blir redusert. Dette kommer av at

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

kundeporteføljen er godt diversifisert, og ingen enkeltkunde vil derfor representere en kritisk eksponering. Fiskefôrprodusenter har tradisjonelt vært mer eksponert for kredittrisiko enn selskaper i andre bransjer. Grunnen til dette er at oppdrettsnæringen, som er fôrprodusentene sine kunder, har sterke sesongvariasjoner og er generelt volatil. Oppdretteren har, som forklart i kapittel 2.3, slitt med å få store nok lån i konvensjonelle banker, slik at fiskefôrprodusentene til en viss grad har tatt over bankenes rolle.

Vi forstår det slik at denne tendensen er tilbakegående i Norge, og dermed ikke lengre representerer en like stor risiko. Dette forstår vi kommer av at oppdretterne selv har blitt mer likvide og ikke er avhengige av like omfattende kreditter. Selv om omfanget av omfattende kreditter har gått ned i Norge, forteller Cermaq om noe lengre kredittider i andre deler av verden hvor de opererer.

Cermaq forsøker å begrense denne risikoen på flere måter. Den kanskje viktigste funksjonen i denne sammenheng forstår vi er Cermaqs kredittkomité. Ved å ha en slik komité vil de i stor grad få god oversikt over hvordan kreditt er distribuert ut i selskapet. Samtidig får selskapet en kontinuitet i kredittgivningen som vil være grunnet i retningslinjer. Vi vil anta at de også besitter en kompetanse som er verdifull når man skal vurdere hvilke og hvor store kreditter man skal gi til de enkelte kundene.

Et annet moment Cermaq har åpning for i sine retningslinjer er at driftsenhetene har mulighet til å selge unna fordringer. Dette muliggjør at datterselskapene kan kvitte seg med fordringer som anses å ha liten sannsynlighet for å bli tilbakebetalt. Dette reduserer risikoen ved at man kan få tilbake deler av fordringen, og overlater til andre å drive denne inn. Vi forstår at dette kun brukes i særs spesielle tilfeller. I tillegg til at de har muligheten til å selge fordringene, er det også rom for å inngå kredittforsikringer. Vi blir fortalt at dette er noe de er mer i markedet for nå, enn de har vært før. Grunnen til dette kan være at denne muligheten ikke har vært like utforsket tidligere.

Cermaq anser at kredittrisikoen er liten for et selskap på deres størrelse. Dette begrunnes med at de har kunder i forskjellige bransjer, men også at kundene deres er spredt over et stort geografisk område. Hvis det skulle oppstå hendelser som rammer

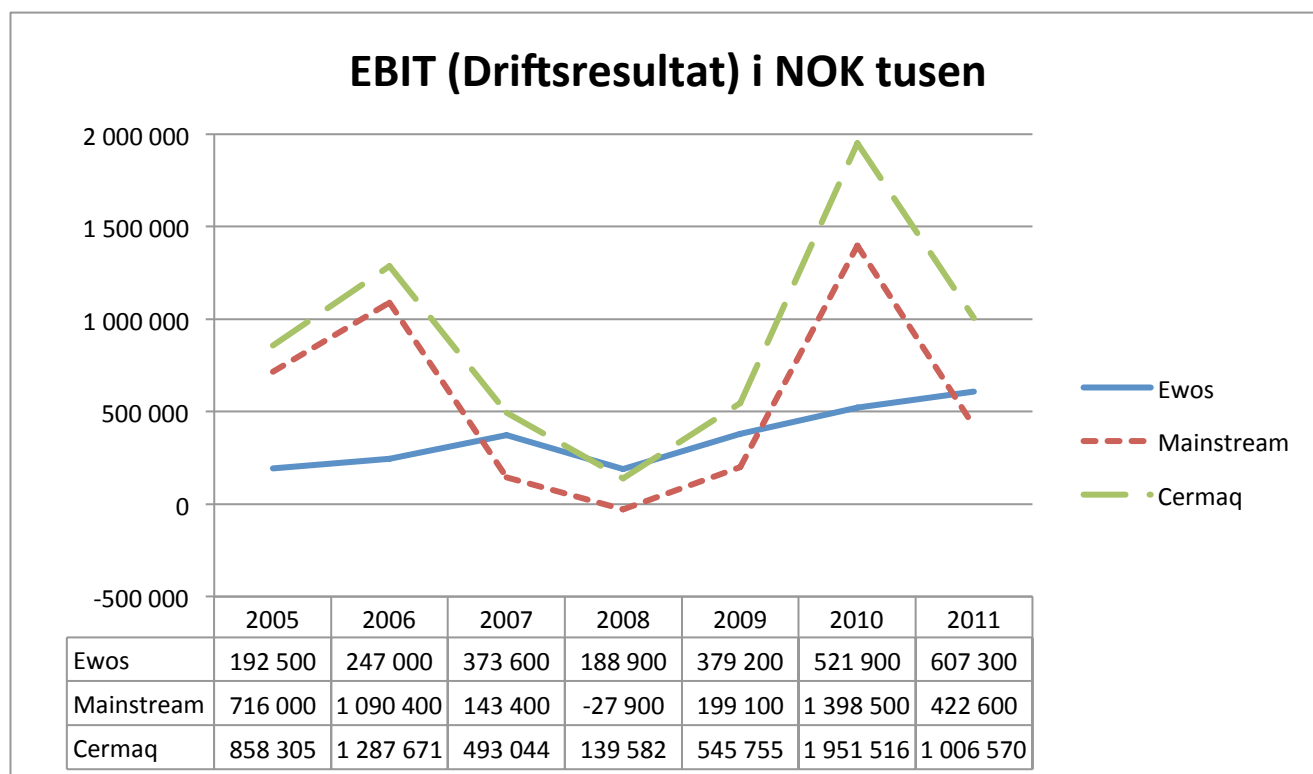
bedrifter innenfor en stor region, vil de fortsatt ha kunder som er i stand til å betale i andre deler av verden. Dette vil også gjelde hvis en bransje skulle slite veldig i et tidsrom.

Ut fra drøftelsen ser vi at Cermaq har en god diversifisering på kundegruppen, slik at den totale eksponeringen for kredittrisiko minker. Der hvor det fortsatt er resteksponering har Cermaq utviklet retningslinjer som skal gjøre at organisasjonen er i stand til å håndtere denne på en god måte. Den historiske tradisjonen med omfattende kreditter kan vi se på som en grunn til at de sikrer denne risikoen utover naturlig sikring. Vi tror også potensielt stor påvirkning på selskapet vil spille inn.

5.3 Sammenheng mellom selskapssammensetning og risikoeksponering

Fra resultatdelen ser en at Cermaq fokuserer på tre ting når det kommer til effekten kombinasjonen Ewos og Mainstream har på konsernet. Den ene er netting benefits, altså at en får en naturlig sikring av valutarisiko. Den andre er at Ewos stabiliserer selskapet gjennom historisk sett jevnere resultat. Den tredje faktoren knytter seg til diversifisering, ved at de to datterselskapene opererer i ulike markeder.

Den første fordelen vi vil drøfte er den som i intervjuet blir referert til som netting benefits, altså fordeler knyttet til at en endring i et valutapar Cermaq er involvert i blir kompensert for i endring i et eller flere andre valutapar de er eksponert mot. Den største grunnen til at involvering i Ewos og Mainstream bidrar til netting benefits er at Ewos er eksponert for transaksjonsrisiko hovedsakelig gjennom sin import av råvarer og at Mainstream er eksponert gjennom sin eksport av ferdig produkt. På denne måten vil eksponeringene til en viss grad utligne hverandre.



(Figur 5.1 Driftsresultat Ewos, Mainstream og Cermaq kilde: Cermaq)

Den andre fordelen omhandler som nevnt Ewos sin stabiliserende effekt på selskapet. Figuren viser hvordan Ewos og Mainstream sine driftsresultat (EBIT) har vært de siste sju årene, fra 2005-2011. Tallene som er brukt for å lage figuren er utelukkende hentet fra Cermaq sine egne årsrapporter. Vi er klar over potensielle svakheter ved figuren gjennom periodisering og/eller forskyvningseffekter som spiller inn. Vi velger likevel å bruke den, da vi mener den illustrerer den stabiliserende effekten Ewos bidrar med.

Vi ser av figuren at Ewos sitt EBIT følger en forutsigbar utvikling, med få store utslag. En kan observere et EBIT for Ewos viker fra trenden i 2008, men da dette var et spesielt år med tanke på spesielt finanskrisen, vil vi ikke legge for mye vekt på dette avviket. Mainstream sitt EBIT viser større svingninger og driftsresultatet går fra høye tall til nærmere null.

