

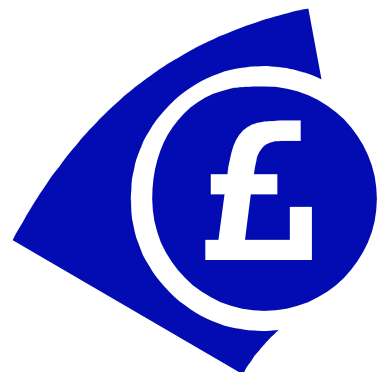
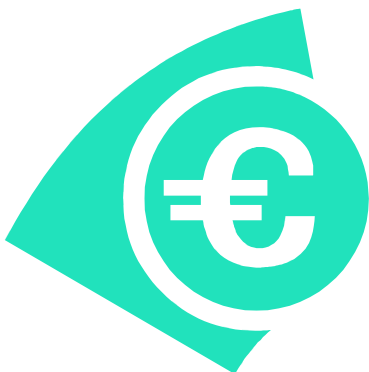
H.D.-studiet i Finansiering  
Hovedopgave – Forår 2009

-----  
Opgaveløser: Allan Ries Kjærgaard  
Vejleder: John Kristensen



Opgave nr. 26

AFDÆKNING AF VALUTATRANSAKTIONS-  
OG -TRANSLATIONSRISIKO  
I IKKE-FINANSIELLE KONCERNER  
I HENHOLD TIL REGNSKABSSTANDARDEN  
IAS 39



# INDHOLDSFORTEGNELSE

|  |    |
|--|----|
| KAP. 1: INDLEDNING.....  | 1  |
| 1.1 Forord.....  | 1  |
| 1.2 Problemformulering.....  | 3  |
| 1.3 Disponering.....   | 3  |
| 1.4 Målgruppe.....   | 4  |
| 1.5 Problemafgrænsning.....  | 4  |
| 1.6 Metodevalg.....  | 6  |
| <br>   |    |
| KAP. 2: VALUTASTYRING I KONCERNFORHOLD.....  | 7  |
| 2.1 Internationale koncerners forretningsstruktur og betydningen for valutaeksponeringen.....              | 7  |
| 2.1.1 Fastlæggelse af virksomhedens bogføringsvaluta.....  | 8  |
| 2.1.2 Udvalgte danske koncerners forretningsstruktur.....  | 9  |
| 2.2 Fastlæggelse og praktisering af valutarisikostrategi.....  | 13 |
| 2.3 Organisering og håndtering af valutastyringen.....   | 17 |
| 2.4 Delkonklusion.....   | 19 |
| <br>   |    |
| KAP. 3: AFDÆKNING AF TRANSAKTIONSEKSPONERING.....  | 21 |
| 3.1 Omregning af transaktioner og balanceposter i fremmed valuta.....                                      | 21 |
| 3.2 Afdækningsmuligheder i henhold til IAS 39.....   | 23 |
| 3.3 Kriterier for regnskabsmæssig sikring mv.....  | 25 |
| 3.3.1 Definitioner.....  | 25 |
| 3.3.2 Primære sikringskriterier.....   | 26 |
| 3.3.3 Andre sikringskriterier.....   | 29 |
| 3.3.4 Dagsværdi- og pengestrømssikring, ineffektivitet og ophør.....                                       | 31 |
| 3.4 Afdækning af transaktionseksponering i koncernforhold.....   | 33 |
| 3.4.1 Risikostyringsstrategi og dokumentation.....   | 33 |
| 3.4.2 Afdækning af transaktionseksponering i forskellige koncerners forretningsmodeller.....               | 35 |
| 3.4.2.1 Afdækning i forretningsmodel I.....  | 35 |
| 3.4.2.2 Afdækning i forretningsmodel II.....   | 39 |
| 3.4.2.3 Afdækning i forretningsmodel III.....  | 40 |
| 3.4.2.4 Afdækning i forretningsmodel IV.....   | 42 |
| 3.4.3 Afdækning af nettopositioner ved anvendelse af central treasury funktion.....                        | 43 |
| 3.5 Analyse af ikke-finansielle C20-virksomheders afdækning af transaktionseksponering.....                | 45 |
| 3.6 Evaluering af styrker og svagheder ved IAS 39's regelsæt for afdækning af transaktionseksponering..... | 48 |
| 3.6.1 Primære sikringskriterier ved regnskabsmæssig sikring.....   | 49 |
| 3.6.2 Andre sikringskriterier mv. ved regnskabsmæssig sikring.....   | 51 |
| 3.6.3 Forbedringsforslag vedr. regnskabsmæssig sikring i henhold til IAS 39.....                           | 55 |
| 3.7 Delkonklusion.....   | 56 |

|  |    |
|--|----|
| KAP. 4: AFDÆKNING AF TRANSLATIONSEKSPONERING .....   | 61 |
| 4.1 Omregning af internationale aktiviteter i koncernregnskabet.....                                       | 61 |
| 4.2 Afdækningsmuligheder ifølge IAS 39 .....   | 62 |
| 4.3 Afdækning af translationseksponering i koncernforhold.....   | 64 |
| 4.3.1 Risikostyringsstrategi og dokumentation.....   | 64 |
| 4.3.2 Konkrete muligheder for afdækning af translationseksponering.....                                    | 66 |
| 4.3.3 Translationseksponering vs. transaktionseksponering.....   | 70 |
| 4.4 Analyse af ikke-finansielle C20-virksomheders afdækning af translationseksponering .....               | 72 |
| 4.5 Evaluering af styrker og svagheder ved IAS 39's regelsæt for afdækning af translationseksponering..... | 74 |
| 4.6 Delkonklusion .....  | 76 |

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| KAP. 5: HOVEDKONKLUSION ..... | 78 |
|-------------------------------|----|

BILAG 1: OVERSIGT OVER IKKE-FINANSIELLE C20-VIRKSOMHEDER

BILAG 2: DEFINITIONER

BILAG 3: SIKRINGSKONKLUSIONER VED REGNSKABSMÆSSIG SIKRING

BILAG 4: RESULTAT AF REGNSKABSANALYSEN

BIBLIOGRAFI

## KAP. 1: INDLEDNING

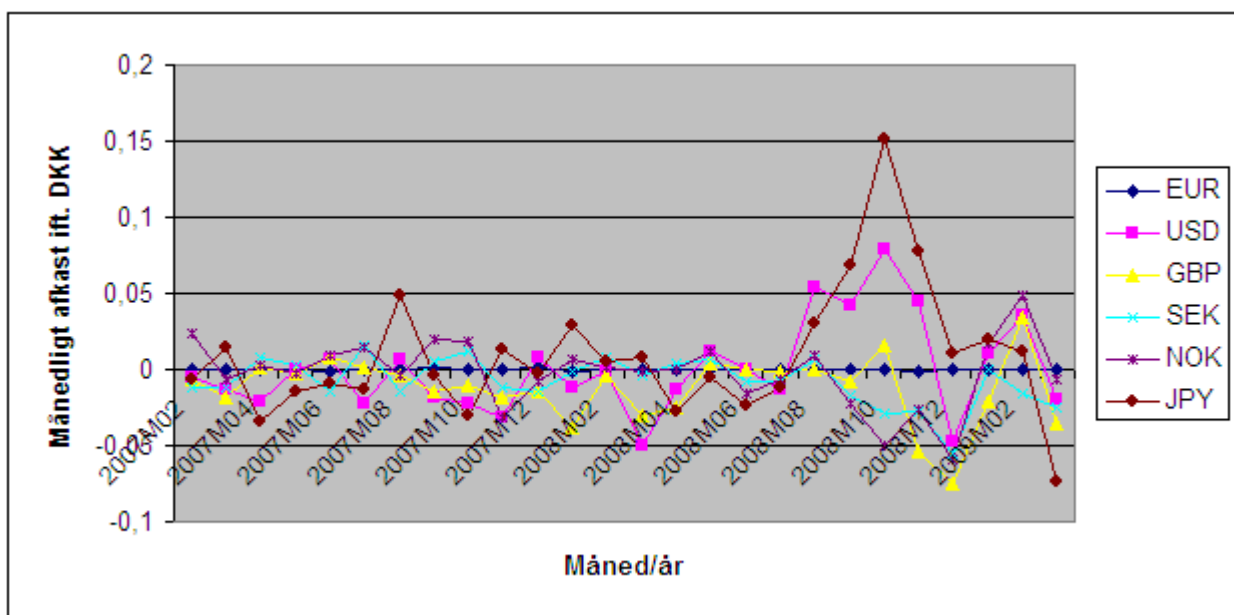
### 1.1 Forord

Globaliseringen medfører, at stort set alle virksomheder i dag direkte eller indirekte påvirkes af udviklingen på valutakursmarkedet. Virksomheder med køb eller salg i fremmed valuta er eksponeret overfor ændringer i valutakursen, idet en appreciering eller revaluering af en fremmed valuta resulterer i øgede salgsindtægter eller øgede købsomkostninger opgjort i egen valuta og vice versa i tilfælde af en depreciering eller devaluering. Koncerner med aktiviteter i udlandet er eksponeret overfor ændringer i valutakursen, idet en appreciering eller revaluering af en fremmed valuta resulterer i en stigning i værdien af regnskabsposterne ved omregning til egen valuta og vice versa i tilfælde af depreciering eller devaluering. Selv virksomheder, der ikke direkte har transaktioner i fremmed valuta eller virksomheder i udlandet, vil ofte være påvirket af udviklingen på valutakursmarkedet, idet disse virksomheder ofte enten har konkurrenter, der påvirkes af valutakursændringer, og som resulterer i en relativ konkurrencemæssig fordel eller ulempe for virksomheden, eller foretager indkøb eller salg, hvor kostprisen eller salgsprisen indirekte påvirkes af valutakursudviklingen.

Eksponering overfor uventede ændringer i valutakursen opdeles normalt i følgende typer:

- Transaktionseksponering, der opstår ved indregning af eksisterende og (meget) sandsynlige fremtidige transaktioner i fremmed valuta set ift. virksomhedens egen bogføringsvaluta.
- Translationseksponering, der opstår ved den regnskabsmæssige omregning af aktiviteter i fremmed valuta til virksomhedens egen valuta ifm. udarbejdelsen af koncernregnskab eller moderselskabsregnskab.
- Økonomisk eksponering, der omfatter indvirkningen på virksomhedens værdi sfa. ændringer i valutakurserne. Det vil med andre ord sige, at virksomhedens fremtidige pengestrømme påvirkes af valutakursændringer og dermed nutidsværdien af disse pengestrømme. Økonomisk eksponering omfatter ift. transaktionseksponering den samlede indvirkning på virksomhedens værdi sfa. uventede valutakursændringer - dvs. summen af alle kendte og ukendte transaktioner i fremmed valuta - mens transaktionseksponeringen omfatter eksponeringen på kort sigt forbundet med allerede gennemførte, men endnu ikke udlignede balanceposter, indgåede aftaler om transaktioner samt (meget) sandsynlige transaktioner i fremmed valuta i øvrigt. Økonomisk eksponering omfatter også effekten af translationseksponering, idet translationseksponeringen på et fremtidigt tidspunkt resulterer i pengestrømme.

Valutamarkedet har i de seneste måneder været kendetegnet ved stor volatilitet set ift. tidligere, hvilket i høj grad kan henføres til den økonomiske krise og deraf afledt kapitalflytning over mod sikrere valutaer. Nedenstående graf viser det månedlige afkast for EUR, USD, GBP, SEK, NOK og JPY ift. DKK for perioden januar 2007 – marts 2009, hvoraf ses, at volatiliteten i de seneste måneder har været væsentligt større.



Tabel 1.1: Egen tilvirkning pba. månedlige, gennemsnitlige valutakurser fra Nationalbanken

Den øgede volatilitet påvirker alle 3 former for valutaeksponering, men har umiddelbart størst indvirkning på transaktions- og translationseksponering, idet økonomisk eksponering omfatter den samlede indvirkning på virksomhedens værdi, hvor valutakursændringer kun vil have væsentlig effekt, hvis disse forventes at fortsætte på et væsentligt højere eller lavere niveau end tidligere. Sidstnævnte situation med forventede valutakurser på et væsentligt andet niveau er dog også set i praksis indenfor de seneste måneder, hvor eksempelvis Carlsberg har oplevet et væsentligt fald i aktiekursen, hvilket i væsentligt omfang kan henføres til den faldende RUB og forventning om yderligere fald, idet Carlsberg efter øgningen af ejerandelen i Baltic Beverages Holding fra 50% til 100% via opkøbet af dele af Scottish & Newcastle er væsentligt mere eksponeret overfor ændringer i RUB.

Den øgede volatilitet øger relevansen af afdækning af valutaeksponeringen, herunder afspejlingen af sikringstransaktioner i virksomhedernes regnskab, mhp. at øge forudsigeligheden af virksomhedernes konsoliderede perioderesultat.

## 1.2 Problemformulering

Denne fremstilling omhandler afdækning af virksomhedernes valutaeksponering iht. den internationale regnskabsstandard IAS 39 med fokus på afdækning af transaktions- og translationseksponering i koncernforhold. Fremstillingen søger at afklare følgende problemstillinger i denne forbindelse:

- Hvordan har forskellige internationale koncerners forretningsstruktur betydning for typen og omfanget af valutaeksponering?
- Hvordan fastlægges og praktiseres valutarisikostyring i koncernforhold?
- Hvilke muligheder for afdækning af transaktions- og translationseksponering i koncernforhold eksisterer der i IAS 39, og hvordan kan disse muligheder praktiseres i koncernforhold?
- I hvilket omfang benytter børsnoterede virksomheder sig af afdækning af transaktions- og translationseksponering, og hvilke finansielle instrumenter anvendes i givet fald til afdækning heraf?
- Hvilke styrker og svagheder er der i IAS 39 i relation til afdækning af transaktions- og translationseksponering med fokus på koncernforhold?

## 1.3 Disponering

Fremstillingen er overordnet struktureret i følgende kapitler:

|        |                                      |
|--------|--------------------------------------|
| Kap. 2 | Valutastyring i koncernforhold       |
| Kap. 3 | Afdækning af transaktionseksponering |
| Kap. 4 | Afdækning af translationseksponering |

I kap. 2 behandles forskellige koncerners forretningsstruktur og dennes betydning for typen og omfanget af valutaeksponeringen. Desuden behandles fastlæggelse og praktisering af valutarisikostyring i koncernforhold. I samme forbindelse behandles de regnskabsmæssige kriterier for fastlæggelse af bogføringsvaluta samt organisering af valutastyringen i koncernforhold.

Kap. 3 indledes med en beskrivelse af reglerne for omregning af transaktioner og balanceposter i fremmed valuta, hvorefter de forskellige muligheder for afdækning af transaktionseksponering iht. IAS 39 behandles. Reglerne for anvendelse af regnskabsmæssig sikring behandles generelt, hvorefter anvendelsen af reglerne i koncernforhold specifikt behandles. Herefter analyseres børsnoterede virksomheders afdækning af transaktionseksponering og brug af finansielle instrumenter til afdæk-

ning heraf. Kapitlet afsluttes med min vurdering af styrker og svagheder ved IAS 39's regelsæt for afdækning af transaktionseksponering.

Kap. 4 indledes med en beskrivelse af reglerne for omregning af aktiviteter i fremmed valuta, hvorefter de forskellige muligheder for afdækning af translationseksponering iht. IAS 39 behandles. Herefter analyseres børsnoterede virksomheders afdækning af translationseksponering og brug af finansielle instrumenter til afdækning heraf. Kapitlet afsluttes med min vurdering af styrker og svagheder ved IAS 39's regelsæt for afdækning af translationseksponering.

#### **1.4 Målgruppe**

Fremstillingen er udarbejdet som led i studieforløbet på HD-F, hvorfor den primære målgruppe er personer med disse eller tilsvarende kvalifikationer. Den sekundære målgruppe er økonomiansvarlige personer i internationale koncerner – særligt børsnoterede virksomheder – som har en væsentlig valutarisk transaktions- og translationseksponering samt regnskabsbrugere, der ønsker en indgående forståelse for behandlingen af valutariske risici og afdækning heraf i regnskabet.

#### **1.5 Problemafgrænsning**

Virksomheder er typisk eksponeret overfor en lang række finansielle risici, herunder valutarisiko, likviditetsrisiko, kreditrisiko og renterisiko. Denne fremstilling omhandler alene valutarisiko.

Fremstillingen omhandler afdækning af valutaeksponeringen i ikke-finansielle virksomheders koncernregnskaber ved brug af den internationale regnskabsstandard IAS 39. Fremstillingen behandler således ikke afdækning i selskabsregnskabet for de enkelte virksomheder i en koncern. Anvendelse af internationale regnskabsstandarder er i Danmark kun påkrævet af børsnoterede virksomheder, for så vidt angår koncernregnskabet. IAS 39 gælder ligeledes for børsnoterede finansielle virksomheder, men disse er udeladt af denne fremstilling, idet der er væsentlige forskelle i de underliggende forretningsmæssige forhold mellem finansielle og ikke-finansielle virksomheder, som har en væsentlig betydning for opgørelse af valutarisk eksponering og afdækning heraf.

Fremstillingen fokuserer på afdækning af valutatransaktions- og translationseksponering, som i det følgende blot betegnes transaktions- hhv. translationseksponering. Økonomisk eksponering omfatter som tidligere nævnt valutaeksponeringen af alle kendte og ukendte betalinger i fremmed valuta.

Økonomisk eksponering og afdækning heraf er sfa. tidshorizonten typisk forbundet med strategiske overvejelser i virksomheden, for så vidt angår afsætning, produktion, indkøb og finansiering mv. Økonomisk eksponering og afdækning heraf er i sig selv en omfattende problemstilling, som kunne være genstand for en særskilt fremstilling. Økonomisk eksponering behandles derfor kun ifm. beskrivelsen og analysen af valutastyring i koncernforhold i kap. 2, hvor forskellige koncerners forretningsstruktur og fastlæggelse af valutarisikostrategi mv. behandles, og i kap. 3 og 4 i tilfælde, hvor transaktions- og translationseksponeringen er nært forbundet med den økonomiske eksponering og således er hensigtsmæssig at tage i betragtning i denne henseende.

Opgørelse af valutarisk eksponering behandles kort i kapitel 2. Herudover behandles tilrettelæggelse af systemer til opgørelse af valutaeksponering og den specifikke opgørelse af denne eksponering i regnskab, estimater og budgetter ikke i fremstillingen, medmindre det er foranlediget af regnskabsmæssige krav i IAS 39. Interne kontroller forbundet med brug af afledte finansielle instrumenter behandles ligeledes ikke i denne fremstilling.

Afdækning af valutaeksponering behandles ved brug af naturlig hedging, primære finansielle instrumenter såsom tilgodehavender og lån i fremmed valuta samt almindelige, standardiserede afledte finansielle instrumenter, herunder valutaterminskontrakter/-futures, -optioner og -swaps<sup>1</sup>. Fremstillingen behandler således ikke afdækning vha. eksotiske afledte finansielle instrumenter, herunder særlige former for valutaoptioner og –swaps som f.eks. chooser, barrier og asiatiske optioner samt volatilitetsswaps. Værdiansættelse af afledte finansielle instrumenter indgår ved eksemplificeringen af valutarisk afdækning og behandles med andre ord ikke detaljeret i særskilte afsnit.