I denne perioden kan en se at i tilfellet der Mainstream har hatt negativt driftsresultat har Ewos bidratt til at konsernet som helhet går med overskudd. På denne måten kan

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

en kanskje si at Ewos gjennom tilsynelatende stabile driftsresultat bidrar som en buffer for konsernet. Mer generelt ser en av figuren at Ewos sin stabilitet gjør at linjen som representerer Cermaq sitt samlede EBIT i realiteten er en opphøyd Mainstream-linje. I dette legger vi at svingningene i EBIT for Cermaq ser ut til å ligne på Mainstream sine svingninger, selv om vi ser at Ewos til en viss grad reduserer svingningene når Mainstream gjør det dårlig, og forsterker de når Cermaq gjør det bra, og at Ewos gir et stabilt tilskudd til EBIT for Cermaq.

Den tredje risikoreducerende effekten Cermaq kan oppleve ved å være tilstedeværende i Mainstream og Ewos, vil vi presentere gjennom å se på Cermaq som en portefølje bestående av to verdipapir. Dette er en forenkling da Cermaq sin selskapsstruktur er noe mer kompleks ved tilstedeværelse i flere mindre selskap, men vi mener poenget likevel gjør seg gjeldene til en viss grad. Vi har valgt å ikke prøve å gjøre en tallmessig beregning ved porteføljeteori siden vi føler dette hadde blitt for omfattende for vår bacheloroppgave. Dette blant annet fordi vi ser for oss at det å finne forventet avkastning og standardavvik for Ewos og Mainstream separat av ulike grunner vil være vanskelig og i alle fall tidkrevende å gjennomføre.

For at risikoreduksjon gjennom portefølje bestående av to verdipapir skal finne sted, må noen krav være oppfylt. Det ene knytter seg til samvariasjon mellom verdipapirene. Denne må være ulik 1. Et eksempel som viser at samvariasjonen for Ewos og Mainstream sannsynligvis ikke er lik 1, henter vi fra starten av 2011. Lakseprisen gikk i denne perioden ned, blant annet på grunn av at produksjonen gikk opp. Dette virket negativt inn på Mainstream. For Ewos betydde økt produksjon av laks at de fikk solgt mer fôr og oppnådde et rekordresultat. Det andre kravet som må være oppfylt er at korrelasjonskoeffisienten må være mindre enn forholdet mellom verdipapirenes standardavvik. Altså at:

$$\rho_{12} = \sigma_1 / \sigma_2, \text{ der } \sigma_1 < \sigma_2.$$

(ρ_{12} : samvariasjon, σ_1 : standardavvik verdipapir 1, σ_2 : standardavvik verdipapir 2)

Dette kravet mener vi også er oppfylt gjennom at Ewos har et betydelig lavere standardavvik enn Mainstream. Gyldigheten av denne påstanden mener vi støttes av fig. 7.3, samt tall fra tidligere årsrapporter.

Vi mener på bakgrunn av dette at tilstedeværelsen i Ewos og Mainstream til en viss grad har en risikoreduserende effekt ut fra et porteføljeperspektiv. Hvor stor denne risikoreduserende effekten er, vil vi derimot ikke være i stand til å svare på uten å foreta beregninger.

5.4 Likhetstrekk med COSO-rammeverket

Selv om Cermaq ikke direkte har implementert COSO-rammeverket, bedriver de risikostyring. Vi mener derfor det er mulig å trekke linjer mellom dette rammeverket og den tilnærmingen Cermaq har til risikostyring.

Første punkt i COSO-rapporten forteller om hvordan man skal samordne ønsket risiko med selskapets strategi. Vi mener dette kan passe på Cermaq fordi styret har utviklet tydelige retningslinjer med henhold til risiko på mange områder. Styret har gjennom dette vist at de har tatt stilling til hvor stor risiko de ønsker at selskapet skal være eksponert for totalt sett. Det gir styret og de forskjellige administrasjonene muligheten til å gjøre beslutninger som passer med selskapets risikoappetitt. Vi har inntrykket av at disse retningslinjene er godt kjent og brukes i den daglige driften. Dette gjør at beslutningstakere har en bedre forutsetning for å se hvilke løsninger som er best for bedriften sett under ett.

I COSO-rapporten pekes det på at risikostyring ikke nødvendigvis bare er å sikre seg mot eventuelle tap. Det er også et punkt som sier at god risikostyring åpner for å utnytte muligheter. Da Cermaq i 2010 inngikk en renteswapavtale på 1 mrd. kroner gjorde de dette med bakgrunn i sine retningslinjer. De så at nedsiden på denne avtalen var som de betegnet historisk lav, samtidig som den hadde en potensiell oppside. Dette viste seg å stemme, da de bare et lite år etterpå utløste avtalen med en ikke ubetydelig gevinst. Dette kunne de gjøre fordi de kjente godt til sin egen risikoappetitt og hadde tydelige retningslinjer på hva som var akseptabel risiko. Cermaq har selv åpnet for denne muligheten blant annet gjennom å gi utstrakte fullmakter til administrasjonen til å inngå nettopp slike avtaler.

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

Cermaq har som nevnt en egen kredittkomité til å beslutte i saker som omhandler kredittgivning og håndtering. Vi tror denne måten å håndtere beslutninger kan knyttes opp i mot COSOs intensjon om å forbedre beslutninger som omhandler risikohåndtering. Med det mener vi at det å ha en egen komité kanskje kan vise at de håndterer slike beslutninger seriøst og har et reflektert forhold til hvordan det enkelte tilfellet stiller seg mot deres egne retningslinjer og påvirker eksponeringen selskapet er utsatt for som helhet.

Selskapssammensetningen tror vi også er gunstig sett fra COSO-aspektet. Ved å ha en konsernenhet som monitorerer og hjelper driftsenhetene med sine beslutninger, har man en form for helhetlig risikostyring. Dette kommer spesielt frem når vi ser på oversikten de har over for eksempel netting benefits. Hvis de ikke har hatt denne overordede funksjonen har de ikke hatt muligheten til å se hvordan selskapet totalt sett blir påvirket av de forskjellige valutaeksponeringene. Hver driftsenhet har kunnet sikret seg selv, og dermed foretatt dobbel sikring eller spekulasjon. Dette mener vi kan styrke antagelsen om at Cermaq har en nært sammenfallende helhetlig risikostyring som COSO.

Hvis vi summerer disse punktene og legger til at vi er av den oppfatning av at Cermaq har god oversikt over hvilke risikoer de er eksponert for, mener vi dette beviser at de er godt rustet for å redusere driftsrelaterte overraskelser og tap.

Etter vår mening har Cermaq derfor mange sammenfallende synspunkt og måter å gjøre ting på, som det COSO-rapporten beskriver. Det er selvfølgelig mange punkter som er forskjellige og noen punkter som ikke stemmer fullstendig overens med COSO-rapporten. I intervju og årsrapporter finner vi ingen indikasjoner som tilsier at denne rapporten er brukt under utviklingen av risikostyringen til Cermaq. Vi vil likevel si at det finnes mange likhetstrekk med den helhetlige risikostyringen som COSO presenterer.

Vi har i dette kapitlet drøftet og sett på begrunnelsene for at Cermaq har valgt å sikre eller ikke sikre sine finansielle risikofaktorer. Vi vil med bakgrunn i dette

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

sammenfatte oppgaven og se drøftelsene i sammenheng med forskningsspørsmålene i neste kapittel.

6 Konklusjon

Formålet med denne oppgaven har vært å finne ut i hvilken grad Cermaq tar hensyn til markeds- og kredittrisiko.

Vår tilnærming har vært å besvare fire underproblemstillinger i kapitlene resultat og analyse:

1. *Hvordan sikrer selskapet seg mot markeds- og kredittrisiko?*
2. *Hvorfor sikrer de, eller lar være å sikre, disse faktorene?*
3. *Kan en si at det at Cermaq gjennom involvering i Ewos og Mainstream blir mindre eksponert for risiko? Evt. i hvilken grad?*
4. *Har Cermaq sin måte å styre risiko på noen likhetstrekk med COSOs retningslinjer for helhetlig risikostyring?*

Metoden vi har brukt er å undersøke og analysere årsrapporter og intervjuer, samt å drøfte funnene i lys av teori som finnes på området.

Funnene våre tyder på at Cermaq har en relativt lav grad av finansiell sikring av markeds- og kredittrisiko. Finansiell sikring brukes bare regelmessig i sikring av laksepris. Dette gjøres gjennom derivater fra Fish Pool. De benytter seg også til en viss grad av kredittforsikringer når dette vurderes hensiktsmessig. Ellers blir finansiell sikring i form av derivater bare brukt i ekstraordinære tilfeller. Disse situasjonene oppstår som regel når Cermaq står i fare for å bryte sine covenantsavtaler. Dette gjelder valutarisiko, mer spesifikt oversettelsesrisiko og transaksjonsrisiko. Priserisikoen tilknyttet råvarer i Ewos sikres ikke. Per dags dato blir heller ikke renterisikoen sikret, hovedsaklig fordi eksponeringen ikke utgjør en fare for å bryte covenantsavtalene.

Årsaken til deres valg av strategi, kretser rundt et par nøkkelkonsept. Det første er knyttet opp mot deres fokus på lånebetingelser. Dette ved at de stort sett bare sikrer når det er en fare for å bryte kravet om 40 % egenkapital. Grunnen til at de ikke sikrer når kravet ikke er direkte truet, mener vi kan sees i sammenheng med prinsippet om at sikring fører til lavere forventet gjennomsnittlig avkastning.

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

Bedriften produserer fiskefôr og driver oppdrett av laks. Det gir en lavere risikoeksponering, slik vi vurderer det. Dette direkte gjennom netting benefits for deres valutaeksponering og en diversifiseringsgevinst ut fra et porteføljeperspektiv. Vi ser også at det kan ha en effekt gjennom at Ewos bidrar med en buffer for konsernet, gjennom et stabilt positivt driftsresultat.

Vi har også vist hvordan vi mener at Cermaq har likheter med COSO sitt rammeverk for helhetlig risikostyring.

Vi vil oppsummere konklusjonen av de analyser som er gjort i denne oppgaven med å besvare vår hovedproblemstilling:

I hvilken grad kan en si at Cermaq tar hensyn til finansielle risikofaktorer, da spesielt markedsrisiko og kredittrisiko?

Vi mener våre undersøkelser viser at Cermaq i stor grad tar hensyn til markedsrisiko, selv om de ikke alltid tar grep for å håndtere risikoen. Dette mener vi er underbygget blant annet gjennom at vi har vist at de har et bevisst forhold til sine naturlige sikringer, for eksempel gjennom å inkludere disse i beregninger av VaR for sin valutaeksponering. I tillegg fant vi at de gjennom å monitorere renterisiko grep muligheten ved å inngå en renteswap, som gav dem en positiv avkastning. Kredittrisikoen blir styrt ut fra det vi ser på som et preventivt utgangspunkt, og vi mener at Cermaq derfor i aller høyeste grad også tar hensyn til denne.

Litteraturliste

Bøker

Johannesen, A., Christoffersen, L. & Tufte, P.A. (2011) Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag. 3. utg. Oslo, Abstrakt forlag AS

Forskningsartikler

Bergfjord, O.J. (2009) Risk perception and risk management in Norwegian aquaculture [internet], Norwegian Agricultural Economics Research Institute/Bergen University College. Tilgjengelig fra

<http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/13669870802488941>

[Nedlastet 23.03.2012]

Børsum, Ø.G. & Ødegaard, B.A. (2005) Valutasikring i norske selskaper [Internett], Oslo, Handelshøyskolen BI, Tilgjengelig fra

<http://finance.bi.no/~bernt/publications/currency_risk_management/borsum-odegaard-2005-penger-kreditt.pdf>

[Nedlastet 23.03.2012]

Döhring, B.(Januar 2008) Hedging and invoicing strategies to reduce exchange rate exposure: a euro-area perspective [internett], Brussel, European Commission.

Tilgjengelig fra:

http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication11475_en.pdf

[Nedlastet 23.03.2012]

Kaplanoglou, S.D. (2000) Empirical issues of foreign exchange risk management with futures contracts[Internett]. Ph.D thesis, Durham University. Tilgjengelig fra:

<<http://etheses.dur.ac.uk/1531/1/1531.pdf?>>

[Nedlastet 23.03.2012]

Linsmeier, T. J. & Pearson N. D (2000) Value at Risk [Internett]. Canada, Simon Fraser University. Tilgjengelig fra http://www.sfu.ca/~poitras/818_r1.pdf

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

[Nedlastet 12.04.2012]

NBIM – Forvaltning av statens petroliumsfond (1999) Relativ volatilitet som mål for markedsrisiko [Internett].

Tilgjengelig fra <<http://www.nbim.no/Global/Documents/Features/2003-2006/2000%20Relativ%20volatilitet.pdf>>

[Nedlastet 23.03.2012]

New York University (ikke oppgitt) Risk management: Profiling and hedging [Internett]. Tilgjengelig fra:

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/hedging.pdf>

[Nedlastet 23.03.2012]

Popov, V. & Stutzmann, Y. (Oktober 2003) How is foreign exchange risk managed? An empirical study applied to two Swiss companies. [Internett] Masteroppgave, University of Lausanne. Tilgjengelig fra:

<http://bbs.cenet.org.cn/UploadImages/200582215562754075.pdf>

[Nedlastet 23.03.2012]

Tidsskrifter

Aas, L.-E. (2007) Hvorfor strategisk risikostyring? [Internett]. Magma. Tilgjengelig fra <http://www.magma.no/hvorfor-strategisk-risikostyring>

[Nedlastet 23.03.2012]

Bernhoft, A.-C. & Fardal A. (2007) IFRS og fiskeoppdrett [Internett]. Magma.

Tilgjengelig fra <http://www.magma.no/ifrs-og-fiskeoppdrett>

[Nedlastet 23.03.2012]

Martens, S. (2006) Laksederivat som verktøy for risikostyring [Internett]. Magma.

Tilgjengelig fra: <<http://www.magma.no/laksederivat-som-verktoey-for-risikostyring>> [Nedlastet 23.03.2012]

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

Merton, R.C.. (November 2005) You have more capital than you think [Internett].
Harvard business review. Tilgjengelig fra: <http://hbr.org/2005/11/you-have-more-capital-than-you-think/ar/1>

[Nedlastet 23.03.2012]

Ødegaard, B.A. (2000) Derivater og finansiell risikostyring [internett], Oslo,
Handelshøyskolen BI. Tilgjengelig fra

http://finance.bi.no/~bernt/publications/risikostyring_derivater/artikkel.pdf

[Nedlastet 23.03.2012]

Dagsaviser

Dagens Næringsliv 25.10.11 Fôr et resultat [Internett].

Tilgjengelig fra: <http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article2252396.ece>

[Nedlastet 15.01.12]

Sandvik, K.(12. Januar 2012) Verdier for 4,7 milliarder borte
[internett], Fiskeribladet Fiskaren. Tilgjengelig fra:

<http://www.intrafish.no/norsk/nyheter/article1119113.ece>

[Nedlastet 13.04.2012]

Internettsider

BMO Capital Markets (Ikke oppgitt dato) Interest Rate Swaps

[Internett] Tilgjengelig fra:

<http://www.bmocm.com/products/marketrisk/intrderiv/interestswaps/default.aspx>

[Nedlastet 13.04.2012]

Dine penger (15.10.2011) Nordmenn i kø for fastrente [Internett]. Artikkel.

Tilgjengelig fra:

http://www.vg.no/dinepenger/artikkel.php?artid=10014569&fb_source=message

[Nedlastet 23.03.2012]

Finansdepartementet (2007) Fish Pool ASA gis tillatelse til å drive autorisert
markeds plass. [Internett] Tilgjengelig fra

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

<<http://www.regjeringen.no/nn/dep/fin/dok/andre/konsesjoner/fish-pool-asa-gis-tillatelse-til-a-drive.html?id=465928>>

[Nedlastet 23.03.2012]

Finansdepartementet (2006-2007) Om fullmakt til å ta opp statslån mv. [Internett].
Tilgjengelig fra: <http://www.regjeringen.no/nn/dep/fin/Dokument/proposisjonar-og-meldingar/Stortingsproposisjonar/20062007/stprp-nr-7-2006-2007-3/3/1.html?id=434449>

[Nedlastet 23.03.2012]

Finanstilsynet (16. februar 2001) Veiledning for rapportering av derivater [Internett]
Tilgjengelig fra: <www.finanstilsynet.no/archive/attachments/01/11/Deriv054.doc>
[Nedlastet 23.03.2012]

Fish Pool ASA (3. mars 2010) Argo Securities blir Market Maker for opsjoner på Fish Pool

[Internett] Pressemelding. Tilgjengelig fra:

http://fishpool.eu/docs/Pressemelding-FishPool_03.03.10.pdf

[Nedlastet 13.04.2012]

Fish Pool ASA (3 April 2009) Rulebook for trading at Fish Pool [Internett]
Tilgjengelig fra: <http://fishpool.eu/docs/Rulebook_version_4.pdf>
[Nedlastet 16.02.2012]

New York University (1999) Interest rate swap [Internett].