Der er en række oplysningskrav i regnskabet i relation til valutarisici og afdækning heraf iht. den internationale regnskabsstandard IFRS 7 – Finansielle instrumenter: Oplysninger. Fremstillingen omhandler alene afdækning af valutarisici i resultatopgørelse og balance, hvorfor oplysningskravene i IFRS 7 ikke behandles. Ifm. analysen af børsnoterede virksomheders afdækning af transaktions- og translationseksponering gøres dog brug af virksomhedernes oplysninger ifølge IFRS 7.

Fremstillingen er tidsmæssigt afgrænset til den 31. marts 2009, hvilket betyder, at forhold, der er offentliggjort efter denne dato, ikke medtages i fremstillingen.

---

<sup>1</sup> Bilag 1 omfatter en redegørelse for IAS 39's definition af finansielle instrumenter, primære finansielle instrumenter samt afledte finansielle instrumenter.



## 1.6 Metodevalg

Dette afsnit indeholder en redegørelse for den anvendte metode i de enkelte kapitler i fremstillingen.

Den i kap. 2 anvendte metode består af en analyse af forskellige danske koncerners forretningsstruktur og dennes implikation på typen og omfanget af valutaeksponering. Herudover beskrives motiver for styring af valutarisiko og fastlæggelse af valutapolitik, fastlæggelse af bogføringsvaluta samt organisering heraf.

Den i kap. 3 og 4 anvendte metode består af en beskrivelse og analyse af den regnskabsmæssige behandling af transaktions- og translationseksponering. IAS 39 indeholder forholdsvis få bestemmelser omkring valutaafdækning, men understøttes af en implementeringsvejledning. På trods af implementeringsvejledningen er der en lang række praktiske problemstillinger forbundet med afdækningen, hvorfor hovedvægten er lagt på en analyse af de praktiske muligheder for afdækning i forlængelse af beskrivelsen af regelsættet med fokus på koncernforhold. Denne analyse er om muligt baseret på de i kap. 2 behandlede koncerners forretningsstruktur. Herudover omfatter kap. 3 og 4 en analyse af børsnoterede, ikke-finansielle C20-virksomheders seneste årsrapport for at afdække omfanget af afdækning af transaktions- og translationseksponering samt brug af sikringsinstrumenter<sup>2</sup>. Begge kapitler afsluttes med en evaluering af styrker og svagheder ved IAS 39's regelsæt for afdækning af transaktions- og translationsafdækning.

Der er normalt tale om et kompliceret område af en koncerns økonomiske opgaver, ligesom regelsættet i IAS 39 er komplekst. Af disse årsager indeholder denne fremstilling en række eksempler til illustration af de væsentligste problemstillinger og løsninger heraf. Større eksempler og illustrationer er anført med blå baggrund.

Hvert kapitel afsluttes med en delkonklusion, hvorfor hovedkonklusionen i kap. 6 består af en opsamling af de væsentligste elementer fra de enkelte delkonklusioner.

---

<sup>2</sup> Bilag 2 omfatter en oversigt over de ikke-finansielle C20-virksomheder.

## KAP. 2: VALUTASTYRING I KONCERNFORHOLD

### 2.1 Internationale koncerners forretningsstruktur og betydningen for valutaeksponeringen

Koncerner med aktiviteter i udlandet er sædvanligvis eksponeret overfor økonomisk eksponering såvel som transaktions- og translationseksponering. Den økonomiske eksponering, der bl.a. kan forekomme sfa. vedvarende betydelige indtægter eller omkostninger i en eller flere bestemte valutaer, væsentlig økonomisk aktivitet i lande med en ustabil økonomi og deraf afledt risiko for depreciering eller devaluering af det pågældende lands valuta eller udenlandske konkurrenter med en væsentlig anden valutaeksponering, håndteres sædvanligvis som en strategisk beslutning på lige fod med strategiske beslutninger vedr. bl.a. afsætning, logistik, produktion og kapitalstruktur. Den økonomiske eksponering kan bl.a. helt eller delvist afdækkes ved produktion i de lande, hvori salget finder sted, hvorved væsentlige indtægter og omkostninger afholdes i samme valuta, således at valutarisikoen er begrænset til nettoresultatet i den pågældende valuta. Andre løsninger kan bestå i optagelse af lån i en eller flere valutaer, som en koncern er væsentligt eksponeret i, indkøb i valutaer med væsentlige indtægter, brug af valutaswaps og -optioner med lang løbetid, klausuler om risikodeling med samarbejdspartnere eller salgs- og markedsførings tiltag, der reducerer produkternes priselasticitet.

Tiltagene for at afdække økonomisk eksponering er således mangfoldige, men bør ske som et trade-off med fordele og ulemper ved andre strategiske overvejelser indenfor bl.a. salg og markedsføring, logistik og produktion. Det kan f.eks. være uhensigtsmæssigt at gennemføre produktion i et land, hvori koncernen har væsentlige indtægter for at matche indtægter og omkostninger i samme valuta, hvis lønomkostningerne er meget høje eller medarbejdere med de rette produktionsmæssige kvaliteter ikke findes i tilstrækkeligt omfang i dette land, eller koncernen går glip af stordriftsfordele ved at sprede produktionen på flere lokationer. Det er imidlertid afgørende, at koncerner med internationale aktiviteter tager økonomisk eksponering med i de strategiske overvejelser, idet den økonomiske eksponering oftest har en væsentlig effekt på virksomhedens værdi: Eksempelvis må det antages, at virksomheder med betydelige nettoindtægter i GBP og RUB har oplevet aktiekursfald sfa. den seneste tids udvikling på valutamarkedet<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> Hvis den relative købekraftsparitetsteori holder – i det mindste på langt sigt – vil aktiekursen alt andet lige ikke være væsentligt påvirket af faldende nettoindtægter opgjort i DKK sfa. faldende valutakurser. Dette skyldes, at en depreciering af valutaen er foranlediget af prisstigninger, hvorfor en virksomhed har kunnet forøge sine indtægter i fremmed valuta – evt. forøgede prisstigninger i fremtiden - der herefter omregnes til et uændret beløb i egen valuta. Aktiekursen vil i givet fald kun være påvirket af deprecieringen på kort sigt, hvis der er uligevægt på kort sigt.

### 2.1.1 Fastlæggelse af virksomhedens bogføringsvaluta

Transaktionseksposering forekommer i det omfang, at en virksomhed har transaktioner i en anden valuta end dens bogføringsvaluta. En virksomheds bogføringsvaluta betegnes i IAS 21 som virksomhedens funktionelle valuta. Den funktionelle valuta defineres som *valutaen indenfor de primære økonomiske rammer, hvor virksomheden har sine aktiviteter*. De primære økonomiske rammer, hvor virksomheden har sine aktiviteter, defineres i IAS 21.9 normalt som værende der, hvor virksomheden primært frembringer og anvender likvider. I den forbindelse skal virksomheden primært vurdere hvilken valuta, der har den væsentligste indvirkning på virksomhedens salgspriser og omkostninger, samt valutaen i det land, hvis markedskræfter og lovgivning har størst betydning for virksomhedens salgspriser. Det kan også være nødvendigt at tage andre forhold med i betragtning såsom finansieringsvaluta og ind- og udbetalingsvaluta, jf. IAS 21.10, hvis denne er forskellig fra faktureringsvalutaen.

Ovennævnte regler betyder, at den funktionelle valuta fastlægges som den valuta, der har den største indvirkning på virksomhedens regnskab. Dette indebærer, at fordelingen af indtægter og omkostninger på virksomhedens driftsposter og finansposter samt perioderesultat afspejles mest hensigtsmæssigt ift. den underliggende forretning<sup>4</sup>. I mange tilfælde vil virksomhedens lokalvaluta anses for at være den funktionelle valuta. Virksomhedens lokalvaluta vil dog alt andet lige ikke være den funktionelle valuta, hvis virksomheden opererer indenfor en branche, hvor salgs- og/eller indkøbspriser bestemmes af verdensmarkedspriser i en bestemt valuta: Dette kunne eksempelvis være i olie- og visse råstofbrancher, hvor USD typisk er den dominerende valuta. Et andet eksempel kunne være, at virksomhedens lokalvaluta anses for meget ustabil, hvorfor salgspriser fastlægges i en anden valuta, men indbetalinger modtages i virksomhedens lokalvaluta baseret på udviklingen mellem lokalvalutaen og den anden valuta. I dette tilfælde vil den anden valuta alt andet lige anses for at være virksomhedens funktionelle valuta.

I koncernforhold skal hver enkelt koncernvirksomhed principielt fastlægge sin funktionelle valuta ud fra ovennævnte kriterier. Dette betyder, at en koncern kan bestå af virksomheder med mange

---

<sup>4</sup> Hvis f.eks. en dansk virksomhed, der er 100% egenkapitalfinansieret og har et enkelt aktiv bestående af et rentebærende tilgodehavende i DKK, ved en fejl fastlægger den funktionelle valuta til at være USD, indebærer dette, at virksomhedens resultatopgørelse eksponeres overfor ændringer i USD. Dette betyder, at renteindtægter indregnes i resultatopgørelsen baseret på USD/DKK kursen på rentetilskrivningstidspunktet, ligesom der på balancetidspunktet skal foretages valutakursregulering af det rentebærende tilgodehavende inkl. renter til valutakursen på balancedagen. Denne valutakursregulering indregnes i resultatopgørelsen som finansielle poster. I dette eksempel anses DKK for at være den rigtige funktionelle valuta, som indebærer, at resultatopgørelsen alt andet lige alene påvirkes af periodens renteindtægter og dermed ikke af valutakursreguleringer ift. en vilkårlig valuta.

forskellige funktionelle valutaer. Der er med andre ord ikke tale om en samlet funktionel valuta for koncernen. I koncernforhold kan visse virksomheder dog være så integrerede, at yderligere forhold iht. IAS 21.11 skal tages i betragtning ved fastlæggelse af funktionel valuta, og som medfører, at flere koncernvirksomheder skal have samme funktionelle valuta. Hvis en koncernvirksomhed f.eks. reelt fungerer som forlænget arm og med en væsentlig grad af afhængighed af det koncernforbundne selskab eller med betydelig koncernintern handel i fremmed valuta, og hvor fastsættelsen af koncerneksterne salgspriser i væsentlig grad sker pba. produktomkostningerne i fremmed valuta, kan dette betyde, at virksomhederne er så integrerede, at den funktionelle valuta skal være ens.

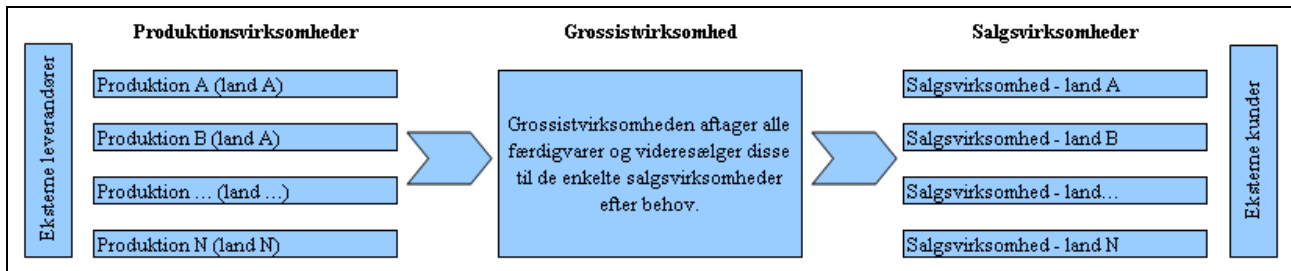
### **2.1.2 Udvalgte danske koncerners forretningsstruktur**

I det følgende analyseres forskellige koncerners forretningsstrukturer for at illustrere forskellige forretningsmodellers betydning for typen og omfanget af valutaeksponering. Der er tale om generaliseringer, hvor omfanget af valutaeksponering i det konkrete tilfælde kan variere sfa. virksomhedsspecifikke forhold. Af denne grund benyttes ord som ”oftest” og ”typisk” i denne analyse som udtryk for generaliseringer med deraf afledt usikkerhed i det konkrete tilfælde. Analysen konkretiseres dog ved at anvende specifikke eksempler på danske koncerner, der tilhører den enkelte forretningsmodel.

Flere danske koncerner – bl.a. VELUX - består af produktionsvirksomheder og salgsvirksomheder, der udelukkende eller hovedsageligt er dedikeret til hhv. produktion og salg. Produktionsvirksomhederne er lokaliseret i en række lande, hvor disse virksomheder til sammen anses for et netværk af produktionskapacitet, og hvor koncernfunktionen planlægger fordeling af produktionen på de enkelte produktionsvirksomheder baseret på produktionsomkostninger, transportomkostninger og told mv. Salgsvirksomhederne er lokaliseret i alle lande, hvori koncernen har væsentlig afsætning, og den enkelte salgsvirksomhed foretager kun salg til hjemlandets kunder. Der er således typisk færre produktionsvirksomheder end salgsvirksomheder. Alle produktionsvirksomheder sælger produktionen til moderselskabet eller et andet grossistselskab, når produkterne er blevet færdigproduceret, og dette selskab er herefter ansvarlig for salg til de enkelte salgsvirksomheder. Grossistvirksomheden er oftest også ansvarlig for salg til markeder, hvor koncernen ikke har en salgsvirksomhed, hvormed der typisk også er forbundet valutarisiko på salget. Denne forretningsmodel kan illustreres på følgende måde<sup>5</sup>:

---

<sup>5</sup> Denne model har den fordel, at koncerninterne afregningspriser kun skal foretages mellem moderselskabet og dattervirksomheder i det enkelte land. Der skal dermed ikke udarbejdes transfer pricing dokumentation på tværs af andre lande.

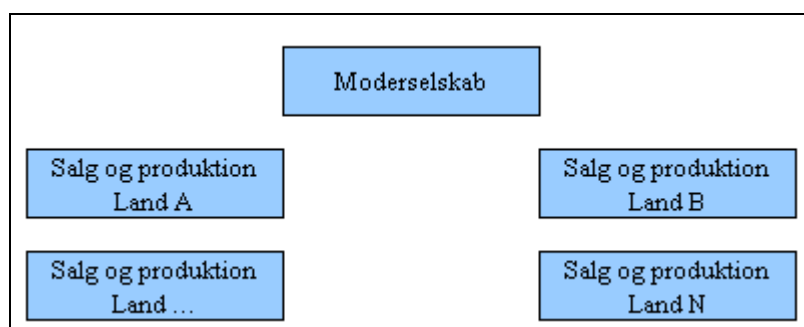


Figur 2.1: Egen tilvirkning

I ovennævnte forretningsmodel – i det følgende betegnet ”forretningsmodel I” - er der en høj grad af vertikal integration, hvorfor fastlæggelsen af funktionel valuta kan være kompliceret. I mange tilfælde anses produktionsvirksomhederne for at have lokalvalutaen som funktionel valuta, idet hovedparten af omkostningerne afholdes i lokalvalutaen, ligesom salget til grossistvirksomheden typisk finder sted i lokalvalutaen for at begrænse omfanget af valutaeksponering i produktionsvirksomhederne. Grossistvirksomheden vil i mange tilfælde også have sin lokalvaluta som funktionel valuta, idet denne virksomhed ofte har koncernfunktionerne placeret i hjemlandet med deraf afledte væsentlige omkostninger i lokalvalutaen, ligesom køb fra produktionsvirksomhederne og salg til salgsvirksomhederne finder sted i en lang række valutaer afhængig af antallet af produktions- og salgsvirksomheder og størrelsen af de enkelte virksomheders aktiviteter, og derfor eksisterer der ofte ikke en entydig valuta forbundet med disse koncerninterne transaktioner. Såfremt grossistvirksomheden primært har koncernintern handel med produktions- og salgsvirksomhederne i en bestemt valuta, vil den funktionelle valuta dog ofte kunne fastlægges som denne valuta. Salgsvirksomhederne vil oftest sælge til hjemlandets kunder i lokalvalutaen, ligesom salgs- og administrationsomkostninger mv. afholdes i lokalvalutaen, og indkøb hos grossistvirksomheden finder aht. begrænsningen af omfanget af koncernvirksomheder med valutaeksponering sted i salgsvirksomhedens lokalvaluta. Af disse årsager har salgsvirksomhederne oftest lokalvalutaen som funktionel valuta. Overordnet set indebærer forretningsmodel I, at produktionsvirksomhederne alene har en transaktionseksponering i det omfang, der indkøbes råvarer i fremmed valuta, mens salgsvirksomhederne ikke har en transaktionseksponering, idet alt salg og indkøb sker i virksomhedens lokalvaluta. Transaktionseksponeringen er under disse forudsætninger således centraliseret i grossistvirksomheden og evt. i mindre grad i produktionsvirksomhederne. Ofte er grossistvirksomheden identisk med moderselskabet, som ligeledes bærer hele translationseksponeringen. Translationseksponeringen er mindre, hvis grossistvirksomheden primært har koncernintern handel i en bestemt valuta og derfor anvender denne valuta.

En afart af ovennævnte forretningsmodel er en model, hvor produktionsvirksomhederne er ansvarlige for salg til hjemlandets kunder samt direkte salg til koncerninterne salgsvirksomheder, dvs. uden brug af et grossistled. I sådanne tilfælde koncentrerer transaktionseksposeringen typisk også ved, at produktionsvirksomhederne fakturerer salgsvirksomhederne i sidstnævntes lokalvaluta. Typen og omfanget af valutarisiko ved denne model er dog i store træk identisk med ovennævnte model, idet grossistvirksomheden blot erstattes af en eller flere produktionsvirksomheder.