Tilgjengelig fra:

http://people.stern.nyu.edu/eelton/debt_inst_class/Swap.pdf

[Nedlastet 13.04.2012]

Norges interne revisorers forening (iia). Hva er helhetlig risikostyring og hvilken rolle kan internrevisjonen spille? [Internett]. Tilgjengelig fra
<http://iia.no/filestore/Fag_og_tema/Internrevisjon/Sprsmal_og_svar_serien/NIRF_SporsmalogSvar_Nr10.pdf>

[Nedlastet 23.03.2012]

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

NOS Clearing ASA (Dato ikke oppgitt) Clearing with NOS - How does it work?

[Internett] Tilgjengelig fra: <<http://fishpool.eu/uploads/docs/Clearing.pdf>>

[Nedlastet 12. februar 2012].

Swap (21.07.2011). Store norske leksikon [Internett]. Tilgjengelig fra:

<http://snl.no/swap>

[Nedlastet 23.03.2012]

Oslo børs (2009) Alt du trenger å vite om opsjoner, forwards og futures [Internett].

Brosjyre utgitt av Oslo børs ASA. Tilgjengelig fra:

<http://www.oslobors.no/obnewsletter/download/a94fd0fc105b42ed73f439e55e5a4b62/file/file/Derivater_-_Alt_du_trenger_%C3%A5_vite.pdf>

[Nedlastet 23.03.2012]

Skatteetaten (15. februar 2012) Lignings-ABC [Internett] Tilgjengelig fra:

<http://www.skatteetaten.no/no/Handboker/Lignings-ABC/Kapitler/F/?mainchapter=175849>

[Nedlastet 13.04.2012]

Skretting (Ikke oppgitt dato) Markedsføringen av fiskefôr – fra

fødselshjelp til ekstranett [Internett] Tilgjengelig fra:

<http://www.skretting.no/www.skretting.no/historie/kap5/52b.htm>

[Nedlastet 13.04.2012]

Publikasjoner

COSO – The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (2004/2005) Helhetlig risikostyring – Et integrert rammeverk.

FAO - Food and Agriculture Organization of The United Nations (2010)

World Review Of Fisheries And Aquaculture part one [Publikasjon]

Tilgjengelig fra:

<http://www.fao.org/docrep/013/i1820e/i1820e01.pdf>

[Nedlastet 15.03.2012]

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

FAO - Food and Agriculture Organization of The United Nations (2005)

A Primer on risk assessment modeling: focus on seafood products [Publikasjon]

Tilgjengelig fra:

<http://www.fao.org/docrep/013/i1820e/i1820e01.pdf>

[Nedlastet 15.03.2012]

Øystein Gjerde (2012), forelesninger og forelesningsnotater i faget

Bedriftsøkonomisk analyse 2 ved HHB. [Publikasjon]

Tilgjengelig fra:

fronter.com/uin/links/files.phtml/594177004\$987302112\$/Fagstoff/BE204E+V_prce
nt_E5r+2012/Del+2+og+3.+Beslutningsanalyse+og+finans/Plansjer+forelesningsomg
ang+2

[Nedlastet 16.04.12]

Årsrapporter

Cermaq ASA 2009

Cermaq ASA 2010

Cermaq ASA 2011

Vedlegg 1 Informanter

Navn

Segnini, Silvia

Lauritsen, Sven

Stilling

Group Treasurer, Cermaq ASA

Head of planning and risk management,
Cermaq ASA

Vedlegg 2 Intervjuguide

Generelt

Hvor mange ansatte i Cermaq er det som jobber med risikostyring som hovedfelt?

Hvilke risikofaktorer identifiserer Cermaq som de viktigste i henholdsvis Ewos og Mainstream?

Hvordan håndteres disse risikofaktorene?

Hvilke risikofaktorer identifiserer Cermaq som sine viktigste i konsernet som helhet?

Hvor aktive er dere i styringen av de forskjellige identifiserte nøkkelrisikofaktorene?

Hva er deres holdning til derivater i sikringsøyemed?

Commodity risk

Hvilke fordeler og ulemper har dere opplevd ved å bruke derivater gjennom Fish Pool?

Hvilken rolle tror du Fish Pool kommer til å ha videre for Cermaq?

Dere overfører risikoen ved råvareinnkjøp til fôrproduksjon ved å sette denne risikoen over på

kjøper av fôret, gjennom prising. Dere vil dermed overføre en del av denne risikoen til Mainstream.

Prøver dere som konsern å redusere denne risikoen, eventuelt hvordan?

Renterisiko

Hva er deres hovedfilosofi når det kommer til styring av renterisiko?

Arbeider dere ut fra forventninger om renteutvikling?

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

Hva var motivasjonen deres for å inngå renteswappavtalen på en milliard i 2010?

Har du noen tanker om hvordan denne renteswappavtalen passer inn i deres risikostyringsprofil?

Valutarisiko

Utarbeider dere egne forventninger til valutakursendringer og hvordan hensyntas dette eventuelt videre i sikringsarbeidet?

Finnes det situasjoner der dere bruker/vurdere å bruke derivater i styring av valutarisiko, eventuelt hvilke?

Hvordan forholder dere dere til transaksjonsrisiko?

Hvordan forholder dere dere til oversettelsesrisiko (translation risk)?

Oppfølgingsspørsmål i forhold til i hvilken grad dere holder på med naturlig hedging.

Risiko i selskapet som helhet

I hvilken grad og på hvilken måte mener dere tilstedeværelse i både fôrproduksjon og fiskeoppdrett reduserer risikoeksponering til konsernet som helhet?

Om dere bruker diversifisering for å redusere valutarisiko, har dere metoder for å forsikre dere om at eksponeringen er håndterlig?

Kan du sier noe om grunnene til at dere har USD som valuta for operasjonene deres i Chile?

Vedlegg 3 Transkribert intervju

Marius: Hvor mange som spesifikt jobber med risikohåndtering, det blir jo litt anderledes nå som vi har definert dette forskjellig.

Sven: Jeg synes det er litt vanskelig å svare på direkte, for det er ingen som har en ren stilling som er for eksempel chief risk officer eller noe sånt. Det finnes ikke. Jeg har håndtert en overordnet rolle på det i en årrekke, først som leder av treasury, som Silvia har tatt over nå, nå har jeg da ansvar for planning, og da som en del av det se på risiko, altså forsåvidt vidreføre synet på overordnet risiko og risikostyring. Også har du da i tillegg dette med bærekraft, og der er det jo et eget risikoprogram. Vi har en bærekraftskoordinator, det er det eneste hele stillingen som er spesifikk inn mot et sånt type område. Så jeg tror kanskje jeg ville sagt to, i ytterste konsekvens, men når det er sagt så er det utrolig mange som jobber med risiko i en eller annen fasett som en del av den jobben gjør.

Marius: Hvordan gjøres dette lokalt og sentralt, bistår konsernfunksjon i forhold til prising og slike typer ting?

Silvia: Ja, det som gjelder prising, når det gjelder råvareinnkjøp, hvis man sier at råvare er en nøkkelfaktor eller prisen på laks, dette blir veldig mye håndtert lokalt, hos datterselskapene våre. Også basert på strategiske retningslinjer de har fått fra ledelsen sentralt.

Sven: Vi er veldig desentraliserte, som organisasjon så de fleste av disse spørsmålene håndteres i første instans ute i selskapene, men så er det som Silvia er inne på, noen overordnede problemstillinger og en av de kan for eksempel være Fish Pool, som vi kommer tilbake til etterpå, og da er det mere å enes om hvilke prinsipper, altså hvilke policyer skal vi legge til grunn for konsernet. Så da er vi med i å vurdere dette, og samtidig så har vi også ansvar for regnskapsføringen av disse produktene, så vil vi også ha det som vårt ansvarsområde.

Silvia: For å oppsummere kan man si at det meste blir håndtert lokalt og at vi bistår dem etter deres ønske, med retningslinjer. Hvilken eksponering er ønskelig eller hva synes vårt styre om den og den risikoen som blir håndtert lokalt også monitorerer vi det

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

sentralt, igjen for det som er viktig er at vi til enhver tid har oversikt over den konsoliderte eksponeringen og det er vanskelig å se denne lokalt. Hvis du sitter i Canada vet du ikke hvor mye eksponering din kollega i Chile har, så vår rolle er å få retningslinjer fra Cermaqs styre også prøve å operasjonalisere retningslinjene som går ut til våre datterselskap, som må styre risikoen, også monitorerer vi at dette blir håndtert gjennom vår policy.

Marius: Er dette retningslinjer, eller er det spesifikke tall?

Silvia: Det varierer, men det kan vi ta på hvert enkelt område

Sturla: Har dere implementert et slikt rammeverk for en slags helhetlig risikostyring type COSO?

Sven: Nei, det har vi ikke gjort. Det har vi ikke kommet enda, det er vell forstått noe vi har begynt å se litt på og kanskje har tatt deler av det, men vi har ikke satt det helt i system enda. Jeg vil ikke si det er et rammeverk, men det vi har besluttet på styrenivå utfra hvor viktig det er med matvaresikkerhet for eksempel og kvalitet i alle ledd gjennom produksjonen det er at vi skal ha ISO sertifisering altså kvalitetsstandarder på plass i alle selskaper, og det tror jeg det også står noe om status på i årsrapporten, så er vell kanskje det som er nærmest til å snakke om en slikt type platform for hva vi skal ha på plass av systemer.

Marius: Så den ISO-sertifiseringen kaller dere for et rammeverk på en måte?

Sven: Nei, jeg tror kanskje ikke det er helt et rammeverk heller, men jeg tror at det var det som var enklest å begynne med hvis man skulle sørge for at man hadde en ensartet måte å forholde seg dette på, og skape sikkerhet for at det var innført tilsvarende i alle selskaper i hele konsernet.

Sturla: Hva er deres holdning til derivater i sikringsøyemed, har dere tatt en vurdering på bruk av derivater utenom Fish Pool?

Silvia: Generelt sett sier vi at vi skal først og fremst forstå vår eksponering å benytte oss av det som er operasjonelle og naturlige sikringer, også etter det vurderer derivater i tilfelle det ikke finnes andre effektive måter å beskytte oss mot en spesifikk

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

eksponering. Så det er akkurat det vi sier i retningslinjene våre, og i vår finanspolicy, at vi bare vurderer bruk av derivater i de tilfellene det ikke finnes andre effektive måter å beskytte oss mot en spesifikk eksponering. Så det er akkurat det vi sier i retningslinjene våre og i vår finanspolicy at vi bare vurderer bruk av derivater i de tilfeller hvor vi merker eksponering etter naturlig operasjonell sikring, representerer en betydelig risiko for konsernet.

Sven: Igjen så er det mye tilbake til dette med likviditet også. De viktigste råvarene våre finnes det ikke et futuresmarked for. Da vil det begrense seg automatisk ut i fra det. Du kunne sagt at det er en stor grad av korrelasjon mellom fiskeolje og mineralolje, det er det, i hvertfall en god korrelasjon, men vi har ikke av den grunn gått ut å sagt at vi skal gå å sikre oss på fiskeoljeprisen ved å kjøpe derivater innenfor mineralolje. Det er nok ikke det vi holder på med. En av de viktige årsakene til det er jo som dere også forsåvidt er inne på i et spørsmål, er jo dette med at vi overlaster risikoen for en råvarekurv inklusive valuta til Ewos sin kunder. Det har jo en enormt stor risikoreducerende effekt, det er slik at vi ved inngangen til et kvartal så går man ut til de største kundene også presenterer man kurven, også får man da hvor mye skal dere kjøpe av oss, da er det disse prisene som gjelder. Og gitt at det blir det, det blir selvfølgelig ikke akkurat det resultatet, men gitt at det blir det, eller hadde blitt det, så har vi jo ingen eksponering. I høysesongen så har vi da også kjøpt inn alle råvarene til den estimerte produksjonen på forhånd. Så da skal vi egentlig ikke ligge å ha noen eksponering. Men så perfekt er jo ikke verden, men det som stort sett har vært igjen hittil, det har vi klart å leve godt med. Så vi har egentlig hatt en veldig, vi er kanskje litt atypiske på det, ikke-sikringspolicy om du vil, altså fordi vi skal fullt ut utnytte de naturlige sikringene som vi har. Og det er jo ikke tvil om at sikring koster, det er jo både en opportunistisk kostnad og det er jo også en ren transaksjonskostnad knyttet til sikringen.

Sturla: Det foret som blir solgt til Mainstream, kjøper Mainstream på samme vilkår som andre kunder, eller er det en spesiell internprising?

Sven: Mainstream kjøper til samme priser som kunder det er naturlige å sammenligne seg med. For hvis du tenker på at Ewos solgte i fjor rundt 1,1 millioner tonn og av det så gikk ca 18% til Mainstream, man har altså 82% som går til andre. Det sier seg selv hvor viktig det er for oss da at ingen skal tro at Mainstream får en konkurransefordel

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

på pris og hvor vanntette skott det er mellom Ewos og Mainstream, så da må man da finne en metode for å sørge for at Mainstream da får en pris som er markedsmessig betraktet, så de har ikke noe utgangspunkt i en sånn egen internprising som skal være meget gunstig i forhold til øvrige kunder, med tilsvarende volum.

Marius: Differensieringen på forskjellige kunder, differensieres disse på foret ut?

Sven: Nei i utgangspunktet så er prisen knyttet opp mot produktet, men det er klart du får en volumeffekt, så større kunder har ofte, altså bedre priser, men så igjen kan det også være avhengig av når var det man inngikk kontrakten, ikke sant, og så er det det relative styrkeforholdet i forhandlingene og vi ser jo det at noen som kanskje har likt volum har forskjellige priser, men så er det altså avhengig av andre parametere.

Marius: Dere fokuserer veldig sterkt på vanntette skott mellom Mainstream og Ewos, så det skal ikke være noen fordel av å være i samme konsern?

Sven: Nei, altså ikke i på den måten. Det er klart at det vi har en fordel av eller bør kunne ha en fordel av, det er at vi har kunnskapen om utviklingen i førmarkedet på en større basis fordi Ewos har ca 4,5,6,7%, litt avhengig av årstid, av markedet, og da kan vi i større grad, bør hvertfall i større grad enn andre, som bare er innenfor oppdrett, kunne se på hvordan prisen vil utvikle seg utfra en forventning om at førmarkedet skal kunne være en faktor for å kunne si noe om utviklingen på pris i fremtiden. Det man ser er jo at det er utrolig vanskelig uansett hvor mye kunnskap man har om det, i hvertfall å identifisere hvor store svingningene blir og når skiftene kommer, og det opplevde vi i fjor, altså alle forventet at prisen skulle gå ned, men det var ingen som forventet at den skulle gå ned så mye som den gjorde, og på det tidspunktet den gjorde det. Det er en professor som egentlig har hatt høy status, Frank Asche, han har jo vært ute å sa at han trodde i juni at prisen skulle være 60, men jeg sier 50 bare for å være litt forsiktig, også endte prisen på 30, ikke sant, og som han sier ingen av modellene fungerer når det blir slike store skift i markedet, og det var ingen som egentlig helt klarte å forklare hvorfor.

Marius: Sa da er det jo litt flaks også?

Sven: Det er veldig mye flaks, men kanskje mer en langsiktig trend tror jeg man kan bruke den informasjonen man totalt sitter på i konsernet.

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

Marius: Om Fish Pool skrives det at dere har hatt en testperiode, på å prøve de forskjellige derivatene. Også er det etter vår tolkning en slags konklusjon på at dette skal satses litt på fremover.

Sven: Ja, det du vil se når årsrapporten kommer for i år, at Norge så har de gått ut å sikret en 40-45 % av volumet sitt. Når de skrev det her, så var det ikke den samme likviditeten for det første på Fish Pool, og det er jo et problem. Totalvolum på Fish Pool var jo mindre enn det som er totalvolumet for hele Cermaq i 2010. Nå blir det noe mer av det, men jeg vil ikke si at vi allikevel at vi har en sikringsstrategi, det vi sier er at vi har en prisstrategi, og der skiller vi nok oss ut fra andre aktører, de sier at de har en sikringsstrategi, nemlig at de skal ha så og så stor andel som skal være sikret, det er veldig krevende av flere årsaker, det ene er at man ser på både sikring gjennom Fish Pool altså finansiell sikring, men også fysiske kontrakter. Og fysiske kontrakter finnes det etterhvert veldig lite av i markedet, så når Marine Harvest og slike sier at de har en så og så stor andel sikring, så tror hvertfall jeg at det er ikke for konsernet, men det er salg til sine konsernselskaper er en del av det, for de har en mye større grad av videreføring enn det vi har.

Marius: I media så er det jo ofte sikringstillene som kommer frem, at bransjen sikrer for lite i forhold til hva som har vært. Dere har et annet fokus enn å operere i faste sikringsstill.

Sven: Jeg vil si at vi vil bruke eller anvende den kunnskapen vi har til også tenke nå er det bedre at vi har en stor andel sikring. Det vil ikke være en slik sikringspolicy, det er hvertfall ikke det per i dag. Så det å si at så og så andel skal vi sikre, det har vi ikke.

Marius: Hvordan ser dere på fremtiden for Fish Pool?

Silvia: Vanskelig å si, men vi kommer nok til å benytte oss av det, jeg tror at interessen øker også nå som regnskapshåndtering blir klarere og klarere, fordi det har tidligere vært uklart hvordan dette skulle håndteres regnskapsmessig.