Andre koncerner – bl.a. Carlsberg og ISS - har en forretningsmodel, hvor produktion og salg primært finder sted lokalt; enten i et integreret selskab eller i separate selskaber, hvor der i sidstnævnte tilfælde er en betydelig samhandel. Denne model kan illustreres på følgende måde:

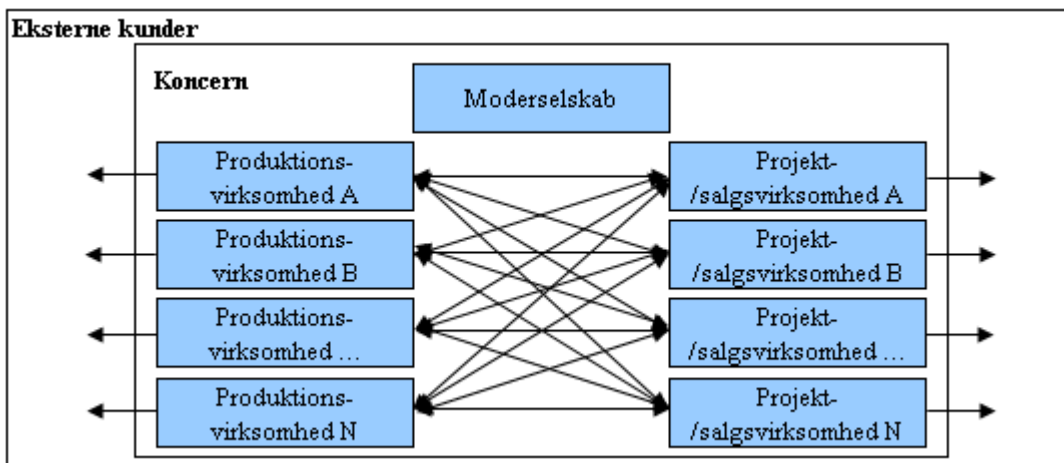


Figur 2.2: Egen tilvirkning

Ovennævnte forretningsmodel – i det følgende betegnet ”forretningsmodel II” - betyder, at salgs- og produktionsvirksomheder i hvert land oftest har lokalvalutaen som funktionel valuta, idet hovedparten af transaktionerne finder sted i denne valuta. Under disse forudsætninger er der en begrænset transaktionseksposering, medmindre de lokale selskaber foretager væsentlige indkøb i fremmed valuta; i Carlsbergs tilfælde har sidstnævnte forekommet i BBH, hvor indkøb i fremmed valuta primært har været foretaget i EUR og USD sfa. den tidligere tætte sammenhæng mellem RUB og EUR/USD, samt visse indkøb af råvarer generelt i koncernen<sup>6</sup>. Transaktionseksposeringen er derfor ofte begrænset til koncernintern fakturering af royalty og management fee sfa. brugen af immaterielle rettigheder samt bistand fra koncernfunktionerne. Translationseksposeringen er ofte betydelig i forretningsmodel II, idet de lokale selskaber typisk benytter den lokale valuta som funktionel valuta, mens moderselskabet typisk benytter dennes lokalvaluta som funktionel valuta.

<sup>6</sup> Jf. Carlsbergs årsrapport for 2008, side 120 og 124.

Igen andre koncerner – bl.a. cement- og mineralaktiviteten i FLSmidth & Co. – har en forretningsmodel, hvor produktionen finder sted i mange lande, og hvor produktionsvirksomhederne både har væsentligt koncerninternt og -eksternt salg. Projekt- og salgsvirksomhederne foretager indkøb hos både koncerninterne og -eksterne virksomheder, ligesom salget sker i både lokalvaluta og andre valutaer, idet disse virksomheder ofte er ansvarlige for salg til en hel region. Denne model kan illustreres på følgende måde:



Figur 2.3: Egen tilvirkning

Ovennævnte forretningsmodel – i det følgende betegnet ”forretningsmodel III” - indebærer, at den funktionelle valuta ikke nødvendigvis er den konkrete koncernvirksomheds lokalvaluta. Salget fra en koncernvirksomhed finder ofte sted til en hel region, hvorfor salget ofte sker i de forskellige landes lokalvalutaer. Indkøbet sker både fra koncernvirksomheder og eksterne virksomheder, og dette kan ligeledes ske i mange forskellige valutaer. Funktionel valuta fastlægges derfor ud fra en helhedsbetragtning som den valuta, virksomheden er mest eksponeret overfor. Uanset hvilken valuta, der fastlægges som funktionel valuta, vil de fleste koncernvirksomheder have en væsentlig transaktionseksponering; både ift. koncerninterne og -eksterne kunder og ift. indkøb og salg. Translations-eksponeringen er ofte ligeledes betydelig i denne forretningsmodel, idet selskaberne ofte benytter den lokale valuta som funktionel valuta, hvorfor moderselskabet, der typisk også har lokalvalutaen som funktionel valuta, typisk har en væsentlig translationseksponering overfor dattervirksomheder.

Endeligt findes der koncerner, som opererer indenfor en branche, hvor priserne er baseret på verdensmarkedspriser eller lignende standardpriser, herunder f.eks. olie- og visse dele af råstof- og rederibranchen. Eksempler på danske koncerner er D/S Norden og D/S Torm, hvor transaktionerne primært finder sted i USD. D/S Norden anfører i sin årsrapport, at alle koncernvirksomheder benyt-

ter USD som funktionel valuta som følge heraf<sup>7</sup>. Det vurderes, at de fleste koncernvirksomheder anvender samme funktionelle valuta, hvis priserne er baseret på verdensmarkedspriser eller lignende standardpriser, og der eksisterer derfor ingen translationseksponeering. Transaktionseksponeeringen er oftest begrænset til salgs- og administrationsomkostninger i de enkelte koncernvirksomheders lokalvaluta samt investeringer i bestemte valutaer. Denne forretningsmodel – eller rettere type, da den typisk er foranlediget af verdensmarkedspriser og andre eksterne faktorer frem for strategiske overvejelser i koncernen - betegnes i det følgende ”forretningsmodel IV”.

Det må i alle tilfælde formodes, at forskelle i forretningsmodellerne er en afvejning af strategiske overvejelser omkring afsætningsforhold, logistik og produktion mv. Denne afvejning af strategiske forhold resulterer blot i, at typen og omfanget af valutaeksponeeringen er vidt forskellig. Der er ingen tvivl om, at valutastyringen alt andet lige er væsentligt mere kompliceret i den i figur 2.3 illustrerede forretningsmodel, idet mange selskaber i en sådan koncern har en væsentlig transaktionseksponeering, hvilket står i kontrast til de andre forretningsmodeller, hvor transaktionseksponeeringen er begrænset til få selskaber eller stort set ikke er eksisterende. Dette afsnit har fokuseret på forretningsmodellens betydning for koncerners valutaeksponeering, og analysen er som tidligere nævnt baseret på generaliseringer, hvorfor der i praksis forekommer koncerner, som ikke passer helt ind i en af ovennævnte forretningsmodeller. Gennemgangen af forretningsmodeller er således ikke nødvendigvis udtømmende. Der er dog også andre forhold, der har væsentlig betydning for koncerners valutarisiko og håndtering heraf. Disse forhold behandles nærmere i afsnit 2.2.

## **2.2 Fastlæggelse og praktisering af valutarisikostrategi**

Bestyrelsen i børsnoterede virksomheder skal jf. aktieselskabslovens § 56, stk. 7 udarbejde en forretningsorden, der bl.a. skal tage stilling til selskabets organisation såsom regnskabsfunktion og interne kontroller (nr. 5) samt finansieringsforhold, pengestrømme og særlige risici (nr. 7). Det anføres også i ”Anbefalinger for god selskabsledelse”, afsnit 4.1, at en af bestyrelsens vigtigste opgaver er at sikre klare retningslinier for risikostyring, ligesom afsnit 7 indeholder nærmere anbefalinger omkring risikostyring. I sidstnævnte afsnit anbefales det, at bestyrelse og direktion identificerer de væsentligste risici, og at direktionen på baggrund heraf udarbejder en plan for virksomhedens risikostyring til bestyrelsens godkendelse, ligesom direktionen løbende rapporterer til bestyrelsen omkring udviklingen i de væsentligste risici. Det må endvidere forventes, at risikostyring fremhæ-

---

<sup>7</sup> Jf. D/S Nordens årsrapport for 2008, side 57.



ves yderligere ved indførelsen af krav om revisionsudvalg, som skal etableres med virkning fra første ordinære generalforsamling, der afholdes efter den 31. december 2008.

Valutarisikostyring udgør en delmængde af risikostyringen og vil afhængig af valutaeksponeringens betydning for koncernen være mere eller mindre væsentlig ved identifikation og prioritering af risici, indførelse af retningslinier herfor og opfølgning herpå. Valutarisikostyring vil således alt andet lige være mere væsentligt for bestyrelsen at tage stilling til i den i figur 2.3 illustrerede forretningsmodel, idet valutaeksponeringen er væsentlig og spredt på mange koncernvirksomheder. En koncerns prioritering af valutastyring afhænger overordnet set ud over forretningsmodellen af:

- De konkrete valutaer, hvori koncernen har væsentlige transaktioner og aktiviteter.
- Ledelsens risikovillighed.
- Koncernens risikoevne.
- Koncernens reaktionsmuligheder.

Koncerner, der i væsentlig grad har transaktioner og udenlandske aktiviteter i volatile valutaer, har alt andet lige en større valutarisiko. F.eks. anses valutarisikoen for større i en dansk koncern med DKK som funktionel valuta, hvis koncernen har væsentlige transaktioner eller udenlandske aktiviteter i RUB eller USD ift. EUR. Hvis den relative købekraftsparitetsteori anses for opfyldt, vil det dog ikke være nødvendigt at foretage afdækning, idet valutakursændringer skyldes forskelle i inflationen, som kan overvælttes i prisen på virksomhedens produkter, hvorved den reale effekt er uændret.

Afdækning af valutaeksponering er oftest begrundet i ønsket om øget forudsigelighed af perioderesultater og egenkapital, hvilket bl.a. kan være motiveret af ledelsens ønske om kortperiodisk prognosestabilitet ift. aktiemarkedet og minimering af risikoen for, at indfrielsesklausuler i låneaftaler træder i kraft, hvis egenkapitalandelen eller andre nøgletal kommer under et prædefineret niveau, eller optagelse af lån vanskeliggøres sfa. lav egenkapitalandel. Afdækning kan også være begrundet i koncernledelsens ønske om at undgå valutaspekulation i de enkelte koncernvirksomheder ved forventning om stigende eller faldende valutakurser ift. åbne valutapositioner. Hvis ledelsen har større risikovillighed eller tro på, at virksomheden kan slå valutamarkedet, kan den vælge at føre en aktiv valutapolitik, hvor valutaeksponering ikke eller kun delvist afdækkes. Endeligt kan ledelsens risikovillighed også være et resultat af en cost/benefit betragtning ved valutaafdækning eller, at virksomhedens investorer selv foretager afdækning af valutarisiko og andre finansielle risici. Argumentet for sidstnævnte er, at investorerne selv kan sammensætte deres egen portefølje baseret på indivi-

duelle holdninger til risiko, hvilket i et vist omfang kan gøres naturligt vha. en diversificeret portefølje af værdipapirer. Dette argument holder næppe i praksis, idet investorerne oftest ikke er i besiddelse af tilstrækkelig information til at kunne foretage en egentlig afdækning af valutaeksponeringen i en konkret virksomhed.

Koncernens risikoevne – dvs. evnen til at bære valutakurstab – er også væsentlig ved fastlæggelse af valutarisikostrategien. Hvis koncernen f.eks. i væsentligt omfang er finansieret med fremmedkapital, må koncernens evne til at bære valutakurstab alt andet lige anses for begrænset, idet væsentlige valutakurstab kan resultere i krav om indfrielse af eksisterende lån eller manglende mulighed for refinansiering og låneoptagelse.

Koncernens reaktionsmuligheder ved uventede valutakursændringer er væsentlige. Hvis en koncern f.eks. fremstiller produkter med lav priselasticitet, kan valutakursændringer på indkøb nemt overvæltes i salgsprisen.

Risikostyringen indebærer, at bestyrelsen udstikker overordnede retningslinier for styring af valutarisici som en del af den finansielle risikostyring. Disse retningslinier indeholder typisk overordnede bestemmelser om risikoprofil ift. transaktions- og translationseksponering (f.eks. maksimal eksponering opgjort pba. relevante risikomål), brug af bestemte finansielle instrumenter til afdækning og andre formål (evt. forbud mod at benytte finansielle instrumenter til andre formål end afdækning) samt valg af modparter ved afdækning med afledte finansielle instrumenter. Disse overordnede retningslinier operationaliseres herefter i koncernforhold af koncerndirektionen i samarbejde med den centrale økonomifunktion ifa. en finanspolitik, hvor styring af valutarisiko udgør en delmængde, ligesom organiseringen af valutastyringen fastlægges (mere herom i afsnit 2.3). Den skriftlige finanspolitik bør i relation til valutarisikostyring omfatte regler for:

- Hvilke transaktioner, der skal afdækkes. Det bør fastlægges, om afdækning skal foretages for al valutaeksponering, eller om der skal gælde en minimumsgrænse af omkostningsmæssige eller andre årsager. Det bør herunder også fastlægges, om sikring af transaktioner i bestemte valutaer kan undlades, hvis en fremmed valuta enten er tæt korreleret med den funktionelle valuta, transaktioner i forskellige valutaer er negativt korrelerede og derfor kan sidestilles med naturlig sikring, eller valutakursændringer vedr. indkøb nemt kan overvæltes i salgsprisen. Endvidere bør det herunder fastlægges, hvorvidt der skal benyttes regnskabsmæssig sikring eller anden sikring, jf. nærmere herom i afsnit 3.2.

- Hvornår transaktionseksponeringen skal afdækkes. Det bør herunder fastlægges, om sikring skal foretages, når der er tale om forventede transaktioner (f.eks. rullende sikring af forventet salg for 12 måneder), kontraktlige aftaler, eller først når der er foretaget fakturering. Det bør endvidere fastlægges, hvornår sikringsinstrumentet skal udløbe (dvs. fakturerings- eller betalingstidspunktet, idet valutaeksponeringen både kan afdækkes til fakturerings- og betalingstidspunktet iht. reglerne for regnskabsmæssig sikring). Ud fra en risikosynsvinkel bør afdækning altid ske frem til betalingstidspunktet.
- I hvilket omfang eksponeringen skal afdækkes. Det bør herunder fastlægges, hvorvidt eksponeringen skal afdækkes fuldstændigt vha. f.eks. en terminsforretning eller swap, eller der kun skal foretages afdækning af downside eller indenfor et bestemt udfaldsrum vha. f.eks. en option eller collar.
- Hvilke sikringsinstrumenter, der må anvendes. Det bør herunder fastlægges specifikt, om der f.eks. kun må anvendes terminsforretninger og swaps til afdækningen. Dette forhold er naturligvis nært knyttet til ovennævnte forhold omkring omfang af afdækning. Det bør endvidere fastlægges, hvorvidt afledte finansielle instrumenter alene må anvendes som led i sikring eller også må anvendes til andre formål.
- Sikringstransaktioners effektivitet og opgørelse heraf. Det bør herunder fastlægges, hvorvidt en valutaeksponering f.eks. altid skal afdækkes 100%, eller om eksponering forbundet med fremtidige transaktioner kun skal afdækkes med f.eks. 50% eller 80%, indtil der er indgået en bindende aftale, hvorefter afdækningen øges til 100%. Det bør tillige fastlægges, hvordan effektiviteten opgøres ved indgåelsen af sikringstransaktionen og ved efterfølgende målinger.
- Hvilke modparter der må anvendes ved indgåelse af aftaler om afledte finansielle instrumenter. Det bør herunder fastlægges, hvorvidt koncernvirksomheder f.eks. altid skal benytte den centrale treasury funktion, medmindre en koncernvirksomhed er beliggende i et land, hvor der er kapitalrestriktioner eller lignede, som gør brugen af en central treasury funktion umulig eller uhensigtsmæssig. Sidstnævnte er f.eks. tilfældet i Brasilien, Indien og Sydafrika. Ved brug af koncerneksterne modparter bør der også foreligge en godkendt liste over modparter for at minimere kreditrisikoen.
- Opgørelse og rapportering af valutaeksponering til en central treasury funktion eller virksomhedens ledelse, herunder hyppighed af denne rapportering.

Den operationelle finanspolitik udgør i relation til valutarisiko således de standardiserede og detaljerede regler for styring af valutarisici og implementeres mest hensigtsmæssigt på en ensartet måde

i alle koncernvirksomheder, medmindre koncernen består af vidt forskellige forretningsområder, som kræver et forskelligartet indhold. Et forskelligartet indhold af politikken kan f.eks. være relevant, hvis koncernen består af en projektdivision, hvor virksomhedens kunder indgår store ordrer med virksomheden, og hvor valutaeksponeringen først opstår ved kundens ordreafgivelse eller tilbudsgivning, samt en division, hvor der fremstilles standardprodukter i store mængder, og hvor salget kontinuerligt finder sted i mindre mængder. I sidstnævnte tilfælde kan afdækning af valutaeksponering indgås for en længere periode, hvis salget i fremmed valuta er forholdsvis stabilt.

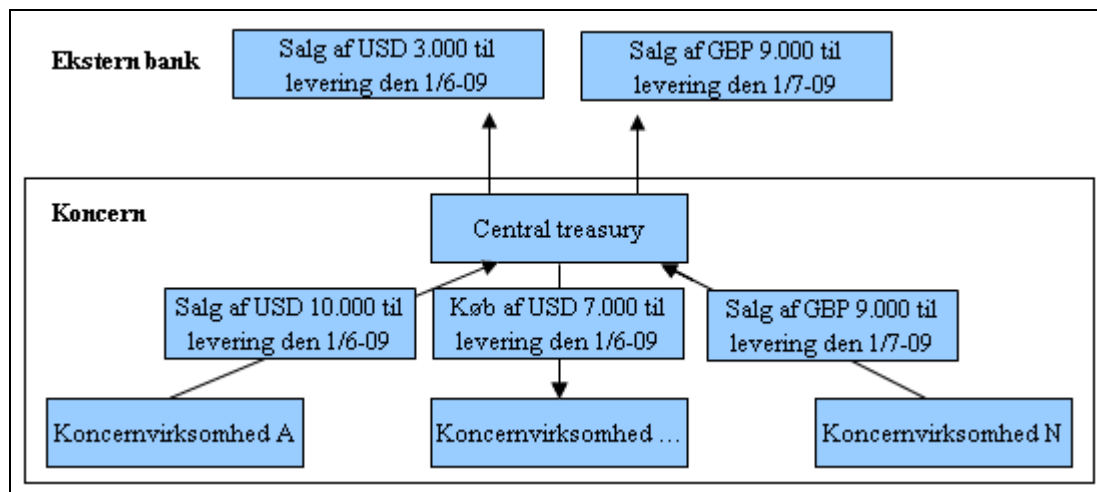
Ift. de i afsnit 2.1 behandlede forretningsmodeller er den operationelle finanspolitik alt andet lige af større betydning, hvor valutaeksponeringen er væsentlig og spredt på flere selskaber, idet standardiserede procedurer for opgørelse af valutaeksponering og afdækning heraf samt dokumentation for afdækningen således er vigtige aht. koncernens samlede valutaeksponering og styring heraf.

### **2.3 Organisering og håndtering af valutastyringen**

Virksomhedens ledelse har i forlængelse af fastlæggelsen af valutarisikostrategien behov for at fastlægge organisationen omkring valutastyringen og håndteringen heraf. Alle ikke-finansielle C20-virksomheder har i den seneste årsrapport oplyst, at styring af finansielle risici, herunder valutarisici, håndteres af en central treasury funktion. Det fremgår ikke af virksomhedernes årsrapport, hvad den centrale treasury funktions opgave i relation til valutastyring omfatter. Sædvanligvis består den centrale treasury funktions arbejdsopgaver i relation til valutastyring dog i følgende hovedopgaver:

- Udarbejdelse af operationel valutapolitik, hvis indhold er behandlet i afsnit 2.2.
- Sikring af compliance med den operationelle valutapolitik.
- Facilitering af cash pool og lignende ordninger.
- Pooling af koncernvirksomhedernes valutaeksponering og sikring af uafdækkede positioner hos eksterne banker.
- Fastlæggelse af kapitalstruktur i de enkelte koncernvirksomheder, herunder fastlæggelse af lån fordelt på valutaer.
- Vurdering af eksterne bankers kreditværdighed aht. kreditrisikoen ved indgåelse af afdækningsinstrumenter og andre mellemværender.
- Konsolidering af valutaeksponering og rapportering heraf til koncernledelsen, herunder brug af relevante risikostyringsmodeller såsom VaR og scenarioanalyse.

Den centrale treasury funktion fungerer typisk som intern bank ved, at koncernvirksomhederne indgår aftale om afdækning af valutaeksponering med denne funktion, hvorefter nettopositioner i de enkelte valutaer sikres hos eksterne banker. Dette kan illustreres på følgende måde:



Figur 2.4: Egen tilvirkning

Koncernen har i ovennævnte eksempel den fordel, at valutaeksponering, der ikke kan afdækkes ved naturlig hedging indenfor samme koncernvirksomhed, delvist kan afdækkes ved naturlig hedging på koncernplan, idet koncernvirksomhed A forventer at modtage indbetalinger i USD den 1. juni 2009, som delvist kan bruges til at foretage udbetalinger i USD samme dato i en anden koncernvirksomhed. Dermed har koncernen kun behov for at sælge USD 3.000 hos en ekstern bank den 1. juni 2009 samt sælge GBP 9.000 den 1. juli 2009.

Valutastyringen kan alternativt håndteres ved, at den centrale treasury funktionen pba. rapporteringen af valutaeksponering fra de enkelte koncernvirksomheder indgår sikringstransaktioner med eksterne modparter, uden at der foretages afdækning med den enkelte koncernvirksomhed. Den enkelte koncernvirksomhed er således isoleret set ikke afdækket overfor valutaeksponeringen, men koncernen er som helhed og i koncernregnskabet afdækket. Ift. den i figur 2.4 illustrerede model foretages der således ingen koncerninterne sikringstransaktioner.

For at kunne udfylde ovennævnte opgave vedr. afdækning af transaktionseksponering er det vigtigt, at den centrale treasury funktion indfører løbende rapportering af de enkelte koncernvirksomheders transaktionseksponering. Det er væsentligt, at rapporteringen til treasury funktionen vedr. transaktionseksponering som minimum omfatter de betalinger og den periode, hvor koncernen ønsker at foretage afdækning af transaktionseksponering. Hvis koncernen ønsker at afdække både kontraktlige (sikre) og sandsynlige (usikre) betalinger i fremmed valuta, kan det være hensigtsmæssigt at op-

dele rapporteringen på disse elementer – evt. med angivelse af usikkerheden vedr. sidstnævnte type af betalinger – således at treasury funktionen kan tage hensyn til denne usikkerhed ved afdækning og om nødvendigt kun afdække en del af de usikre betalinger eller f.eks. benytte optioner i stedet for terminskontrakter. Såfremt koncernen ønsker at benytte regnskabsmæssig sikring, gælder der en række særlige krav til valutaeksponeringen og dokumentation heraf, jf. nærmere herom i afsnit 3.3. Lignende rapportering kan også være nødvendig ved afdækning af translationseksponering.

## **2.4 Delkonklusion**

Koncerner med internationale aktiviteter har ofte en væsentlig valutaeksponering, hvoraf den økonomiske eksponering repræsenterer den væsentligste valutariske eksponering. Mulighederne for at afdække økonomisk eksponering er mangfoldige og udgør en strategisk beslutning. Afdækning heraf bør derfor ske som et trade-off med andre strategiske beslutninger vedr. salg og markedsføring, logistik og produktion mv. Som led i opnåelsen af koncerners strategiske målsætninger vælges den forretningsmodel, der bedst opfylder disse målsætninger.

Koncerners forretningsmodel har normalt en væsentlig betydning for typen og omfanget af transaktions- og translationseksponering, idet forretningsmodellen omfatter koncernens organisering af indkøb, produktion og salg, herunder selskabssammensætning og intern handel, og udgør et redskab til opfyldelse af ledelsens strategiske målsætninger. Transaktions- og translationseksponering forekommer, når en virksomhed har transaktioner eller aktiviteter i en anden valuta end dens funktionelle valuta. Den funktionelle valuta fastlægges som udgangspunkt for hver enkelt virksomhed i en koncern som den valuta, der har den største indvirkning på regnskabet. Denne fremstilling har behandlet 4 forskellige forretningsmodeller, som alt andet lige repræsenterer en vidt forskellig transaktions- og translationseksponering og styring heraf. Koncerner med dedikerede produktionsvirksomheder og salgsvirksomheder anvender ofte et grossistled, hvorfor hovedparten af transaktions- og translationseksponeringen kan samles i dette selskab, evt. suppleret af transaktionseksponering i produktionsvirksomhederne sfa. indkøb i fremmed valuta (forretningsmodel I). Koncerner med produktions- og salgsvirksomheder, hvor produktion og salg primært finder sted lokalt, har en begrænset transaktionseksponering, mens translationseksponeringen kan være betydelig, idet moderselskabet typisk anvender en anden funktionel valuta end dattervirksomhederne (forretningsmodel II). Visse koncerner opererer på markeder, hvor prisfastsættelsen er baseret på verdensmarkedspriser i en bestemt valuta. Dette er f.eks. tilfældet for olie- og visse dele af råstof- og rederibranchen, hvor USD er den dominerende valuta. I sådanne tilfælde har alle koncernvirksom-

heder typisk samme funktionelle valuta, hvorfor der ikke forekommer translationseksponering, mens transaktionseksponeringen typisk er begrænset til lokale salgs- og administrationsomkostninger i de enkelte koncernvirksomheder samt visse investeringer (forretningsmodel IV). Koncerner med datterselskaber, der har en væsentlig koncernintern handel på tværs af alle selskaber, og hvor datterselskaberne tillige står for salg til en region af lande, har ofte både en betydelig transaktions- og translationseksponering, idet salget oftest sker i kundens lokalvaluta, mens indkøb ofte også sker i fremmed valuta. Sidstnævnte model repræsenterer den mest komplicerede ud fra en valutarisikovinkel, da mange koncernvirksomheder har væsentlig valutarisk eksponering (forretningsmodel III).

Bestyrelsen skal iht. lovgivningen og corporate governance anbefalingerne sørge for en hensigtsmæssig styring af risici, herunder valutarisiko, forudsat denne er væsentlig. Valutarisikoen er alt andet lige mere væsentlig i forretningsmodel III, men påvirkes også af de specifikke valutaer, hvori koncernen har væsentlige transaktioner og aktiviteter, ledelsens risikovillighed samt koncernens risikoevne og reaktionsmuligheder. Bestyrelsen udstikker normalt overordnede retningslinier for valutarisikostyring, herunder risikoprofil og formål med brug af afledte finansielle instrumenter. Disse retningslinier operationaliseres herefter af koncerndirektionen i samarbejde med den centrale økonomifunktion, hvor organiseringen af valutastyringen fastlægges, ligesom regler for opgørelse af valutaeksponering, omfang og timing af afdækning, rapportering af valutaeksponering og hyppighed heraf, anvendelse af afledte finansielle instrumenter og modparter samt dokumentation af afdækningen fastlægges. I den forbindelse operationaliseres virksomhedens risikotolerance og omfanget af afdækningen (f.eks. kun afdækning af downside risiko). Finanspolitikken, der bl.a. omfatter valuta, er således fundamentet for valutastyringen. Koncerners valutastyring organiseres oftest i en central treasury funktion, som bl.a. har til opgave at implementere og sikre compliance med koncernens valutapolitik og oftest også fungerer som intern bank. Brug af en central treasury funktion med intern bank giver bl.a. mulighed for at foretage nettosikring på koncernplan; enten ifa. afdækning af nettopositioner med eksterne modparter og intern afdækning med den centrale treasury funktion eller ifa. afdækning af nettopositioner med eksterne modparter og uden intern afdækning overfor koncernvirksomhederne. I sidstnævnte situation elimineres administrationen forbundet med koncerninterne sikringsinstrumenter, men til gengæld er de enkelte koncernvirksomheder eksponeret overfor valutakursændringer, som kun afdækkes på koncernniveau.

## KAP. 3: AFDÆKNING AF TRANSAKTIONSEKSPONERING

### 3.1 Omregning af transaktioner og balanceposter i fremmed valuta

Transaktioner i fremmed valuta defineres som tidligere nævnt som transaktioner, der finder sted i en anden valuta end den funktionelle valuta. Alle transaktioner i fremmed valuta skal omregnes til den funktionelle valuta ved brug af transaktionsdagens kurs, når transaktionen kvalificerer som indregning i resultatopgørelsen eller balance, jf. IAS 21.21 og 21.22. En transaktion kvalificerer som hovedregel til indregning i resultatopgørelse eller balance, når der er indgået en aftale, og der er sket risikoovergang fra sælger til køber af det i aftalen anførte, eller der i øvrigt er opstået en forpligtelse for virksomheden<sup>8</sup>. Behandlingen af transaktioner i fremmed valuta på en efterfølgende balancedag afhænger af, hvorvidt der er tale om en monetær eller ikke-monetær balancepost.

Monetære poster defineres i IAS 21.8 som likvider i fremmed valuta samt aktiver og forpligtelser, som forventes modtaget hhv. betalt i fremmed valuta og udgør et fast eller bestemt beløb. Monetære poster omfatter ud over likvider f.eks. tilgodehavender fra salg af virksomhedens produkter, lån samt gæld til leverandører og kreditinstitutter. Ikke-monetære poster omfatter derimod f.eks. varelagre, forudbetalinger, immaterielle og materielle anlægsaktiver samt aktier. Monetære poster kursreguleres på balancedagen til den på dagen gældende valutakurs, jf. IAS 21.23a.

Behandlingen af ikke-monetære balanceposter afhænger af, hvorvidt balanceposterne værdiansættes til kostpris eller dagsværdi<sup>9</sup>. Hvis balanceposterne værdiansættes til kostpris, udgør kostprisen beløbet i fremmed valuta omregnet til den funktionelle valuta vha. den på transaktionsdagen gældende valutakurs, jf. IAS 21.23b. Der foretages ikke kursregulering af ikke-monetære balanceposter værdiansat til kostpris, efter transaktionen er indregnet i regnskabet<sup>10</sup>. Hvis balanceposter værdiansættes til dagsværdi, opgøres dagsværdien i den funktionelle valuta som dagsværdien i fremmed valuta omregnet til valutakursen på dagen for opgørelse af dagsværdien, jf. IAS 21.23c. Der foretages så-

---

<sup>8</sup> Af praktiske grunde anvendes ofte en gennemsnitskurs for en periode som f.eks. en uge eller måned til brug for omregning af alle transaktioner i fremmed valuta til den funktionelle valuta i den pågældende måned, hvorefter gennemsnitskursen opdateres. Dette er tilladt, så længe der ikke er væsentlig valutakursvolatilitet ift. gennemsnitskursen; ellers skal valutakursen opdateres hyppigere.

<sup>9</sup> De væsentligste ikke-monetære balanceposter, der værdiansættes til kostpris, omfatter immaterielle og materielle anlægsaktiver, forudbetalinger samt varebeholdninger. De væsentligste ikke-monetære balanceposter, der værdiansættes til dagsværdi, omfatter aktier.

<sup>10</sup> Ikke-monetære balanceposter værdiansat til kostpris kan i visse tilfælde opskrives til en højere værdi og skal i visse tilfælde nedskrives ved værdiforringelse. I disse tilfælde skal de transaktioner, der oprindeligt blev gennemført i fremmed valuta, omregnes til valutakursen på revurderingstidspunktet. Sådanne værdireguleringer er aperiodiske, og valutaelementet er nært tilknyttet selve værdiforringelsen, hvorfor valutaelementet ikke sidestilles med transaktionseksponeering og derfor ikke behandles yderligere i denne fremstilling.



ledes kursregulering af ikke-monetære balanceposter værdiansat til dagsværdi. Valutaeksponering vil dermed altid forekomme for monetære balanceposter, men vil også forekomme for ikke-monetære regnskabsposter, der værdiansættes til dagsværdi. Transaktionseksponering vil derimod ikke forekomme for ikke-monetære balanceposter, der værdiansættes til kostpris, idet valutakursbevægelser efter transaktionsdagen ikke påvirker regnskabet.

Valutakursreguleringer forbundet med monetære balanceposter forekommer sfa. valutakursforskelle mellem transaktionsdagen og afregningsdagen, transaktionsdagen og balancedagen samt balancedagen og afregningsdagen. Sådanne valutakursreguleringer indregnes som hovedregel i resultatopgørelsen som finansielle poster, jf. IAS 21.28<sup>11</sup>. Valutakursreguleringer forbundet med ikke-monetære balanceposter indregnes som en del af værdireguleringen af selve aktivet eller forpligtelsen og indgår derfor ikke i finansielle poster<sup>12</sup>.

Mange regnskabsbrugere har fortsat en udpræget fokus på virksomhedens resultatopgørelse uden at fokusere på øvrige værdireguleringer i egenkapitalen, selvom værdireguleringer indregnet direkte på egenkapitalen ofte har en lige så væsentlig betydning for virksomhedens værdi som valutakursreguleringer indregnet i resultatopgørelsen. Af denne grund foretrækker mange virksomheder at indregne valutakursreguleringer direkte i egenkapitalen i det omfang, at regnskabsreglerne giver mulighed for dette. Regnskabsreglerne kræver iht. IAS 21.32, at valutakursreguleringer på ind- eller udlån til koncernforbundne virksomheder i koncernregnskabet indregnes direkte i egenkapitalen i koncernregnskabet, når ind- eller udlånet reelt kan anses for et tillæg eller fradrag til nettoinvesteringen i den pågældende virksomhed. Ind- eller udlånet skal således have karakter af egenkapital, hvilket indebærer, at der skal være tale om egentlige lån i modsætning til varegæld og øvrige kortfristede finansielle mellemværender. Det skal desuden være hensigten, at mellemværendet ikke skal udlignes indenfor en overskuelig fremtid. Det er underordnet, om lånet gives i den långivende virksomheds funktionelle valuta, låntagende virksomheds funktionelle valuta eller i en tredje valuta.

---

<sup>11</sup> Der gælder en undtagelse til denne hovedregel: Afledte finansielle instrumenter og primære finansielle instrumenter, der anvendes til regnskabsmæssig sikring, er omfattet af IAS 39 og ikke IAS 21 (mere herom i afsnit 3.3).

<sup>12</sup> Dette indebærer, at valutakursreguleringer oftest indregnes i resultatopgørelsen som indtægter eller omkostninger. Visse værdireguleringer kræves indregnet i egenkapitalen i stedet for resultatopgørelsen, herunder væsentligst valutakursreguleringer forbundet med opskrivning af immaterielle og materielle anlægsaktiver samt finansielle aktiver klassificeret som disponible for salg. Disse undtagelser behandles ikke nærmere i denne fremstilling, idet de anses for uvæsentlige ift. valutarisk eksponering i ikke-finansielle koncerner, der er centrum for denne fremstilling.

### 3.2 Afdækningsmuligheder i henhold til IAS 39

Afdækning af transaktionseksponering kan iht. IAS 39 ske ved anvendelse af:

- Reglerne om regnskabsmæssig sikring.
- De almindelige regler for indregning og værdiansættelse af primære og afledte finansielle instrumenter, dvs. uden brug af reglerne om regnskabsmæssig sikring (i det følgende benævnt ”anden sikring”).
- Fair value option metoden.

IAS 39.9 giver mulighed for at værdiansætte finansielle aktiver og forpligtelser til dagsværdi, hvor reguleringer til dagsværdien indregnes i resultatopgørelsen (fair value option metoden). Afledte finansielle instrumenter skal også altid værdiansættes til dagsværdi med indregning af reguleringer til dagsværdien i resultatopgørelsen. Ved at værdiansætte finansielle aktiver og forpligtelser til dagsværdi vha. fair value option metoden og foretage afdækning vha. et afledt finansielt instrument opnås, at værdireguleringer til dagsværdi indregnes samtidigt i resultatopgørelsen i samme regnskabspost. Det samme er tilfældet, hvis sikringsinstrumentet udgør et finansielt aktiv eller en finansiell forpligtelse, som værdiansættes til dagsværdi iht. IAS 39.9. Metoden er begrænset til sikring af eksisterende finansielle aktiver og forpligtelser og kan således ikke benyttes ved sikring af fremtidige transaktioner i fremmed valuta. Dette begrænser anvendeligheden for ikke-finansielle virksomheder, da disse typisk foretager afdækning af valutaeksponering på et tidligere tidspunkt, dvs. når der indgås en kontrakt, eller fremtidige transaktioner i øvrigt er sandsynlige. Metoden skal endvidere anvendes konsekvent for tilsvarende aktiver og forpligtelser, hvilket begrænser fleksibiliteten for virksomhederne, idet den ikke blot kan anvendes på udvalgte aktiver og forpligtelser indenfor en bestemt kategori. På grund af metodens begrænsede anvendelighed og fleksibilitet behandles den således ikke yderligere i denne fremstilling.

Ved regnskabsmæssig sikring forstås, at der indgås en sikringstransaktion, der opfylder de i afsnit 3.3 anførte kriterier, mens det ved anden sikring forstås, at der indgås en sikringstransaktion uden opfyldelse af de afsnit 3.3 anførte kriterier. I begge tilfælde indgås der således en sikringstransaktion, som i princippet kan være identisk ud fra en økonomisk finansiell synsvinkel, dvs. brug af samme instrument med identiske betingelser. Anden sikring reguleres af de almindelige indregnings- og værdiansættelsesregler, der udgør hovedreglen i IAS 39, mens brug af reglerne for regnskabsmæssig sikring udgør en undtagelse hertil, som ved opfyldelse af en række kriterier muliggør matching

af valutakursreguleringer på det sikrede og sikringsinstrumentet i regnskabet. Der er med andre ord valgfrihed mellem regnskabsmæssig sikring og anden sikring.

Afspejlingen af sikringstransaktioner i regnskabet er oftest vidt forskellig afhængig af, hvorvidt reglerne om regnskabsmæssig sikring anvendes. Sondringen mellem regnskabsmæssig sikring og anden sikring er således essentiel for beslutningen om sikring i regnskabet, hvorfor denne sondring illustreres ved nedenstående simple eksempel, inden kriterierne for regnskabsmæssig sikring behandles indgående i afsnit 3.3.

En virksomhed med DKK som funktionel valuta har den 1. december år 0 indgået en aftale om salg af produkter til en schweizisk kunde til en værdi af CHF 1.000.000, hvor produktionsomkostningerne er denomineret i DKK og udgør 3.000.000. Produkterne forventes leveret den 1. marts år 1, hvor betaling også sker. Virksomheden foretager iht. sin finanspolitik afdækning af eksponeringen i CHF den 1. december år 0 vha. en terminskontrakt med en forwardkurs på DKK/CHF 500. Valutaterminskontrakten har ved regnskabsafslæggelsen den 31. december år 0 en negativ dagsværdi på DKK 250.000, hvilket hovedsageligt kan henføres til, at spotkursen på DKK/CHF siden indgåelsen af terminskontrakten er steget. Produkterne leveres som aftalt den 1. marts år 1, hvor valutaterminskontrakten har en positiv dagsværdi på 100.000, idet spotkursen udgør DKK/CHF 490.