Sven: Det er nok et godt poeng, når vi snakket med Fish Pool i begynnelsen så var jo tilbakemeldingen fra mange at vi ikke er interessert i å bruke dere fordi vi klarer ikke å tilfredsstille reglene for å bokføre dette som en del av driften, under IFRS-reglene. Nå er det jo litt tidlig og reglene har vell ikke helt satt seg, det er iallfall mer åpnet for

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

at det skal være mer fleksibelt, og det er nok med på å gi en positiv retning. Også spørres det da, altså jeg tror Fish Pool vil øke med økningen i volum, men om det blir mye mer utover det, det vet jeg ikke. Jeg tror de er langt etter de opprinnelige planene, jeg tror at så lenge brorparten av de som er der er operasjonelle og ikke finansiell aktører tror jeg det blir vanskelig å vokse til en veldig stor børs.

Sturla: Har dere noen filosofi rundt renterisiko?

Silvia: Vi har en finanspolicy som sier at vår strategi er å ligge flytende, det vil si å være eksponert for variasjoner i rentenivå. Det er det som er den offisielle policy, også sier vi også at administrasjonen har fullmakt til å inngå renteavtaler på veldig gunstige nivåer.

Sven: Vi har anledning til å være opportunistiske, basert på en beregning av at vi ikke tror at nedsiden er så stor, for å si det litt enkelt. Og hvis du da, dere har også spørsmål som går direkte på det med renteswapen som vi inngikk i 2010, da hadde vi jo basert på den informasjonen vi fikk fra våre banker, så så vi at det var veldig liten forskjell, nesten historisk lav forskjell mellom flytende lav rente på de løpetidene. Ingen vet jo noe om fremtiden, men man hadde da ut ifra hva som var historikken, og hvilken retning man trodde det skulle ta, så så man for seg at det kunne jo bli en gunstig utvikling for oss, men samtidig så man at hvis det skulle gått mot oss så var det ikke en veldig stor nedside i den perioden. Så det var egentlig motivasjonen vår for å inngå den også løste vi den ut da, når vi fikk en god gevinst på den, og da var det vell egentlig opportunismen som lå til grunn, så jeg vil ikke si at det var noen rentesikring som sådan.

Silvia: Når det er sagt så er bakgrunnen for det å ligge flytende som en generell strategi det er i det at vi har to forhold i convenants avlalen vår, den ene er rentedekning det vil si forholdet mellom ebitda og rente, hvor mange ganger er du i stand til å dekke renteutgiftene dine basert på ebitda, og den andre er equitycovenant som er egenkapitalandelen. Rentedekning teller ikke når egenkapitalandel er over 45 %, generellt må vi til enhver tid være over 40 % egenkapital, men så lenge vi er over 45% så trenger vi ikke å se på rentedekning. Det vil si at vi ikke er så veldig bekymret for rentedekning inntill vi er over 45 % equity og vi har et styrevedtak som sier at vi skal til enhver tid ligge over 45%, det vil si relativt low gearing for konsernet.

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

Bakgrunnen for det er at vi skal kunne ha anledning til å ha den strategien der, det er litt av en luksus, for å være helt ærlig rentekostnader representerer ikke en stor eksponering for Cermaq.

Sven: Vi bruker gjerne et eksempel når vi snakker med bankene om akkurat det samme fordi de vil jo selvfølgelig gjerne at vi skal sikre mye mer, og i tidligere beregninger har vi sagt at hvis vi snur å vender litt på det, så ser vi en nedside knyttet til en slags ren finansiell risiko, på rente og på valuta. Da brukte vi et tall for beskrive forskjellen, hvor vi sa at det er for oss nå så er det 10 millioner kroner. Mens en krone opp på og ned på lakseprisen på de nivåene vi har nå det er hundre millioner. Og da skjønnte de at det ikke var noe å snakke om. Altså vi bruker modeller for å skaffe oss en best mulig oversikt over hva som er netto valutaeksponering for Cermaq. Så lenge den er innenfor en fastsatt ramme så vil vi ikke gå ut å sikre oss, så det er liksom bakgrunnen.

Marius: Dere kan ha så lav rentesikring fordi dere har så stor egenkapitalandel?

Silvia: Ja, det er en del av forklaringen at vi har såpass sterke finansielle muskler, at vi tåler ganske mye volatilitet, på alle områder, det er bygget slik at vi skal kunne tåle volatilitet fordi vi opererer i et en veldig volatil verden, men igjen den volatiliteten vi må leve med når det gjelder laks, å prisen på laks er såpass mye større enn volatiliteten på rente så sett i forhold til det, så er ikke rente noe problem. Som sagt tidligere så er de finansielle risikoene relativt små sett i forhold til disse strategiske risikoene vi må relatere oss til. Og igjen for å svare på å skape en så sterk balanse som vi har, gjør oss i stand til å motstå variasjoner i renter for eksempel. Det koster en del, og vi bruker mye ressurser på å være så low geared som vi er, det er det som er vår sikringsstrategi. Det er slik vi mener at vi skal kunne tåle ugunstige svingninger i markedspriser og det gjelder alle markedspriser.

Sven: Så vi bruker nok mest ressurser på å forstå risikoene for å vite om vi er nødt til å gjøre noe enn å ha et tradisjonelt sikringsprogram.

Silvia: Vi arbeider heller ikke ut i fra forventninger om renteutviklinger, vi sitter ikke å prøver å spå fremtiden eller følger veldig mye med på forwardrenter, det er ikke nødvendigvis der fokuset ligger, men vi prøver å forutse vår eksponering, vi gjør sensitivitetsanalyser, men da flekser vi både opp og ned, ikke basert på forventninger.

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

Sturla: Har dere brukt noen derivater i styring av valuta og risiko i det hele tatt?

Silvia: Veldig liten grad, vi opererer veldig mye med netto eksponering, det vil si at vi vil være helt sikker på at vi benytter oss av alle disse nettingeffekter som er der ute. Hvis vi tillater selskapene i gruppen til å bruke derivater, vil det være i den grad at vi vet at det ikke er nettings benefints å hente der. Et eksempel, i Chile har man en del av kostnadene i chilean pesos, og det gjelder bare betaling av lønn til de ansatte, og da ser vi basert på korrelasjon av valutaen, ser vi at eksponeringen på valutaene ikke kan nestes, det er ikke noe vi har naturlig sikring på, så vi tillater den chilenske ledelsen å sikre seg, hvis vi mener at det er fornuftig og at det hjelper dem, fordi vi ser at dette ikke øker konsernets eksponering. I liten grad bruker vi sikring. Ellers bruker vi vanlige terminer ved salg av virksomhet, med oppgjør i utenlandsk valuta. Da vi solgte Mainstream Skottland, ble prisen fastsatt i britiske pund fordi vi bruker norske kroner og vi hadde ikke lyst til å sitte på den eksponeringen så på det tidspunktet da avtalen ble signert, snudde vi oss, ringte en bank og solgte pund forward, det er i slike tilfeller vi kan bruke derivater. Og da er det virkelig bare enkle terminer, ikke rare opsjoner eller eksotiske derivater.

Sven: Nå har vi snakket ut fra Cermaq på konsernnivå, men det er ikke gitt at våre døtre syns det er verdens beste idè, blant annet Ewos Norge, de sier at vi er nødt til å tilsvarende situasjon som våre konkurrenter, fordi de mister et konkurransefortrinn, hvis Ewos sin pris blir høyere som følge av at de sitter på andre posisjoner enn det konkurrentene har. Det er ofte slik at de store oppdretterne, de har flere fôrleverandører å spille på i samme periode og da vil det jo bli et spørsmål om pris. Vi håper jo selvfølgelig at det er fordi vi har mye bedre for enn de andre, men det er desverre ikke alltid slik, så da er det viktig at de ikke har en dårligere konkurransesituasjon som følge av at de ikke for sitt vedkommene i forhold til valutaeksponering.