Afspejlingen af salget og sikringstransaktionen ved brug af regnskabsmæssig sikring og anden sikring kan illustreres som følger (der ses bort fra indkomstskatter):

|                         | Regnskabsår 0           |               | Regnskabsår 1           |               |
|-------------------------|-------------------------|---------------|-------------------------|---------------|
|                         | Regnskabsmæssig sikring | Anden sikring | Regnskabsmæssig sikring | Anden sikring |
| Nettoomsætning          | 0                       | 0             | 5.000.000               | 4.900.000     |
| Produktionsomkostninger | 0                       | 0             | 3.000.000               | 3.000.000     |
| EBIT                    | 0                       | 0             | 2.000.000               | 1.900.000     |
| Finansielle poster      | 0                       | -250.000      | 0                       | 350.000       |
| EBT                     | 0                       | -250.000      | 2.000.000               | 2.250.000     |
| Aktiver                 | 0                       | 0             | 2.000.000               | 2.000.000     |
| Egenkapital             | -250.000                | -250.000      | 2.000.000               | 2.000.000     |
| Forpligtelser           | 250.000                 | 250.000       | 0                       | 0             |

I begge tilfælde skal terminskontrakten værdiansættes til dagsværdi iht. IAS 39, men ved anden sikring skal reguleringer til dagsværdien indregnes i resultatopgørelsen uden hensyntagen til værdireguleringen af det sikrede. Det fastlægges principielt intetsteds i de internationale regnskabsstandarder, hvor værdireguleringer af afledte finansielle instrumenter ved anden sikring skal klassificeres i resultatopgørelsen. Derfor kunne sådanne værdireguleringer principielt indregnes over EBIT, men indregnes efter gængs praksis som finansielle poster. Virksomheden ender op med samme aktivmasse og egenkapital i begge tilfælde, men brug af anden sikring medfører en væsentlig større volatilitet i overskuddet; både hvad angår periodisering mellem regnskabsårene og klassifikation på regnskabsposter i resultatopgørelsen.

Eksempel 3.1: Egen tilvirkning

Eksemplet illustrerer, at valget mellem regnskabsmæssig sikring og anden sikring kan have væsentlig effekt på regnskabet. Regnskabsmæssig sikring resulterer i større forudsigelighed af driftsresultatet, hvilket bl.a. kan have væsentlig betydning ved værdiansættelse af virksomheden, hvor EBIT, NOPLAT og resultatudviklingen over tid normalt er væsentlige variable. Hvis sikringstransaktionerne har en væsentlig størrelse, kan anvendelse af anden sikring resultere i væsentlig forstyrrelse af regnskabsbrugernes forståelse af regnskabet, idet værdireguleringer af sikringsinstrumenter indregnes i finansielle poster, men disse vedrører principielt den kommercielle del og burde derfor indregnes over EBIT og samtidig med det sikrede. Som eksempel kan nævnes, at FLSmidth & Co. i 2008 har været væsentligt påvirket af værdireguleringer af sikringsinstrumenter som anden sikring vedr. fremtidige transaktioner<sup>13</sup>. Anden sikring kan dog hensigtsmæssigt anvendes, hvis der foretages afdækning af transaktionseksposering forbundet med eksisterende aktiver og forpligtelser, hvor valutakursreguleringer indregnes i resultatopgørelsen som finansielle poster. Dette skyldes, at valutakursreguleringer af sikringsinstrumentet i disse tilfælde også skal indregnes i resultatopgørelsen som finansielle poster. Transaktionseksposering afdækkes dog typisk på et tidligere tidspunkt i ikke-finansielle koncerner, når der er en berettiget forventning om en fremtidig transaktion i fremmed valuta, hvorfor anvendeligheden af anden sikring må anses for begrænset.

### **3.3 Kriterier for regnskabsmæssig sikring mv.**

#### **3.3.1 Definitioner**

Der sondres ved regnskabsmæssig sikring af transaktionseksposering mellem dagsværdisikring (fair value hedge) og pengestrømssikring (cash flow hedge), jf. IAS 39.86a og 39.86b.

Dagsværdisikring omfatter sikring af eksposering overfor ændringer i dagsværdien af et indregnet aktiv, en indregnet forpligtelse eller en kontraktlig aftale, der endnu ikke er indregnet i balancen, eller en identificeret del af et sådant aktiv, forpligtelse eller kontraktlig aftale, som vedrører en specifik risiko og som kan påvirke resultatopgørelsen. Det grundlæggende princip ved dagsværdisikring er således, at den del af dagsværdireguleringen på sikringsinstrumentet, som vedrører den afdækkede risiko, indregnes i resultatopgørelsen sammen med dagsværdiændringen af det sikrede. I denne fremstilling er den specifikke risiko defineret som risikoen for ændringer i valutakursen. Eksempler på dagsværdisikring er afdækning af valutarisiko forbundet med tilgodehavender, gæld, lån og aktier i fremmed valuta samt en købsaftale om levering af en bestemt vare til en bestemt pris på

---

<sup>13</sup> Jf. FLSmidth & Co.'s årsrapport for 2008, side 8.

et bestemt tidspunkt. Pengestrømssikring omfatter sikring af eksponering overfor ændringer i pengestrømme, som (i) vedrører en specifik risiko forbundet med et indregnet aktiv, en indregnet forpligtelse eller en meget sandsynlig fremtidig transaktion og (ii) som kan påvirke resultatopgørelsen. Ved pengestrømssikring er sikringen forbundet med risikoen for ændringer i fremtidige pengestrømme sfa. valutakursændringer forbundet med eksisterende aktiver og forpligtelser eller fremtidige transaktioner. Eksempler på pengestrømssikring er afdækning af valutarisikoen forbundet med fremtidigt salg eller indkøb i fremmed valuta.

Sikring af valutaeksponering forbundet med en kontraktlig aftale – dvs. forpligtelse til at udveksle en bestemt mængde varer til en bestemt pris på et bestemt tidspunkt - kan både anses for dagsværdi- og pengestrømssikring, mens sikring af andre risici forbundet med en sådan forpligtelse altid udgør dagsværdisikring, jf. IAS 39.87 (f.eks. prisrisiko). Ved afdækning af valutarisiko forbundet med eksisterende aktiver og forpligtelser kan der ligeledes vælges mellem dagsværdi- og pengestrømssikring, jf. IAS 39.IG F3.3. Pengestrømssikring kan således anvendes ved alle typer for sikring af valutatransaktionsrisiko, mens dagsværdisikring kun kan anvendes ved sikring af valutatransaktionsrisikoen forbundet med eksisterende aktiver og forpligtelser samt kontraktlige aftaler.

### **3.3.2 Primære sikringskriterier**

Der gælder følgende kriterier for regnskabsmæssig sikring, jf. IAS 39.88:

- a) På tidspunktet for indgåelse af sikringstransaktionen foreligger der en formel dokumentation for tilstedeværelsen af en sikringsrelation, og for at sikringen er i o.m. selskabets risikostyringsstrategi på området.
- b) Sikringen forventes at være meget effektiv til at udligne udsving i værdien af det sikrede i o.m. selskabets risikostyringsstrategi.
- c) For pengestrømssikring anses fremtidige transaktioner for meget sandsynlige.
- d) Effektiviteten af sikringen kan opgøres pålideligt.
- e) Sikringsrelationen vurderes løbende, og sikringen har rent faktisk været meget effektiv i hele regnskabsperioden.

Der skal på tidspunktet for indgåelse af en sikringstransaktion foreligge en formel dokumentation for tilstedeværelsen af en sikringsrelation, jf. IAS 39.88a. Der skal således på indgåelsestidspunktet foreligge dokumentation for identifikation af sikringsinstrumentet, den sikrede post, den afdækkede

risiko, samt hvordan virksomheden vil opgøre sikringseffektiviteten. Hvis en virksomhed med DKK som funktionel valuta f.eks. har kommende salg i USD sfa. en bindende kontrakt, og hvor denne eksponering skal afdækkes vha. en terminsforretning og regnskabsmæssig sikring iht. virksomhedens finanspolitik, skal virksomheden udarbejde skriftlig dokumentation for sikringsrelationen. I den forbindelse skal virksomheden specifikt anføre, at den med henvisning til afsnit X.Z i finanspolitikken har til formål at sikre valutarisikoen forbundet med kontrakt X, som beløber sig til USD 100.000 med forfald den 15. juni 2009. I samme forbindelse skal virksomheden identificere sikringsinstrumentet som terminsforretning Y, der vedrører salg af USD 100.000 den 15. juni 2009. Det skal samtidig anføres, hvorvidt denne aftale behandles som dagsværdi- eller pengestrømssikring. Herudover skal sammenhængen mellem det sikrede og sikringsinstrumentet beskrives, herunder hvordan effektiviteten løbende opgøres bagudrettet og fremadrettet.

Det er ifølge IAS 39.88b et krav, at sikringen forventes at være meget effektiv til at udligne udsving i værdien af det sikrede iht. risikostyringsstrategien. Der forventes høj grad af korrelation mellem det sikrede og sikringsinstrumentet, men standarden stiller ikke et specifikt krav til værdien af korrelationen ex ante. Hvis forventede indbetalinger i en fremmed valuta f.eks. afdækkes vha. en valutaoption, skal der være tale om en købt put option, idet denne sikrer, at indbetalingen i den funktionelle valuta udgør et minimumsbeløb svarende til hovedstolen multipliceret med exercise-kursen, når der bortses fra optionspræmien. IAS 39 stiller ikke detaljerede krav til metode for opgørelse af sikringseffektivitet, hvorfor den eller de tilladte metoder skal defineres i finanspolitikken. Metoderne kan bl.a. omfatte ratio-analyse og regressionsanalyse. Ved ratio-analyse opgøres ændringen i nutidsværdien af sikringsinstrumentet, som sammenholdes med ændringen i nutidsværdien af det sikrede. Dette kan illustreres ved følgende eksempel:

En virksomhed med DKK som funktionel valuta forventer 1. februar 2009 salg i USD på 100.000, som forventes gennemført og betalt den 1. august 2009. Salget afdækkes vha. en terminsforretning, hvor virksomheden sælger USD 100.000 til levering den 1. august 2009. Forwardkursen udgør 5,75. Sikringseffektiviteten opgøres 1. maj 2009, hvor salget fortsat forventes gennemført 1. august 2009. Spotkursen udgør 1. maj 2009 6,00, mens forwardkursen ved levering 1. august 2009 udgør 6,04, hvor der er anvendt en dansk rentesats på 5% p.a. og en amerikansk rentesats på 2,25% p.a., ligesom terminstillægget er opgjort pba. kontinuert rentetilskrivning.

Nutidsværdien af terminskontrakten pr. 1. maj 2009 kan opgøres til DKK -28.648, hvilket svarer til ændringen i nutidsværdien set ift. indgåelsestidspunktet. Ændringen i nutidsværdien af det sikrede kan opgøres til DKK 28.648, idet det sikrede har samme hovedstol, forfaldstidspunkt og valuta som terminsforretningen. Ratioen udgør således 1 svarende til 100% sikringseffektivitet.

Eksempel 3.2: Egen tilvirkning

Ved brug af regressionsanalyse er det typisk tilstrækkeligt at anvende lineær regression med 2 variable frem for multipel regression. Dette skyldes, at der stilles krav om en tæt korrelation mellem ændringen i dagsværdien af det sikrede og sikringsinstrumentet, hvorfor der ikke indgår andre variable i denne sammenhæng. Ved brug af regressionsanalyse kan korrelationen fastlægges ved forklaringsgraden, der angiver hvor meget af ændringen i den afhængige variabel, der kan forklares af ændringen i den uafhængige variabel. Regressionsanalyse er typisk baseret på historiske data, hvorfor det skal vurderes, hvorvidt denne historik forventes at fortsætte i fremtiden. Der kan også anvendes forskellige metoder til beregning af sikringseffektivitet ex ante og ex post.

Ved brug af regnskabsmæssig sikring er det ikke et krav, at valutaen på det sikrede og sikringsinstrumentet er ens. Hvis der forventes en høj grad af korrelation mellem 2 forskellige valutaer, kan den anden valuta også anvendes til afdækning. Dette er f.eks. tilfældet for EUR og DKK, hvor korrelationen er høj. Visse lande i bl.a. Asien og Sydamerika har eller har tidligere bundet sin lokalvaluta op på USD – enten ifa. valutabånd eller dollarisering - således at lokalvalutaen er (var) stærkt korreleret med USD ifølge en bestemt ratio<sup>14</sup>. I disse tilfælde kan (kunne) USD anvendes som afdækningsvaluta, forudsat virksomheden kan dokumentere, at korrelationen også forventes at være høj i sikringsperioden. Hvis der er væsentlig usikkerhed omkring et lands evne til at fastholde en tæt korrelation mellem sin lokalvaluta og USD i dette tilfælde, må afdækning af denne valuta vha. USD omvendt ikke kunne benyttes.

Ifm. opgørelsen af sikringseffektivitet er det et krav, at denne kan opgøres pålideligt, jf. IAS 39.88d. Dette indebærer med udgangspunkt i ratio-analysen, at nutidsværdien af sikringsinstrumentet og det sikrede kan opgøres pålideligt, og med udgangspunkt i regressionsanalysen, at korrelationen kan opgøres pålideligt. Ved afdækning af valutaeksponering er det normalt ikke et problem at opgøre sikringseffektiviteten, idet valutakurser nemt kan observeres i markedet. Såfremt sikringsinstrumentet er indgået med en modpart, der har finansielle problemer, og der ikke er anvendt et clearinghus til sikkerhedsstillelse, kan det dog være vanskeligt at foretage en pålidelig opgørelse af nutidsværdien af sikringsinstrumentet, idet diskonteringsfaktoren i dette tilfælde skal afspejle kreditrisikoen. Det samme kan være tilfældet, såfremt der er væsentlig kreditrisiko ift. det sikrede, eller valutarisikoen afdækkes sammen med andre risici, hvor der ikke foreligger observerbare markedsdata.

Sikringseffektiviteten skal løbende vurderes, og det skal ex post kunne dokumenteres, at effektiviteten har været meget høj. Ifølge IAS 39.AG105b anses sikring for meget effektiv, hvis den realiseres-

---

<sup>14</sup> Jf. bl.a. Moffett m.fl.: Fundamentals of multinational finance, side 48-51.

de ændring i værdien af sikringsinstrumentet ligger indenfor 80-125% af den realiserede ændring i værdien af det sikrede. Effektiviteten kan både opgøres pba. den akkumulerede ændring i dagsværdien og periodens ændring i dagsværdien (f.eks. et kvartal). Faktisk sikringseffektivitet skal iht. IAS 39.AG106 minimum opgøres for hver ekstern regnskabsrapportering, men hyppigere måling kan fastlægges i virksomhedens finanspolitik. De regnskabsmæssige konsekvenser af ineffektivitet behandles i afsnit 3.3.4.

Fremtidige transaktioner, der afdækkes vha. pengestrømssikring, skal iht. IAS 39.88c være meget sandsynlige. IAS 39 angiver ikke specifikke sandsynligheder, men der må efter forholdene være tale om en sandsynlighed, der ligger langt over 50% og efter min vurdering minimum 75%. Dette skyldes, at andre internationale regnskabsstandarder – bl.a. IAS 37.23 vedr. hensættelser – definerer sandsynligt som værende over 50%. Ved vurderingen af sandsynlighedskriteriet er det jf. IAS 39.IG F 3.7 nødvendigt at tage følgende forhold i betragtning:

- Hyppigheden af lignende tidligere gennemførte transaktioner.
- Selskabets finansielle og operationelle muligheder for at gennemføre transaktionen.
- Betydelige forpligtelser overfor andre ressourcer mhp. at gennemføre aktiviteten.
- Risiko for tab eller afbrydelse af produktionen, hvis transaktionen ikke gennemføres.
- Sandsynligheden for at transaktioner med et væsentligt andet indhold gennemføres for at opnå samme resultat (f.eks. kapitaludvidelse i stedet for lånefinansiering).
- Virksomhedens forretningsplaner.

Tidshorizonten for den fremtidige transaktion påvirker typisk også sandsynligheden, idet en transaktion, der forventes gennemført om f.eks. 1 måned, alt andet lige må betegnes som mere sandsynlig end en transaktion, som forventes gennemført om f.eks. 24 måneder. Hvorvidt virksomheden opererer i en stabil eller ustabil omverden har også betydning; f.eks. må fremtidigt salg af livsnødvendigt medicin alt andet lige anses for mere sandsynligt end fremtidigt salg af byggematerialer under en lavkonjunktur.

### **3.3.3 Andre sikringskriterier**

Afledte finansielle instrumenter samt finansielle aktiver og forpligtelser, der ikke er afledte finansielle instrumenter, kan anvendes som sikringsinstrumenter ved sikring af valutarisiko, jf. IAS 39.72, forudsat kriterierne for regnskabsmæssig sikring i øvrigt er opfyldt. Solgte optioner må dog



kun benyttes, hvis dette er sket i kombination med købte optioner, og disse optioner netto har en optionspræmie på min. 0, jf. IAS 39.AG F.1.3. Det er således f.eks. muligt at benytte en valutacollar med en optionspræmie på min. 0, hvis virksomheden er interesseret i at indsnævre beløbet i den funktionelle valuta til et bestemt udfaldsrum. Den begrænsede anvendelse af solgte optioner skyldes, at denne optionstype i sig selv udvider risikoen i stedet for at reducere risikoen. Forventede transaktioner i fremmed valuta kan til gengæld ikke anvendes som sikringsinstrumenter. Ved anvendelse af regnskabsmæssig sikring i koncernregnskabet skal sikringsinstrumenter altid indgå med en koncernekstern part, jf. IAS 39.73 (mere herom i afsnit 3.4.3).

Ved sikring er det jf. IAS 39.74 muligt at adskille tidsværdi og indre værdi ved optioner samt spotkurs og renteelement ved terminskontrakter, således at det alene er indre værdi og spotkurs, der anvendes som sikringsinstrument, hvorimod tidsværdi og renteelement indregnes som finansielle poster i resultatopgørelsen over sikringsperioden i takt med ændringer i værdien af sikringsinstrumenterne. Det er ikke muligt at adskille sikringsinstrumenter i andre tilfælde. Det er derimod tilladt iht. IAS 39.75 at henføre en andel af et sikringsinstrument til et sikringsforhold, således at et afledt finansielt instrument f.eks. afdækker 50% af en specifik valutarisiko. Omvendt er det jf. IAS 39.75 ikke tilladt at anvende et sikringsinstrument for en begrænset tidsmæssig periode af dets løbetid; f.eks. kan der ikke foretages regnskabsmæssig sikring af fremtidigt salg i fremmed valuta om 3 måneder med en terminsforretning med en løbetid på 6 måneder, som efter 3 måneder ikke længere anvendes til sikringsformål<sup>15</sup>. Flere instrumenter må iht. IAS 39.77 også anses for et samlet sikringsinstrument; f.eks. et tilgodehavende og et lån i en fremmed valuta, der netto svarer til et fremtidigt indkøb i samme valuta, eller 2 afledte finansielle instrumenter, der netto anvendes til sikring.

Sikrede poster kan iht. definitionen af dagsværdi- og pengestrømssikring omfatte indregnede aktiver og forpligtelser, kontraktlige aftaler samt meget sandsynlige fremtidige transaktioner, hvormed valutarisiko er forbundet, og hvor valutarisikoen kan påvirke resultatopgørelsen. Afledte finansielle instrumenter kan dog kun sikres, for så vidt angår købte optioner, hvor solgte optioner anvendes som sikringsinstrument, jf. IAS 39.IG F.2.1. Transaktioner i fremmed valuta vil som udgangspunkt påvirke resultatopgørelsen og dermed kvalificere til regnskabsmæssig sikring, idet transaktioner skal indregnes til transaktionsdagens kurs, mens efterfølgende valutakursreguleringer som udgangs-

---

<sup>15</sup> Der er principielt intet i vejen for, at denne terminsforretning anvendes til sikringen i sin helhed. Forskellen i løbetid kan dog medføre, at sikringseffektiviteten falder udenfor 80-125%, hvorfor regnskabsmæssig sikring ikke kan anvendes. Eftersom sikringsineffektiviteten i dette tilfælde typisk vil konstateres efter mere end 3 måneder, hvor omsætningen er indregnet som regnskabsmæssig sikring, må anvendelse af regnskabsmæssig sikring med sikringsinstrumenter med væsentligt længere løbetid end det sikrede imidlertid anses for u hensigtsmæssig. Dette gælder også ud fra en ren økonomisk finansiell synsvinkel, idet løbetiden på sikringsinstrumentet er væsentlig længere end løbetiden på det sikrede.

punkt skal indregnes som finansielle poster, indtil betaling finder sted, jf. herom i afsnit 3.1. Undtagelser herfra omfatter primært egenkapitaltransaktioner såsom udbyttebetalinger i fremmed valuta, der ikke påvirker resultatopgørelsen, og forventede koncerninterne transaktioner, som ikke har en ekstern relation (sædvanligvis royalty, management fee og renter på interne lån), og som derfor elimineres i koncernregnskabet. Koncerninterne transaktioner uden ekstern relation kan dog afdækkes ved regnskabsmæssig sikring fra faktureringsstidspunktet, idet efterfølgende valutakursændringer resulterer i finansielle poster i virksomheden med et mellemværende i fremmed valuta, som ikke elimineres i koncernregnskabet.

Det er et krav, at sikringen omfatter en specifik regnskabspost (f.eks. et specifikt råvareindkøb i JPY) eller en ensartet gruppe af samme regnskabspost (f.eks. forventet salg i USD i januar), jf. IAS 39.84. Det er således ikke muligt at sikre en nettopost såsom dækningsbidrag eller EBIT, såfremt virksomheden både har indtægter og omkostninger i denne valuta og med samme forfaldstidspunkt. Det er dog muligt at foretage en alternativ nettosikring ved at sikre f.eks. 50% af nettoomsætningen i en fremmed valuta (f.eks. nettoomsætning på USD 1.000.000 og omkostninger på USD 500.000). I dette tilfælde skal hele værdireguleringen af sikringsinstrumentet indregnes i nettoomsætningen, forudsat sikringsrelationen anses for effektiv og kan således ikke indregnes som 100% af nettoomsætningen og 50% af variable omkostninger. Denne form for sikring kan medføre besparelser, idet virksomheden ikke skal indgå 2 modsatrettede sikringer. Omvendt medfører denne form for sikring, at nettoposten såsom dækningsbidraget ikke nødvendigvis indregnes til den sikrede kurs, jf. eksempel 3.5 og kritik heraf i afsnit 3.6.

### **3.3.4 Dagsværdi- og pengestrømssikring, ineffektivitet og ophør**

Ved dagsværdisikring indregnes reguleringer til dagsværdien af sikringsinstrumentet og det sikrede i resultatopgørelsen, jf. IAS 39.89. I det omfang sikringstransaktionen kan opgøres som 100% effektiv, medfører det, at dagsværdireguleringerne ophæver hinanden, idet værdireguleringer af det sikrede og sikringsinstrumentet efter gængs praksis kan modregnes i resultatopgørelsen<sup>16</sup>. Hvis det sikrede udgør et monetært aktiv eller en monetær forpligtelse, vil det være uden betydning, om regnskabsmæssig sikring anvendes, idet værdireguleringen af sikringsinstrumentet og det sikrede i begge tilfælde skal indregnes som finansielle poster samtidigt. Ved pengestrømssikring er det sikrede endnu ikke indregnet i balancen, hvorfor dagsværdireguleringer af sikringsinstrumentet indregnes i egenkapitalen, indtil det sikrede indregnes i balancen, jf. IAS 39.95, forudsat sikringen er ef-

---

<sup>16</sup> Jf. H. Steffensen og J. Fedders: Årsrapport efter internationale regnskabsstandarder, side 715.

fektiv. Når det sikrede indregnes i balancen, indregnes værdireguleringen af sikringsinstrumentet i resultatopgørelsen i takt med det sikrede<sup>17</sup>.

Hvis sikringseffektiviteten ikke er 100% ved brug af dagsværdisikring, men ligger indenfor 80-125%, kan regnskabsmæssig sikring fortsat anvendes, men den ineffektive del over 100% indregnes i resultatopgørelsen under finansielle poster, jf. IAS 39.89<sup>18</sup>. Hvis ændringen i dagsværdien på sikringsinstrumentet og det sikrede f.eks. udgør hhv. DKK 100 og DKK 80 i tilfælde af 100% afdækning, udgør sikringseffektiviteten 125%, hvilket indebærer, at den effektive del indregnes i samme regnskabspost som det sikrede (f.eks. omsætning – DKK 80), mens det resterende beløb indregnes som finansielle poster (DKK 20). Hvis det sikrede udgør en kontraktlig aftale, som endnu ikke er indregnet i balancen (f.eks. en kontrakt vedr. fremtidigt køb), skal ændringen i dagsværdien af denne forpligtelse indregnes i resultatopgørelsen sammen med dagsværdiændringen på sikringsinstrumentet, jf. IAS 39.93.

Hvis sikringstransaktionen er af typen pengestrømssikring i stedet for dagsværdisikring, indebærer sikringsineffektivitet mellem 80% og 100% til gengæld, at hele værdireguleringen af sikringsinstrumentet skal forblive i egenkapitalen, indtil det sikrede indregnes, mens den ineffektive del mellem 100% og 125% skal indregnes under finansielle poster, jf. IAS 39.96<sup>19</sup>.

Ved brug af dagsværdisikring ophører regnskabsmæssig sikring, (i) hvis kriterierne i IAS 39.88 som behandlet i afsnit 3.3.2 ikke længere er opfyldt, (ii) hvis sikringsinstrumentet udløber, sælges eller udnyttes, eller (iii) hvis virksomheden beslutter at ophøre sikringsrelationen mellem sikringsinstrumentet og det sikrede<sup>20</sup>. De væsentligste kriterier i IAS 39.88, der sædvanligvis ikke opfyldes efter indgåelsen af sikringstransaktionen, er, at sikringseffektiviteten ligger indenfor 80%-125% grænsen,

---

<sup>17</sup> Hvis det sikrede på indregningstidspunktet udgør et ikke-finansielt aktiv – f.eks. sikring af investering i varelager eller anlægsaktiv i fremmed valuta – skal virksomheden vælge konsekvent mellem at lade værdireguleringen blive i egenkapitalen, indtil det sikrede indregnes i resultatopgørelsen som hhv. produktionsomkostninger/vareforbrug og afskrivninger, eller tilbageføre værdireguleringen i egenkapitalen og indregne den i kostprisen for aktivet, jf. IAS 39.98.

<sup>18</sup> IAS 39 anfører ikke eksplicit, at den ineffektive del skal indregnes som finansielle poster. Indregning af den ineffektive del som finansielle poster følger derimod af gængs praksis på området.

<sup>19</sup> IAS 39 anfører ikke eksplicit, at undersikring ved dagsværdisikring kan indregnes sammen med værdien af det sikrede. Dette må dog følge af reglerne for undersikring ved pengestrømssikring, hvor undersikring ikke medfører resultatføring fra egenkapitalen. Et sådant krav ville efter min vurdering ikke være hensigtsmæssigt, idet sikringseffektivitet på f.eks. 80% reelt ville resultere i en effektiv afdækning på 64%, da værdireguleringen af det sikrede i givet fald ville udgøre 100%, mens værdireguleringen af sikringsinstrumentet udgørende 80% af værdireguleringen af det sikrede ville blive fordelt på 64% som effektiv del og 16% som ineffektiv del.

<sup>20</sup> Hvis virksomheden ophører en sikringsrelation, kan virksomheden vælge at redesignere sikringsinstrumentet til et andet sikringsformål. Værdireguleringer af sikringsinstrumentet fra redesigneringstidspunktet anses for at tilhøre den nye sikringsrelation og testes derfor for effektivitet i denne forbindelse. Virksomheden kan også foretage redesignering i andre tilfælde; f.eks. hvis et sikringsinstrument initielt er anvendt til anden sikring, men efterfølgende ønskes anvendt til regnskabsmæssig sikring, hvorved værdireguleringer fra redesigneringstidspunktet anses for forbundet med den seneste sikringsrelation.

og at sikringsdokumentation udarbejdes ved hver regnskabsaflæggelse, hvilket i begge tilfælde resulterer i ophør af regnskabsmæssig sikring. Hvis betalingstidspunktet for en sikret post udskydes eller fremrykkes, medfører dette typisk, at sikringsinstrumentets udløbstidspunkt justeres. Hvis sikringsinstrumentet f.eks. består af en terminsforretning, medfører det normalt, at den oprindelige terminsforretning lukkes med deraf afledt afregning af gevinst/tab og indgåelse af en ny terminsforretning baseret på dagens spotkurs og renteniveau. Hvis sådanne udskydelser eller fremrykninger sker iht. virksomhedens finanspolitik, anses dette ikke for ophør, hvorfor sikringstransaktionen kan fortsætte, og gevinst/tab på den oprindelige terminskontrakt behandles som effektiv sikring.

Ved brug af pengestrømssikring ophører regnskabsmæssig sikring *fremadrettet* af de samme 3 årsager som nævnt for dagsværdisikring. Dette indebærer, at den akkumulerede gevinst/tab på sikringsinstrumentet som udgangspunkt forbliver i egenkapitalen, indtil den sikrede transaktion gennemføres. Hvis den sikrede transaktion ikke længere forventes gennemført, skal den akkumulerede gevinst/tab på sikringsinstrumentet indregnes i resultatopgørelsen som finansielle poster. Hvis virksomheden har foretaget betydelig oversikring – f.eks. sfa. afdækning på basis af et optimistisk salgsbudget – og denne oversikring først konstateres efter en effektiv opgørelse af sikringseffektivitet, kan der være en væsentlig gevinst eller tab forbundet med sikringsinstrumentet. Gevinsten/tab på sikringsinstrumentet skal jf. IAS 39.101 principielt forblive i egenkapitalen, indtil det sikrede indregnes i regnskabet, og indregnes under den sikrede regnskabspost på dette tidspunkt. Hvis dette forekommer i væsentlig grad, må det dog konkluderes, at virksomheden ikke kan anvende regnskabsmæssig sikring, idet transaktionen ikke på afdækningstidspunktet anses for meget sandsynlig.

### **3.4 Afdækning af transaktionseksponeering i koncernforhold**

#### **3.4.1 Risikostyringsstrategi og dokumentation**

Koncerner bør som nævnt i afsnit 2.2 have en finanspolitik som led i styringen af finansielle risici, idet denne politik udgør fundamentet for valutarisikostyringen. Ved brug af regnskabsmæssig sikring skal sikringen ske iht. risikostyringsstrategien på området. Det er dermed et krav, at der foreligger en skriftlig finanspolitik vedr. valutarisiko, såfremt regnskabsmæssig sikring skal anvendes. Den skriftlige finanspolitik fastlægger således rammerne for regnskabsmæssig sikring. Hvis en koncern f.eks. har en finanspolitik, der fastlægger, at transaktionseksponeering altid skal afdækkes vha. terminsforretninger, vil brug af valutaoptioner i en koncernvirksomhed principielt medføre, at regnskabsmæssig sikring ikke kan anvendes, idet dette ikke er i o. m. risikostyringsstrategien. Det

samme gælder alle andre forhold i finanspolitikken som nævnt i afsnit 2.2. Hvis en eller flere koncernvirksomheder ikke overholder finanspolitikken, må koncernens problem dog anses for at være af økonomisk frem for regnskabsmæssig karakter, idet risikoen principielt ikke afdækkes iht. strategien.

Ved brug af regnskabsmæssig sikring skal der som behandlet i afsnit 3.3.2 udarbejdes skriftlig dokumentation, hvor sikringsinstrumentet, det sikrede og sikringsrelationen identificeres, ligesom effektiviteten vurderes ex ante og ex post. Denne dokumentation bør udarbejdes på grundlag af en standardiseret template for alle koncernvirksomheder, således at dokumentationen sker på et ensartet højt niveau i koncernen; et eksempel på template efter egen tilvirkning fremgår af bilag 3. Hvis koncernens transaktionseksposering skal afdækkes i de enkelte koncernvirksomheder, kan opgørelse af sikringseffektivitet være vanskelig at praktisere, idet både ratio- og regressionsanalyse forudsætter indgående forståelse for værdiansættelse af afledte finansielle instrumenter og statistik. Problemet er særligt relevant i den i figur 2.3 illustrerede forretningsmodel, da transaktionseksposeringen er udbredt til mange koncernvirksomheder, idet manglende opfyldelse af dette kriterium medfører ophør af regnskabsmæssig sikring og behandling som anden sikring med deraf afledte væsentlige konsekvenser i regnskabet. Hvis koncernens finanspolitik kræver, at sikringsinstrumentet altid indgås på samme vilkår som risikoen på det sikrede, kan sikringseffektiviteten som alternativ typisk opgøres ved en simpel sammenligning af hovedstol i fremmed valuta og forfaldstidspunkt for sikringsinstrumentet og det sikrede: Hvis en koncernvirksomhed f.eks. afdækker alt forventet salg for maj 2009 i en fremmed valuta, som forfalder til betaling den 15. juli 2009, vha. en terminsforretning med samme udløbsdato, vil sikringseffektiviteten umiddelbart kunne opgøres til 100%, medmindre der er væsentlig kreditrisiko forbundet med enten det sikrede eller sikringsinstrumentet. Denne tilgangsvinkel for opgørelse af sikringseffektivitet må anses for anvendelig i praksis, forudsat at forfaldsdagen er identisk, og der ikke er væsentlig anden risiko end valutarisiko forbundet med det sikrede eller sikringsinstrumentet.

Afdækning af transaktionseksposering i koncernforhold kan som nævnt i afsnit 2.3 både ske i de enkelte koncernvirksomheder og centralt i en specifik koncernvirksomhed, således at al sikring finder sted i denne virksomhed. IAS 39 tillader begge sikringsmetoder i koncernregnskabet ved brug af regnskabsmæssig sikring. Sidstnævnte metode indebærer, at den koncernvirksomhed, der er ansvarlig for sikringen, modtager rapportering af transaktionseksposering og timing heraf fra alle koncernvirksomheder, hvorefter den foretager sikringstransaktioner, uden at disse bogføres i de enkelte koncernvirksomheder med den underliggende transaktionseksposering. Hvis en dansk koncern

f.eks. har en koncernvirksomhed i Danmark, der er ansvarlig for sikring, og en amerikansk koncernvirksomhed har forventet indkøb i EUR, indebærer dette setup, at koncernvirksomheden i Danmark indgår en sikringstransaktion med køb af EUR og salg af USD på vegne af den amerikanske koncernvirksomhed. Sidstnævnte metode har den fordel, at kompleksiteten forbundet med værdisættelse af afledte finansielle instrumenter, regnskabsmæssig behandling af sikring og opgørelse af effektivitet centraliseres i en funktion, som har større ekspertise på området. Metoden har dog også svagheder, idet sikringen ikke kan overføres til de enkelte koncernvirksomheders selskabsregnskaber, ligesom den kræver en meget detaljeret rapportering og opfølgning fra de enkelte koncernvirksomheder aht. sikringsdokumentationen på koncernniveau og korrekt bogføring.

### **3.4.2 Afdækning af transaktionseksposering i forskellige koncerners forretningsmodeller**

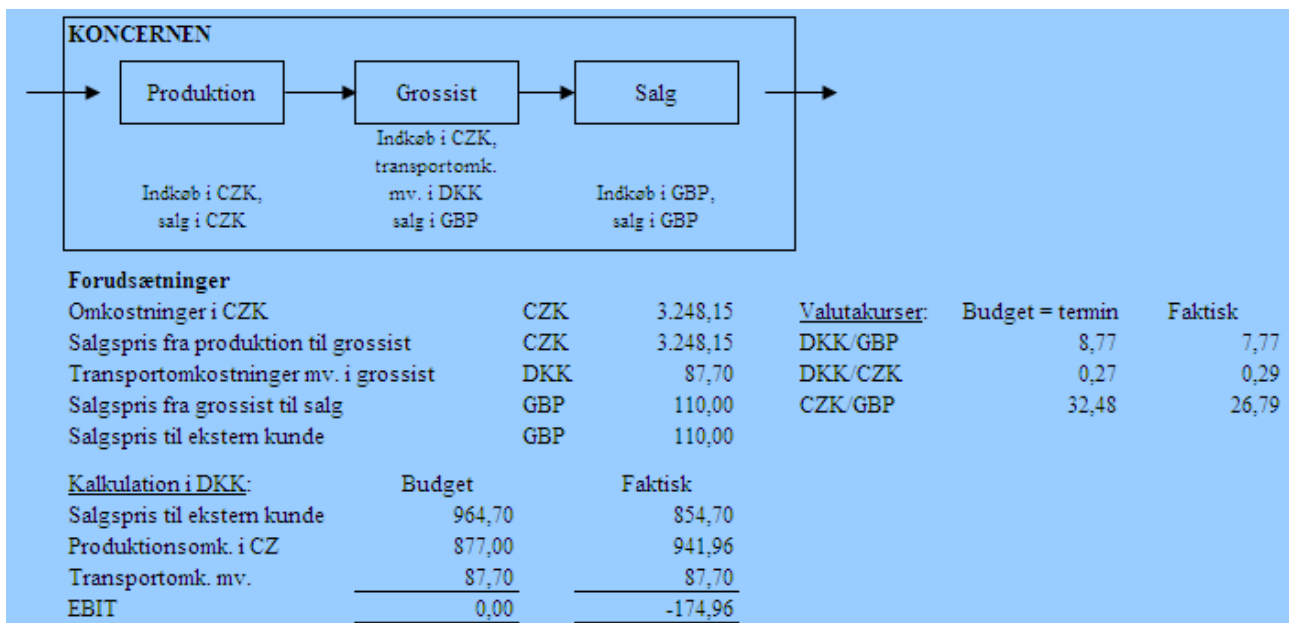
Dette afsnit behandler afdækning af transaktionseksposering i koncernforhold med udgangspunkt i de forskellige generaliserede forretningsmodeller, der er behandlet i afsnit 2.1. Afdækningen er baseret på anvendelse af regnskabsmæssig sikring, herunder eksempler, og med fokus på de elementer af transaktionseksposering, som anses for væsentligst ift. hver enkelt generaliseret forretningsmodel. Det kan således sagtens forekomme i konkrete tilfælde, at elementer, der er behandlet i afsnittet for en bestemt forretningsmodel, også er relevante i en anden forretningsmodel.