Silvia: Bakgrunnen for at vi har denne effekten er at Mainstream eksporterer og Ewos er innkjøper, på det globale markedet. Sett fra vårt ståsted er vi veldig fornøyd med dette fordi vi tenker at Ewos kjøper råvarer hovedsaklig i euro, slik at det oppstår en risiko mellom euro og USD, greit nok, men Mainstream eksporterer fra Norge til markeder som opererer motsatt, derfor får vi en veldig fin netting der. Når dette er sagt er ikke Ewos like fornøyd med dette, fordi det ser fint ut på konsernnivå, men vi

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

sitter på den eksponeringen på vårt nivå, og det skal de også gjøre. Den løsningen vi kom opp med i 2009, var at vi sa at Ewos, dere er ikke villige til å sitte på denne eksponeringen dere kan gjerne flytte den over til oss på HQ. Så det vi gjør er at vi hvert kvartal, er at Ewos egentlig den 21 i måneden før kvartalet begynner de begynner forhandlingene med sine kunder, disse kundene de uttrykker ønske om å sikre eller ikke sikre seg. Og basert på disse ønskene ringer Ewos treasury i Cermaq og ber om å kjøpe valuta, og det vi gjør er at vi tar oppgjør, men det skjer ikke fysisk, vi inngår terminer, men vi tar nettooppgjør med dem. Og hvis du vil så tillater dette sånn sett at eksponeringen rett og slett blir flyttet til Cermaq og vi oppnår samme nettoeffekt, slik at det skjer ingenting på konsernnivå, det er det akkurat samme bilde, men Ewos trenger ikke sitte på den eksponeringen og kan også få konkurransefordeler ved å kunne tilby kundene sine det valget de ikke hadde før. Vi pleide å si at dere kan ikke sikre dere fordi det er retningslinjene fra vårt styre at man ikke skal sikre seg, og det er ikke nødvendigvis gunstig for dem strategisk sett. Så nå har vi det programmet, vi selger dem valuta forward over tre mnd. for hvert kvartal. I desember ringer vi får vi en pris for januar, februar, mars, nå er vi nettopp inngått en ny avtale for april, mai, juni, så det er slik vi håndterer dette.

Sven: Men vi har nok ingen egen forventning til valutakursendringer

Silvia: Nei, og faktisk så er det slik at Ewos taper på disse terminene hvert eneste år, men de klager ikke fordi det ikke er meningen å tjene på de, det er ingen effekt fordi det har blitt overført til kundene, men det at kunden får velge om de skal ligge åpen eller sikre valuta, det gir oss og Ewos anledning til å belaste kunden denne kostnaden, ellers kunne de ikke gjøre det, fordi kunden ville si ”Nei dere, jeg fikk ikke velge, jeg hadde ikke lyst til å ligge flytende, jeg hadde lyst til å sikre meg, men konkurrenten din gir meg den muligheten. Hvis du ikke er i stand til å tilby meg det valget så vil jeg ikke kjøpe fôr av deg.»

Sturla: Vi har vel egentlig fått svar på det med transaksjonsrisiko... Det har vi. Men den oversettelsesrisikoen da, som vi har lest litt om...

Silvia: Ja, den er egentlig mye lettere å håndtere enn transaksjonsrisiko. Transrisiko er mye om sannsynlighetsregning. Mens oversettelsesrisiko. Første dag etter årsrapporter når du ser på oppgjørskurser kan du allerede beregne effekter, og der er

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

det matematisk beregning, for du vet hvilke selskap som rapporterer og i hvilken valuta, hva som skjer når en konsoliderer eiendeler og liabilities i brutto til en annen. Så det er mye enklere å håndtere.

Vi opererer med sensitivitetsanalyser der. Slik at vi tar balansen fra forje måned om du vil, og så prøver vi å flekse det basert på forskjellige valutakurser, og det er en øvelse som blir høyt prioritert i perioder hvor vi har litt svakere balanse...

Sven: Egenkapital...

Silvia: Og det blir for eksempel nå. Hvilke valuta volatilitet burde en ha for å komme under 45, når vi ligger på nesten 60 prosent i egenkapital, det er ikke så veldig relevant å kjøre en slik simulasjon. Det blir litt meningsløst. Men ellers er det sånn vi opererer. Vi monitorerer det veldig, og så prøver vi til en hver tid å ha en viss balanse mellom eiendeler og gjeld i de forskjellige valutaene slik at taper vi x antall prosent på gjeld nominert i US dollar, greit nok, vi tjener x antall prosent på våre investeringer i Chile som er i US dollar. Vi ser at det ikke representerer en stor eksponering for oss i dag.

Sven: Det som var veldig spennende i 2008, fjerde kvartal. Da var det jo spennende i hele verden, men det var og spennende for oss. Fordi vi hadde hatt så store produksjonsutfordringer i Chile, mye av fisken vår døde. Vi fikk så store tap. Så hadde vi mye finansiell eksponering på denne tiden der. Vi regnet mye på dette med covenants. Ut i fra vår policy. Vi sier at vi så lenge at vi ikke våre beregninger sier at vi har en stor risiko for å komme i brudd på covenants så skal vi egentlig ikke sikre oss. Tradisjonell sikring. Der er vi nok litt a-typiske. Finner nok ingen andre som har det som sin policy. Men det fungerer bra for oss.

Sturla: Hvor stor andel gjeld hadde dere i US dollar? Silvia: Det var 60% ved årsskiftet. Sturla: Har dette noe med oversettelsesrisiko å gjøre? Sven: I utgangspunktet så har det jo det.

Sturla: Det er hovedgrunnen til at dere har gjeld i utenlandsk valuta? Silvia: Ja. Det er gjeld som finansierer våre operasjoner i Chile.

Sven: Men så kan du si at beregninger kunne ha vist at man kunne hatt en litt lavere

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

gjeldsgrad i Chile. Da spiller det et annet forhold inn, og det er altså den totale kostnaden ved gjeld. Og for oss er Chile et land hvor skatt spiller en stor rolle når det kommer til finansiering. Det henger nøye sammen. Så det er egne særskilte skatter som går på den gjelden en trekker opp. Og når en betaler ned gjeld som vi da har gjort i perioder, og en etterpå for eksempel i forbindelse med ekspansjon, vil øke gjelden så må en betale denne skatten på den nye gjelden også. Så om man gjør beregningene ser man kanskje at en burde ha mer av gjelden i norske kroner. Men at en kan ligge litt skeivt. Ut i fra scenario se på den totale risikoen opp mot covenantene, og visst vi mener det ikke er noen stor risiko (Uklart) ...

Marius: Så det er mange typer skatteregimer dere operer med i hvert land?

Sven: Ja, det er det. Og i land som Chile der har de den typen skatteregimer, at det er dyrt for alt som kommer utenfra, det beskattes veldig hardt, altså vist en ikke bruker innsatsfaktorer i Chile. Det er ganske hyggeleg skatt på inntekt når en opererer der, men så koster det skjorta hvis du prøver å trekke deg ut igjen.

Marius: I forhold til utviklingen, i forhold til hvordan selskapet ser ut nå. Hvilke begrunnelser ligger i hovedtrekk bak hvorfor dere opererer i Chile for eksempel i tillegg til Canada?

Sven: Ja. Altså, Chile er et fantastisk land å drive oppdrett i, i forhold til den kystlinjen de har. Og ikke minst den jevne temperaturen de har og for så vidt strømninger og lysforhold og sånne ting. Alt det her er sånt som påvirker veksten til fisken. Det vi ser er jo at det er en mye jevnere temperatur og vanntemperatur enn for eksempel i Nord-Norge, så har en kortere sesong i vannet. To-tre måneder raskere kan en ta ut fisken i Chile enn du kan i Norge. De har også en lang kystlinje men mye beskyttelse så sjøen står ikke rett inn. Og er en eksponering for eggene som sådan. Det er naturgitte faktorer som gjør at det er et bra sted å drive med opprett.

Sturla: Vi kan vel egentlig konkludere med at dere driver med naturlig sikring. Sven: Ja!

Sturla: Også kommer vi jo til å prøve å fokusere på det her med forproduksjon og fiskeoppdrett. Hvordan mener dere tilstedeværelse i forproduksjon og fiskeoppdrett reduserer risikoeksponeringen til konsernet som helhet? Har dere noe spesielt å si om

dette?

Sven: Ja, og jeg mener vi gjør dette i årsberetning og andre steder. Og vi mener det er dokumentert gjennom resultatene over en årrekke. For visst du hadde sett to kurver på resultatet fra oppdrettsdelen vår og fôrdelen vår. Ok, det er noen hederlige unntak i noen år. Men at vi har en jevn EBIT-margin, et sted mellom 5 og 7 % på Ewos også har en noen oppdrettstall som går nesten som en berg og dalbane til tider. Hvor en da til jevne tre til fem års sykluser får en ganske stor nedtur. Så det er klart det har en veldig stabiliserende effekt. Så det er den ene resultateffekten. Men vi ser også at det har en reduserende effekt på valutaeksponeringen. Hvor en der er i stand til å jevne ut eksponeringen for oppdrett, altså salget med kostnaden. Men den delen du ikke får belastet på dine kunder på Ewosiden er det som måtte være gjenværende risiko knyttet til kostnader i valuta.

Sylvia: Ewos kommer, fôrindustrien kommer alltid til å levere lokalt, de kommer aldri til å eksportere fôr. Og de kommer alltid til å måtte forsyne seg fra det globale råvaremarkedet. Så de er eksponert på innportsiden og Mainstream er eksportert på eksportside, for du kan bare produsere laks på 4-5 lokalisjoner i hele verden.

Sven: Så lenge du ikke har lukkede anlegg.