#### ***3.4.2.1 Afdækning i forretningsmodel I***

Forretningsmodel I som illustreret i figur 2.1 er karakteriseret ved høj grad af vertikal integration, hvor dedikerede produktionsvirksomheder sælger til en grossistvirksomhed, der efterfølgende sælger til koncernens salgsvirksomheder. Transaktionseksposeringen er typisk begrænset til grossistvirksomheden samt produktionsvirksomheder i det omfang, at disse foretager indkøb i fremmed valuta. Transaktionseksposeringen opstår hovedsageligt ved grossistvirksomhedens indkøb af koncernens produkter hos produktionsvirksomhederne og videresalg heraf til salgsvirksomhederne.

Koncernens valutaeksponering er således koncentreret omkring koncerninterne transaktioner, og der vil typisk være tale om sikring af fremtidige transaktioner, idet koncernens salg oftest budgetteres for en bestemt periode aht. den økonomiske styring og produktionsplanlægningen. Koncerninterne fremtidige transaktioner kan jf. IAS 39.80 afdækkes i koncernregnskabet, forudsat at transaktionen finder sted i fremmed valuta og påvirker resultatopgørelsen i koncernregnskabet. Koncerninterne transaktioner i fremmed valuta, der ikke påvirker resultatopgørelsen i koncernregnskabet, kan om-

vendt ikke afdækkes ved anvendelse af regnskabsmæssig sikring. Sidstnævnte omfatter typisk royalty betalinger, management fee og renter, der afregnes internt i koncernen aht. transfer pricing, idet disse afregninger ikke direkte indgår i prisfastsættelsen af koncernens produkter overfor eksterne kunder, jf. IAS 39.AG99A. Koncerninterne transaktioner, der kan afdækkes vha. regnskabsmæssig sikring, omfatter således som udgangspunkt koncernintern handel med produkter og omsætningsrelaterede tjenesteydelser. Hvis royalty indgår som en omkostning, der direkte tages i betragtning ved salgsvirksomhedernes prisfastsættelse, må denne royalty efter min vurdering antages at være så nært tilknyttet koncernekstern handel med produkter og tjenesteydelser, at denne kan sidestilles med koncerninterne transaktioner, der påvirker resultatopgørelsen i koncernregnskabet. Den tætte sammenhæng med den eksterne prisfastsættelse vil bero på en konkret vurdering, men vil næppe kunne anses for opfyldt ved management fee og renter, idet disse omkostninger har hhv. administrativ og finansieringsmæssig karakter. Resultateffekten ved koncernintern handel kan illustreres ved følgende eksempel:



Eksempel 3.3: Egen tilvirkning (fortsættes på næste side)

| Resultatopgørelse ved sikring til budgetkurs: |           |           |           |                    |                |
|---|-----------|-----------|-----------|--------------------|----------------|
| (lokalvaluta)                                 | <u>CZ</u> | <u>DK</u> | <u>GB</u> |                    |                |
| Nettoomsætning                                | 3.248,15  | 854,70    | 110,00    |                    |                |
| Gevinst ved terminkontrakt                    | 0,00      | 110,00    | 0,00      |                    |                |
| Produktionsomkostninger                       | 3.248,15  | 941,96    | 110,00    |                    |                |
| Gevinst ved terminkontrakt                    | 0,00      | 64,96     | 0,00      |                    |                |
| Transportomk. mv.                             | 0,00      | 87,70     | 0,00      |                    |                |
| EBIT  | 0,00      | 0,00      | 0,00      |                    |                |
|   |           |           |           |                    |                |
| (DKK)   | <u>CZ</u> | <u>DK</u> | <u>GB</u> | <u>Eliminering</u> | <u>Koncern</u> |
| Nettoomsætning                                | 941,96    | 854,70    | 854,70    | -1.796,66          | 854,70         |
| Gevinst ved terminkontrakt                    | 0,00      | 110,00    | 0,00      |                    | 110,00         |
| Produktionsomkostninger                       | 941,96    | 941,96    | 854,70    | -1.796,66          | 941,96         |
| Gevinst ved terminkontrakt                    | 0,00      | 64,96     | 0,00      |                    | 64,96          |
| Transportomk. mv.                             | 0,00      | 87,70     | 0,00      |                    | 87,70          |
| EBIT  | 0,00      | 0,00      | 0,00      | 0,00               | 0,00           |

Eksempel 3.3: Egen tilvirkning

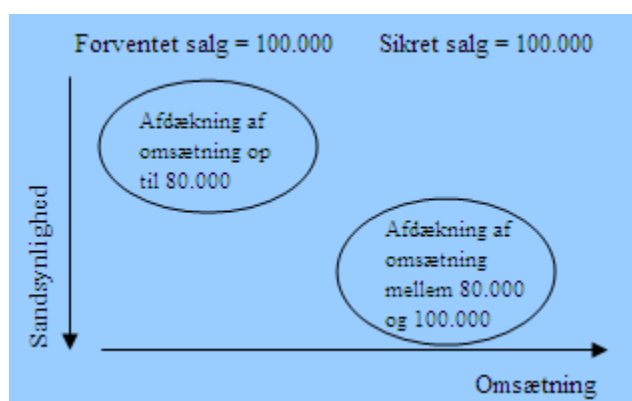
Ovennævnte eksempel er af illustrationsmæssige årsager konstrueret således, at salgsprisen i det engelske selskab svarer til de samlede produktions- og transportomkostninger i hhv. Tjekkiet og Danmark på budgettidspunktet. Ved at sikre den koncerninterne handel mellem Tjekkiet og Danmark samt Danmark og England til budgetkursen vha. terminsforretninger opnår koncernen, at det realiserede resultat svarer til det budgetterede resultat, selvom koncernen uden hensyntagen til effekten af sikringen presses af faldende GBP og stigende CZK, der hhv. resulterer i faldende omsætning og stigende omkostninger i DKK (i alt DKK 174,96). Hvornår forventede transaktioner skal afdækkes, afhænger af koncernens finanspolitik, men bør – forudsat kriterierne for regnskabsmæssig sikring er opfyldt – gennemføres på budget- eller kalkulationstidspunktet for at sikre, at koncernen ikke (væsentligt) påvirkes af efterfølgende, uventede valutakursændringer. Gevinst/tab på sikringsinstrumenter indregnes i egenkapitalen, indtil det sikrede indregnes i regnskabet, dvs. når salget finder sted. Ved udarbejdelsen af koncernregnskabet indebærer dette i ovennævnte eksempel, at gevinsten på terminsforretningerne først indregnes i koncernregnskabet, når det engelske selskab har solgt produktet til den eksterne kunde og ikke, når det tjekkiske og danske selskab har solgt produktet til det danske hhv. engelske selskab, da dette ikke skaber omsætning for koncernen.

Ved sikring af forventede transaktioner er det som anført i afsnit 3.3.2 et krav, at transaktionen er meget sandsynlig. Sandsynligheden for transaktioners gennemførelse er i denne forretningsmodel hovedsageligt baseret på salgsvirksomhedernes evne til at forecaste eksternt salg. Sandsynligheden for transaktioners gennemførelse i forholdet mellem produktionsvirksomheder og grossistvirksomheden er dog også påvirket af koncernens planer for lagerstørrelse, idet lagre i grossistvirksomheden kan forøges eller reduceres ved hhv. stigende og faldende produktion. Koncerner med denne forret-



ningsstruktur har behov for gode forecasting-systemer, såfremt transaktionseksposeringen er væsentlig og skal afdækkes med en længere tidshorisont som f.eks. 12 måneder svarende til budgettet for det kommende år eller rullende 12 måneders budget. Tidshorisonten afhænger i væsentligt omfang af koncernens reaktionsmuligheder i tilfælde af uventede valutakursændringer: Kan koncernen i ovennævnte eksempel f.eks. forhøje sine salgspriser i England eller reducere sine omkostninger i CZK? Hvis der er gode reaktionsmuligheder på uventede valutakursændringer, taler det for, at afdækningshorisonten bør være kortere. Det kan endog være uhensigtsmæssigt ift. konkurrenterne at have en lang afdækningshorisont: Hvis valutakurserne f.eks. udvikler sig positivt ift. stigende GBP og faldende CZK, vil en koncern med lang afdækningshorisont have fastlåst indtægter og omkostninger i DKK, mens konkurrenter med en kortere afdækningshorisont alt andet lige vil have mulighed for at reducere prisen i England. Dette er primært et forretningsmæssigt problem, men kan også have effekt på regnskabet, idet koncernen med en lang afdækningshorisont kan opleve faldende salg med deraf afledt sikringsineffektivitet, som skal indregnes som finansielle poster i stedet for omsætning og produktionsomkostninger, da den realiserede sikringseffektivitet skal være indenfor 80-125%, jf. afsnit 3.3.4.

Hvis der er en vis usikkerhed forbundet med gennemførelsen af fremtidige transaktioner, kan koncernen vælge at opdele sikringstransaktionen i flere lag. Hvis koncernen altid forventer, at en salgsvirksomhed minimum afsætter 80% af budgettet, kan sikringen af 100% indgås vha. 2 sikringsinstrumenter efter nedenstående model.



Figur 3.1: Egen tilvirkning

Koncernen vil i dette tilfælde være sikker på, at sikringsinstrumentet altid kan anses for 100% sikringseffektivt på afdækningen mellem 0 og 80.000 af salget, hvilket indebærer, at gevinst eller tab indregnes over EBIT. For så vidt angår afdækningen mellem 80.000 og 100.000, anses usikkerhe-

den på afdækningstidspunktet for større – om end transaktionen stadig anses for meget sandsynlig – og i tilfælde af at sikringseffektiviteten ender udenfor 80%-125% grænsen, vil det kun være gevinst eller tab forbundet med denne sikring, der skal indregnes som finansielle poster i stedet for nettoomsætning. Hvis koncernen i ovennævnte tilfælde f.eks. realiserer et salg på 90.000, vil det set i bakspejlet være mest hensigtsmæssigt, at koncernen alene anvender ét sikringsinstrument til afdækning af forventet salg på 100.000, idet koncernen dermed opnår en effektivitet på 111% og fuld sikring af EBIT, hvor oversikringen på 11% indregnes som finansielle poster. Koncernen bør i dette tilfælde derfor vurdere risikoen for salg væsentligt under forventning og afhængig af denne risiko vælge af anvende et eller flere sikringsinstrumenter. Hvis koncernen efter afdækningstidspunktet forventer at sælge mere end 100.000, vil der skulle indgå en yderligere sikringstransaktion, der dog typisk vil ske til en anden kurs end det oprindeligt sikrede sfa. ændringer i spotkursen og renten. Samme tilgangsvinkel kan anvendes af produktionsvirksomhederne og grossistvirksomheden ved afdækning af indkøb i fremmed valuta og køb af færdigvarer, idet disse virksomheder dog skal tage hensyn til planlagte ændringer i varelagre, eftersom salgsvirksomhedernes salg ikke resulterer i produktion, hvis varelagrene blot reduceres, og vice versa ved lagerforøgelser.

Grossistvirksomheden vil ofte have flere koncernvirksomheder, der anvender samme funktionelle valuta. Denne virksomhed kan i givet fald foretage sikring på tværs af disse virksomheder, hvilket reducerer antallet af sikringstransaktioner og måske endda forøger sikringseffektiviteten, idet lavt salg i visse lande helt eller delvist udlignes af større salg i andre lande. Det er i denne forbindelse hensigtsmæssigt, hvis betalingsbetingelserne er ens for alle koncernvirksomheder og f.eks. omfatter løbende måned + et bestemt antal dage, således at betalingerne foretages på samme dag i måneden. Hvis der er mindre forskelle på betalingstidspunkterne på det sikrede (f.eks. omsætning for en måned), må det ud fra en praktisk synsvinkel anses for rimeligt at indgå afdækning med et sikringsinstrument, der udløber i midten eller slutningen af betalingstidsrummet for det sikrede, skønt dette principielt kan resultere i en mindre grad af ineffektivitet. Ved pooling af sikrede poster er det dog vigtigt, at der indgås sikringstransaktioner for hver regnskabspost – f.eks. nettoomsætning eller produktionsomkostninger – medmindre der foretages sikring som en nettopost svarende til en procentdel af nettoomsætningen.

#### ***3.4.2.2 Afdækning i forretningsmodel II***

Forretningsmodel II som illustreret i figur 2.2 er karakteriseret ved produktions- og salgsvirksomheder, der hovedsageligt producerer og sælger til hjemlandet. Transaktionseksponeringen er således

begrænset til indkøb i fremmed valuta samt koncernintern fakturering af royalty, renter og management fee mv. Hertil kommer eventuelle koncerninterne rentebærende lån og tilgodehavender, der lige såvel kan forekomme i de andre forretningsmodeller, men som kan afdækkes uden brug af regnskabsmæssig sikring, idet værdireguleringer på det sikrede og sikringsinstrumentet i begge tilfælde skal indregnes i resultatopgørelsen, medmindre lånet eller tilgodehavendet anses for et tillæg eller fradrag til egenkapitalen som behandlet i afsnit 3.1 og kap. 4.

Forventet koncernintern fakturering af royalty, renter og management fee mv. har som nævnt i afsnit 3.4.2.1 typisk ikke en ekstern relation og dermed effekt på koncernens resultat, hvilket indebærer, at der ikke kan anvendes regnskabsmæssig sikring ved forventede transaktioner. Afdækning af disse koncerninterne faktureringer vha. regnskabsmæssig sikring kan derfor først foretages, når faktureringen er sket. I sidstnævnte tilfælde kan regnskabsmæssig sikring anvendes, idet mindst en af koncernvirksomhederne i givet fald har en balancepost i fremmed valuta, som skal omregnes til balancedagens/betalingsdagens valutakurs, hvor heraf afledte valutakursreguleringer indregnes i resultatopgørelsen som finansielle poster og dermed påvirker resultatopgørelsen i koncernregnskabet. Eftersom de regnskabsmæssige konsekvenser er ens ved regnskabsmæssig sikring og anden sikring, når der er tale om et indregnet finansielt aktiv eller en finansiell forpligtelse, er det dog uden betydning, om regnskabsmæssig sikring anvendes.

Produktions- og salgsvirksomhedernes indkøb i fremmed valuta kan komme fra både koncerninterne og –eksterne handler. Indkøbet vil typisk afhænge af salgsforventningerne i hjemlandet, hvorfor koncernvirksomhederne i det pågældende land typisk vil foretage afdækning af transaktionseksposeringen på samme måde som behandlet i afsnit 3.4.2.1 vha. pengestrømssikring. Ift. forretningsmodel I vil der dog normalt ikke være behov for en centraliseret koordinering af indkøbene, idet koncernvirksomhederne i et land har en høj grad af uafhængighed ift. koncernvirksomhederne i andre lande (bortset fra evt. væsentligt centraliseret indkøb).

### ***3.4.2.3 Afdækning i forretningsmodel III***

Forretningsmodel III som illustreret i figur 2.3 er karakteriseret ved transaktionseksposering på både indkøbs- og salgssiden og ift. såvel koncernintern som –ekstern handel. Komplexiteten er således koncentreret omkring et stort antal transaktioner i fremmed valuta og et stort antal koncernvirksomheder med væsentlig transaktionseksposering. Desuden kan den interne koordinering af koncerninterne fremtidige transaktioner være kompliceret.

Et stort antal transaktioner i fremmed valuta indebærer, at transaktioner i samme valuta ofte forfalder til betaling på stort set samme tidspunkt. Det medfører, at der kan foretages nettosikring for at begrænse antallet af sikringsinstrumenter, hvilket kan illustreres med følgende eksempel:

En virksomhed med DKK som funktionel valuta forventer indbetalinger på USD 10.000.000 den 30. juni 2009 sfa. forventet salg i USD i april og hermed forbundne udbetalinger vedr. indkøb på USD 5.000.000 i løbet af marts 2009, som forventes betalt den 3. juli 2009. Virksomheden har således forventede indbetalinger og udbetalinger i USD med stort set samme forfaldstidspunkt. Der foretages nettosikring af USD 5.000.000 som regnskabsmæssig sikring af 50% af den forventede nettoomsætning, idet kriterierne for pengestrømssikring er opfyldt. Der indgås en terminsforretning med salg af USD 5.000.000 den 30. juni 2009. Terminskursen udgør 5,90 DKK/USD.

Salget og indkøbet gennemføres som ventet i hhv. april og marts til de forventede beløb. Indkøbet registreres som varebeholdning til transaktionsdagens kurs i marts på 5,75 DKK/USD, i alt DKK 28.750.000. Salget indregnes som omsætning i april til transaktionsdagens kurs på 5,80 DKK/USD, i alt DKK 58.000.000. Dagsværdien af terminskontrakten udgør på salgstidspunktet DKK 445.000 baseret på den tilbagediskonterede værdi af forskellen i terminskursen på 5,90 og en terminskurs på salgstidspunktet på 5,81 multipliceret med hovedstolen. Denne dagsværdi indregnes i omsætningen, idet sikringen anses for 100% effektiv. Tilgodehavendet afregnes som ventet den 30. juni 2009 ved en spotkurs på 5,85 svarende til DKK 58.500.000. Samme dag afregnes terminskontrakten til en værdi af DKK 250.000. Varegælden afregnes som ventet den 3. juli 2009 ved en spotkurs på 5,85 svarende til DKK 29.250.000.

Ovennævnte transaktioner resulterer i følgende regnskabsresultater pr. 3. juli 2009, idet der ses bort fra kapacitetsomkostninger og skatter:

|                     |   |                       |
|---------------------|---|-----------------------|
| Omsætning:          | Omsætning fra salg                                  | DKK 58.000.000        |
|                     | Gevinst på terminskontrakt på faktureringstidspunkt | DKK 445.000           |
| Vareforbrug         |   | <u>DKK 28.750.000</u> |
| Dækningsbidrag      |   | DKK 29.695.000        |
| Finansielle poster: | Valutakursregulering af tilgodehavende              | DKK 500.000           |
|                     | Valutakursregulering af varegæld                    | DKK -500.000          |
|                     | Tab på terminskontrakt fra salgstidspunktet         | <u>DKK -195.000</u>   |
| Resultat før skat   |   | <u>DKK 29.500.000</u> |

I tilfælde af flere ind- og udbetalinger i samme valuta og med stort set samme betalingstidspunkt opnås væsentligt færre sikringsinstrumenter, hvilket kan være forbundet med en administrativ og omkostningsmæssig besparelse. Omkostningsbesparelsen kan særligt henføres til, at virksomheden ikke både skal foretage afdækning til en bid og ask kurs på terminsforretningen og dermed undgår at betale spread. Ulempen ud fra en regnskabsmæssig synsvinkel er, at dækningsbidraget ikke sikres til en bestemt kurs; i ovennævnte tilfælde sikres kun en andel af omsætningen til en bestemt kurs, mens vareforbrug indregnes på basis af transaktionsdagens kurs. Hvis sikringen havde fundet sted med to separate terminskontrakter, ville dækningsbidraget stort set være sikret til kurs 5,90 svarende til DKK 29.500.000.