Sylvia: Ja, så lenge du ikke har lukkede anlegg på land. Men pr i dag, ikke sant, så det er som Sven sier. Jeg mener det er en diversifisering. I både det som er operasjonell risiko, i det at en opererer i to helt forskjellige businessser, men også det som gjelder valutarisiko, at en har netting benefits der.

Sven: Og så er det jo klart at viss alle kundene dine går over ende, så har du jo et problem i Ewos også. Det har vi jo sett at i perioder, ikke alle kunder, men en har sett at der har vært krevende. Nå har vi jo selvfølgelig prosesser på plass for å følge opp dette mer. For å følge opp men også å sette tiltaket for kredittrisiko. Det er jo også godt beskrevet i notene våre.

Marius: For tradisjonelt sett så har det jo vært sånn at leverandører til oppdrettsbransjen har gitt lange kreditter i perioder der det ikke har vært mye egenkapital igjen i bedriftene.

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

Silvia: Det var i alle fall sånn i Chile i perioder. Det er ikke ønskelig.

Sven: Hvis en går tilbake noen år i tid før oppdretterne ble store og fete for å si det sånn. Så var det i praksis forselskapet, det var nesten som en bank å regne. Det prøver vi å gå mest mulig bort fra naturlig nok. Og har klart det i de fleste regioner. Norge og Canada kanskje spesielt så snakker en 30 - 40 dager. Eventuelt noe lavere om en vil betale dem noe for det. Mens Chile i de oppbygningsfasen de har vært i nå. Så er det mer krevende å gå bort i fra den modellen. Er det konkurranse i førmarkedet, og det har det jo vært i Chile lenge med en enorm kapasitet til å produsere fôr og lite fôr som har vært behov for. I alle fall om en går halvannet år i tid. Og banker som var livredd for å låne penger til de, da får man fôrkreditter fordi det er så stor konkurranse om kontraktene. Også får man se om hvordan man kan sikre seg. Og det er da flere måter en kan sikre seg, om det er med kredittforsikring eller om det er ved å ta pant i fisken eller kombinasjoner. Eller garantier. Så det er selvfølgelig et område vi har veldig mye fokus på.

Marius: Men i Norge har det vel gått veldig mye ned nå.

Sven: I Norge har vi vel ikke hatt noen veldig store issues med dette. Kanskje noen enkelttilfeller på de siste 10 årene, tenker jeg.

Marius: 30-40 dager er jo veldig vanlig i alle typer bransjer

Sven: Ja det er det, tror det også kan ligge noe under det. Men det er klart at i mange avtaler så er kreditt viktig for oppdretterne. Det er viktig for oppdretterne, mange har vært der så lenge at de vet at banken ikke er der når de virkelig trenger de. Så kan det være at man har inngått avtaler hvor de har anledning til, mot en pris, å gå lenger ut i kredittid. Og det er klart at det er viktig for oss å skjønne hvilken eksponering vi kan få. La oss si at hvis lakseprisen hadde vedvarende i Norge ligget på 18 kroner, som var et slags bunnivå i fjor, da hadde det vært en helt annen situasjon. Så det ser vi jo at noen posisjonerer seg for at det kan komme en slik situasjon. Vi er nok mer i markedet nå enn vi har vært, kanskje ikke i Norge, men andre steder for kredittforsikring blant annet. Men det er klart, hvis du begynner å få en del tap på det så vil jo det forsvinne. For da vil ikke forsikringselskapet kunne holde på å tilby den type dekning. Sånn er det jo alltid.

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

Marius: Så det er ganske bra stabilitet i forhold til kreditt overall, men ikke i Chile?

Sven: Ja, altså det er stabilt i Chile også, men der er det lengre kreditt.

Silvia: Det er nok også kulturelt betinget. Jeg som kommer fra Italia vet mye om det, det er ikke hele verden som betaler 30-40 dager kreditt, som det er i de nordiske landene. Det er en kulturell sak også.

Sven: Det er klart, vi mener det er en nøkkelrisiko å håndtere.

Sturla: Når dere regner på eksponeringen, bruker dere noen av disse kjente modellene, som Value at Risk?

Silvia: Ja det gjør vi på transaction risk. Der bruker vi value at risk. Sven: Vi prøvde på translation også, men det ble bare kål.

Silvia: Nei, det går ikke. Vi bruker den på transaction. Og det vi gjør da er at vi ber dataselskapene våre sende oss oversikt over den forventede valutaeksponering for neste periode og så putter vi totalene inn i en modell og vi har en software som tar å beregner ti tusen interaksjoner, Montecarlo-simulation. Og det er basert på den nåværende korrelasjonen mellom valutapar. Vi tar valutaspot for i dag, så tar vi eksponeringen for tolv måneder totalt og så gjennomfører vi en simulasjon som det programmet bare simulerer hvordan valuta kan bevege seg over den neste perioden basert på de korrelasjonene du har gitt til modellen og basert på volatilitet som er veldig viktige assumptions, om du vil. Og det vi gjør er at tar en simulasjon hvert eneste kvartal basert både på implied volatility, som er det vi mener er et fornuftig estimat for fremtiden, og på 20 % volatilitet som en slags stresstest, for 20 % volatilitet for valuta er veldig mye. Men vi tenker på 2008 scenarioet igjen, for hva vi må forvente. Det vi ser er faktisk at netto eksponeringen er veldig håndterbar. Siste simulasjonen vi tok var 43 millioner. Som er veldig lav, når en tenker på omsetningen vår.

Sven: Det viktigste vi gjør med denne modellen, det er å legge inn de naturlige sikringene våre. Hvis du tenker deg valutaeksponeringen til Ewos, altså hvor de ligger med en eksponering i tre måneder og så går de ut ikke sant, maks tre måneder, så er det tilbake igjen til nulleksponering. Du kan nesten tenke deg et juletre for å vise

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

hvordan eksponeringen går tilbake hele tiden. Og så regner vi ut hvor stor reduserende effekt det har.

Silvia: Det første er at den måten modellen er bygget på er slik at den tar hensyn til horisonten av eksponering. Og den ser at Ewos har bare tre måneder mens Mainstream har tolv måneder på grunn av at en ikke har mulighet til å reforhandle kontraktene dine som du har i Ewos. Det er den ene tingen. Og den andre er at vi får input fra alle døtrene våre, slik at vi får med oss netting benefits, ikke sant. Og det som er litt interessant er at vi får en output som viser eksponering før diversifisering og før prisjusteringsmekanismene og justert ytterligere av netting benefits. Så det er veldig interessant.

Marius: Så da har dere på en måte tallmateriale på hvor effektiv den naturlige sikringen er?

Sven: Ja. Du kan tenke deg da, viss en snur det. Om en tar det med bankene om de begynner å bli litt aggressive på det igjen. Hvis vi hadde sikret oss på totalnivå tenk hvor feil det hadde blitt når nettoeksponeringen vår egentlig er der nede. At i realiteten har vi ikke sikret oss, men vi har spekulert, ikke sant.

Silvia: Ved å sikre det ene laget, men ikke det andre, så øker du eksponeringen for gruppen under ett, så det syns jeg er et veldig godt eksempel på hvor viktig det er å ha full forståelse for eksponeringen din før du går ut og sikrer deg. For det er fort gjort å ødelegge ting istedenfor å forbedre det.

Sven: Det er iallfall mye enklere å bare si at jeg skal ha en policy, slik alle andre har, også skal jeg sikre så eller så stor andel. Jeg tror det er flere som har den strategien.

Silvia: Jeg tror det er flere som har brent seg på det også. Sven: Det tror jeg og.

Marius: Så den pengebingen dere sitter på. Egenkapitalen deres. Investeres den på en spesiell måte? Eller er det rene cash?

Sven: Nei, altså det. Det vi investerer i, i hvertfall slik en har gjort det de siste ti årene da jeg har jobbet her, er i vekst. Så det er både oppkjøp av selskaper, men også organisk vekst. Nye fabrikker innenfor Ewos blant annet. Viss vi da skulle ha mye overskuddslikviditet så vil vi nok heller betale ned gjelden vår, enn å gå ut å kjøpe

Finansiell risikostyring i Cermaq ASA

papirer. Det er ganske mange år tilbake i tid hvor vi hadde noen likviditetsposisjoner, men det har ikke vært strategien vår. Vi har anledning til det under policyen vår men det har vi ikke gjort.

Silvia: Det er veldig vanskelig å være i nullposisjon på cash, fordi vi opererer i forskjellige land og da er det ikke ønskelig å flytte penger inn og ut av forskjellige land på grunn av skattene det medfører og regnskapsmessige betraktninger. Dere ser i årsrapporten vår at vi alltid har litt cash men det er i forbindelse med. Vi kan ikke begynne å flytte penger mellom landene selv om vi har overskuddslikviditet. Mange forhold å ta hensyn til der.

Vedlegg 4 VaR output