Eksempel 3.4: Egen tilvirkning

Koncerner med transaktionseksponering spredt på mange koncernvirksomheder kan også vælge at indgå alle sikringstransaktioner centralt, således at transaktioner i fremmed valuta kan pooles i endnu højere grad end illustreret i ovennævnte eksempel. Dette kan enten gøres ved, at den centrale treasury funktion foretager afdækning af nettopositioner overfor en ekstern modpart, og hvor den centrale treasury funktion enten kan vælge også at indgå koncerninterne sikringstransaktioner med de berørte koncernvirksomheder eller undlade dette. Hvis der ikke indgås koncerninterne sikringstransaktioner med de berørte koncernvirksomheder, vil den enkelte koncernvirksomhed være fuldt eksponeret overfor valutakursændringer, men disse afdækkes i koncernregnskabet baseret på den centrale treasury funktions eksterne afdækning af nettopositioner. Den centrale afdækning skal i givet fald være baseret på de berørte koncernvirksomheders funktionelle valutaer. Central afdækning uden brug af koncernintern afdækning reducerer væsentligt antallet af sikringsinstrumenter, men indebærer, at de enkelte koncernvirksomheder er fuldt eksponeret overfor valutakursændringer, hvilket kan vanskeliggøre koncernledelsens økonomiske opfølgning på de enkelte koncernvirksomheder, medmindre gevinst og tab på sikringsinstrumenterne fordeles på koncernvirksomhederne ifm. udarbejdelsen af rapporteringen til koncernledelsen.

I denne forretningsmodel er det også vigtigt, at der foretages en grundig koordinering af fremtidige koncerninterne transaktioner, hvis disse er af væsentlig størrelse. Dette skyldes, at fremtidige koncerninterne transaktioner foretages på kryds og tværs af koncernen, og manglende koordinering kan medføre, at afdækning de facto resulterer i spekulation. Hvis en koncernvirksomhed f.eks. forventer at levere produkter til en anden koncernvirksomhed i fremmed valuta baseret på tilkendegivelser fra den anden virksomhed og dermed foretager afdækning af transaktionseksponeringen, er det væsentligt, at afdækningen først sker på et tidspunkt, hvor transaktionen anses for meget sandsynlig (hvilket også er et krav ved regnskabsmæssig sikring). Hvis transaktionen alligevel ikke gennemføres, er det vigtigt, at købende koncernvirksomhed hurtigst muligt informerer sælgende koncernvirksomhed herom, således at sikringsinstrumentet kan lukkes.

#### ***3.4.2.4 Afdækning i forretningsmodel IV***

Forretningsmodel IV som behandlet i afsnit 2.1.2 er kendetegnet ved, at (stort set) alle koncernvirksomheder har samme funktionelle valuta. Dette medfører, at alle koncernvirksomheders transaktionseksponering typisk vedrører koncerneksterne transaktioner bestående af lokale kapacitetsomkostninger såsom løn og husleje samt investeringer.

Kapacitetsomkostninger har oftest en fast karakter og kan derfor afdækkes langt ud i fremtiden med stor sikkerhed. Sandsynlighedskriteriet ved pengestrømssikring er derfor normalt opfyldt, ligesom sikringseffektiviteten normalt kan fastlægges med stor sikkerhed pga. omkostningernes faste karakter. Samme sikkerhed er typisk forbundet med større investeringer såsom skibe, idet sådanne investeringer normalt er baseret på en underskrevet kontrakt, der fastlægger kontraktstørrelsen og betalingstidspunkter. Det må derfor samlet set anses for nemt at opfylde sikringskriterierne i IAS 39 i denne forretningsmodel.

### **3.4.3 Afdækning af nettopositioner ved anvendelse af central treasury funktion**

Alle ikke-finansielle virksomheder i C20 anvender som nævnt i afsnit 2.3 en central treasury funktion til styring af finansielle risici, herunder valutarisiko. Som også nævnt i afsnit 2.3 er den centrale treasury funktion typisk ansvarlig for afdækning af valutaeksponering ved at afdække nettopositioner overfor en ekstern modpart og enten indgå interne sikringsinstrumenter med de enkelte koncernvirksomheder eller undlade interne sikringsinstrumenter.

Den centrale treasury funktions væsentligste opgave er – uanset om der anvendes interne sikringsinstrumenter – at foretage afdækning af valutaeksponeringen overfor en ekstern modpart, således at risikoen minimeres eller elimineres for koncernen iht. dennes finanspolitik. I den forbindelse søger den centrale treasury funktion i videst muligt omfang at identificere ind- og udbetalinger i samme valutaer med stort set samme forfaldstidspunkter, således at eksterne sikringsinstrumenter indgås efter netting. IAS 39 begrænser imidlertid mulighederne for netting ved aflæggelse af koncernregnskabet, idet koncerninterne transaktioner skal elimineres i koncernregnskabet. Det er således et krav, at sikringsrelationen ved regnskabsmæssig sikring omfatter et koncerneksternt sikringsinstrument, jf. IAS 39.73<sup>21</sup>. Dette krav kan opfyldes på forskellige måder som følger ved hhv. pengestrøms- og dagsværdisikring:

- Ved afdækning af forventede fremtidige ind- og udbetalinger kan den centrale treasury funktion foretage nettosikring ved at afdække en relativ andel af nettoomsætningen i en fremmed valuta. Hvis en koncernvirksomhed med EUR som funktionel valuta f.eks. forventer fremti-

---

<sup>21</sup> Der er omvendt intet i vejen for at anvende sikringsinstrumenter, der er indgået med en anden koncernvirksomhed, til sikring i selskabsregnskabet. Denne fremstilling fokuserer imidlertid på koncernforhold og dermed koncernregnskabet, hvorfor enkelte selskabsregnskaber ikke behandles yderligere i denne fremstilling.

digt salg i USD på 1.000.000, mens en anden koncernvirksomhed med EUR eller DKK<sup>22</sup> som funktionel valuta forventer fremtidigt indkøb i USD på 750.000 med stort set samme forfaldstidspunkt, kan den centrale treasury funktion vælge at sikre 25% af den forventede omsætning i USD svarende til USD 250.000 med en ekstern modpart. Hele værdireguleringen af sikringsinstrumentet skal herefter indregnes som en del af omsætningen, forudsat sikringseffektiviteten er 100%. Ulempen ved denne fremgangsmåde er, at koncernen ikke kan afdække både nettoomsætning og omkostninger til en bestemt kurs. Hvis dette er et krav, skal den centrale treasury funktion anvende 2 sikringsinstrumenter, der specifikt afdækker forventet omsætning på USD 1.000.000 og forventet indkøb på USD 750.000. Hvis beløbene i ovennævnte eksempel havde været identiske, ville der ud fra en koncernvinkel være tale om naturlig hedging, men det ville ligeledes ikke være muligt at sikre omsætningen og omkostningen hver for sig til en bestemt kurs, da fremtidige transaktioner ikke må anvendes som sikringsinstrumenter.

- Ved afdækning af eksisterende monetære aktiver og forpligtelser kan der ligeledes foretages nettosikring, idet valutakursreguleringer skal indregnes i resultatopgørelsen som finansielle poster – bortset fra nettoinvesteringer i dattervirksomheder. Hvis en koncernvirksomhed med DKK som funktionel valuta f.eks. har et tilgodehavende i USD på 2.000.000, og en anden koncernvirksomhed med EUR som funktionel valuta f.eks. har en gældspost på USD 3.000.000 med stort set samme forfaldstidspunkt, kan den centrale treasury funktion f.eks. afdække eksponeringen ved at købe USD 1.000.000 og sælge EUR eller DKK til dækning af 1/3 af gælden. I dette eksempel skal alle kursreguleringer og ændringer til dagsværdien af sikringsinstrumentet indregnes som finansielle poster. Dette resultat opnås, uanset om regnskabsmæssig eller anden sikring anvendes; eneste forskel er, at der ved regnskabsmæssig sikring kan foretages netting af finansielle indtægter og omkostninger.

Der kan også foretages netting af den centrale treasury funktion ved kombinationer af pengestrøms- og dagsværdisikring, forudsat at der anvendes et koncerneksternt sikringsinstrument.

---

<sup>22</sup> Eftersom EUR og DKK er meget nært korreleret sfa. Danmarks fastkurspolitik overfor EUR, kan DKK også anvendes i sikringsrelationen med EUR.

### **3.5 Analyse af ikke-finansielle C20-virksomheders afdækning af transaktionseksponeering**

Alle børsnoterede virksomheder giver som led i årsregnskabsaflæggelsen oplysninger om transaktionseksponeering, idet dette er påkrævet iht. IFRS 7 - Finansielle instrumenter: Oplysninger. Disse krav omfatter oplysninger om risikostyring og sikringsinstrumenter og danner grundlag for den følgende analyse af transaktionseksponeering.

Alle virksomheder har oplyst, at der foretages afdækning af transaktionseksponeering. Det er i samme forbindelse oplyst, at afledte finansielle instrumenter udelukkende anvendes til afdækning af kommercielle risici og således ikke anvendes til spekulationsformål.

Det fremgår af nedenstående figur 3.2, at stort set alle virksomheder anvender både regnskabsmæssig og anden sikring ifm. afdækning af transaktionseksponeering. Anvendelse af begge metode kan formentligt tilskrives en kombination af begrænsninger i anvendelsen af regnskabsmæssig sikring og den yderligere administrative byrde, der er forbundet med regnskabsmæssig sikring. Begrænsninger i anvendelsen af regnskabsmæssig sikring kan bl.a. henføres til, at fremtidige transaktioner skal være meget sandsynlige, ligesom mulighederne for regnskabsmæssig sikring af nettopositioner er begrænsede. Hvis en virksomhed f.eks. opererer i meget volatile omgivelser, kan det være vanskeligt at opfylde sandsynlighedskriteriet ved pengestrømssikring; omvendt kan dette kriterium forhindre, at afdækning af valutaeksponeering får karakter af spekulation, idet den underliggende transaktion på afdækningstidspunktet må anses for meget usikker. Regnskabsmæssig sikring er sfa. kravene om skriftlig dokumentation og løbende opgørelse af effektivitet forbundet med en administrativ byrde; omvendt medvirker disse kriterier til et forbedret kontrolmiljø på afdækningsområdet, idet en række kriterier skal være opfyldt, ligesom de skal kunne dokumenteres. Eftersom det ved afdækning af transaktionseksponeering forbundet med eksisterende monetære aktiver og forpligtelser er uden betydning, om der anvendes regnskabsmæssig eller anden sikring, idet resultatet stort set er identisk, kan anvendelsen af anden sikring også begrundes i muligheden for at undgå udarbejdelse af sikringsdokumentation. De begrænsede anvendelsesmuligheder for og administrationen af regnskabsmæssig sikring resulterer således både i fordele og ulemper, hvorfor virksomhedernes beslutning om at anvende begge metode formentligt i væsentligt omfang kan henføres til en cost/benefit betragtning heraf.



| <b>Afdækningsmetode</b> | Absolut | Relativt |
|-------------------------|---------|----------|
| Regnskabsmæssig sikring | 2       | 14%      |
| Anden sikring           | 0       | 0%       |
| Begge metoder           | 12      | 86%      |
| I alt                   | 14      | 100%     |

Figur 3.2: Egen tilvirkning

Det fremgår af nedenstående figur 3.3, at virksomhederne hovedsageligt anvender begge sikringstyper. Ved afdækning af transaktionseksponeering kan der som nævnt i afsnit 3.3.1 altid anvendes pengestrømssikring, mens dagsværdisikring er begrænset til eksisterende balanceposter og kontraktlige aftaler. Det kan således ikke pba. resultatet i figur 3.3 konkluderes i hvilket omfang, virksomhederne foretager afdækning af forventede fremtidige transaktioner. Det er kun Genmab, der positivt anfører, at afdækning af transaktionseksponeering udelukkende foretages som dagsværdisikring af indregnede aktiver og forpligtelser<sup>23</sup>.

| <b>Sikringstype</b> | Absolut | Relativt |
|---------------------|---------|----------|
| Dagsværdisikring    | 1       | 7%       |
| Pengestrømssikring  | 0       | 0%       |
| Begge typer         | 13      | 93%      |
| I alt               | 14      | 100%     |

Figur 3.3: Egen tilvirkning

Omfanget af pengestrømssikring og afdækningshorisonten kan udledes af nedenstående figur 3.4, idet virksomhederne iht. IFRS 7.23a har krav om at oplyse, hvornår pengestrømme fra sikrede poster ved pengestrømssikring forventes at finde sted, medmindre oplysningerne er uvæsentlige<sup>24</sup>.

| <b>Afdækningshorisont ved pengestrømssikring</b> | Absolut | Relativt |
|--|---------|----------|
| < 3 måneder                                      | 0       | 0%       |
| Mellem 3 og 6 måneder                            | 1       | 8%       |
| Mellem 6 og 12 måneder                           | 5       | 38%      |
| > 12 måneder                                     | 6       | 46%      |
| Ikke anført                                      | 1       | 8%       |
| I alt  | 13      | 100%     |

Figur 3.4: Egen tilvirkning

<sup>23</sup> Jf. Genmabs årsrapport for 2008, side 75.

<sup>24</sup> Oplysningskravet gælder samlet for alle former for pengestrømssikring, hvoraf afdækning af valutaeksponeering udgør én form for pengestrømssikring. Andre former for pengestrømssikring omfatter bl.a. renterisiko og prisisiko. Analysen kan således være påvirket af tidshorisonten for andre former for pengestrømssikring. Da afdækningshorisonten vedrører den resterende løbetid på balancetidspunktet, kan det ligeledes ikke afvises, at afdækningshorisonten reelt er længere, idet en del virksomheder formentligt foretager afdækning på budgettidspunktet, som ligger forud for balancetidspunktet.

Populationen i figur 3.4 udgør 13 virksomheder, idet Genmab ikke anvender pengestrømssikring. Hovedparten af virksomhederne anvender en afdækningshorisont på 6 måneder eller mere, mens Danisco anvender en afdækningshorisont på 3-6 måneder. FLSmidth & Co. oplyser ikke om afdækningshorisonten ved pengestrømssikring. Analysen viser, at der overvejende anvendes en forholdsvis lang afdækningshorisont. Dette betyder, at virksomhederne anser de fremtidige transaktioner for meget sandsynlige, hvilket formentligt sker pba. af budgetter og historik samt allerede indgåede kontrakter. Bl.a. anfører Novo Nordisk og Carlsberg, at afdækningen er baseret på budgettet og historik<sup>25</sup>, mens Vestas anfører, at afdækningen først foretages, når der er indgået en kontrakt<sup>26</sup>. At Vestas først foretager afdækning, når der er indgået en kontrakt, kan formentligt henføres til, at virksomheden er ordreproducerende med lang produktionstid, ligesom der muligvis er indføjet en valutaklausul i tilbud, således at prisen ændres ved væsentlige ændringer i valutakurser fra tilbuds- til ordretidspunktet. Sidstnævnte forhold anføres eksplicit i årsrapporten for FLSmidth & Co<sup>27</sup> som udtryk for, at afdækning ved ordreproduktion først foretages, når der er indgået en kontrakt.

Nedenstående figur 3.5 viser, at alle virksomheder anvender terminsforretninger til afdækning af transaktionseksponeering, men optioner, swaps og primære finansielle instrumenter er også udbredt til afdækning.

| Sikringsinstrumenter             | Absolut | Relativt |
|----------------------------------|---------|----------|
| Primære finansielle instrumenter | 10      | 71%      |
| Terminsforretninger              | 14      | 100%     |
| Optioner                         | 9       | 64%      |
| Swaps                            | 7       | 50%      |
| Andet                            | 0       | 0%       |

Figur 3.5: Egen tilvirkning

Gennemgangen af C20-virksomhedernes årsrapport gav udover resultatet i ovennævnte figurer også enkeltstående resultater, som er interessante ift. afdækning af transaktionseksponeering, og som derfor behandles i dette afsnit.

H. Lundbeck og Coloplast anfører i sin årsrapport<sup>28</sup>, at finanspolitikken, der danner grundlag for valutastyringen, vurderes mindst en gang årligt af bestyrelsen. Dette betyder, at der sikres en konti-

<sup>25</sup> Jf. Novo Nordisks årsrapport for 2008, side 76 og Carlsbergs årsrapport for 2008, side 120.

<sup>26</sup> Jf. Vestas' årsrapport for 2008, side 89.

<sup>27</sup> Jf. FLSmidth & Co.'s årsrapport for 2008, side 37.

<sup>28</sup> Jf. H. Lundbecks årsrapport for 2008, side 83 og Coloplasts årsrapport for 2007/2008, side 54.

nuerlig stillingtagen til finansielle risici og styringen heraf. H. Lundbeck anfører endvidere, at valutastyringen fokuserer på risikominimering, og at sikringen til dels består af en fast minimumsafdækning og til dels af en variabel del. Dette betyder, at virksomheden må anses for at føre en aktiv valutastyring, hvor der baseret på forventninger til fremtidig transaktionsstørrelse og valutakurs foretages fast afdækning, hvorefter den resterende del afdækkes på et senere tidspunkt baseret på udviklingen i transaktionsstørrelse og valutakurs i den mellemliggende periode.

Carlsberg anfører i sin årsrapport<sup>29</sup>, at afdækningen af transaktionseksposering i RUB ift. Baltic Beverages Holding er sket ved at balancere indkøbet i USD (55%) og EUR (45%), idet Rusland over en periode har ført en valutakurspolitik vægtet med de anførte andele ift. USD og EUR. Denne afdækning er foretrukket frem for anvendelse af afledte finansielle instrumenter pga. regulatoriske og omkostningsmæssige forhold. Denne afdækningsform er efter min vurdering bemærkelsesværdig, idet den russiske økonomi normalt må anses for mere usikker end minimum økonomien i Euro-landene og formentlig også den amerikanske økonomi. Denne valutarisikopolitik må således anses for at være behæftet med væsentlig risiko ift. en mulig devaluering af RUB, idet indkøb opgjort i RUB i givet fald bliver dyrere. Udviklingen i USD, EUR og RUB har siden efteråret 2008 vist sig ugunstig for Carlsberg, idet den russiske centralbank har været nødsaget til at foretage kraftige devalueringer af RUB, mens USD er steget væsentligt ift. EUR.

### **3.6 Evaluering af styrker og svagheder ved IAS 39's regelsæt for afdækning af transaktionseksposering**

IAS 39 giver som nævnt i afsnit 3.2 mulighed for at afdække transaktionseksposering ved regnskabsmæssig sikring og anden sikring, idet fair value option metoden ikke anses for relevant til afdækning af valutaeksposering. Anden sikring udgør som nævnt hovedreglen i IAS 39, men den regnskabsmæssige behandling afspejler ikke formålet med sikringen - nemlig at eliminere eller reducere volatiliteten i resultatopgørelsen sfa. valutakursændringer – medmindre sikringen omfatter allerede indregnede monetære aktiver og forpligtelser i fremmed valuta, hvor valutakursændringer i begge tilfælde indregnes i resultatopgørelsen som finansielle poster på samme tid. Afledte finansielle instrumenter, der anvendes til anden sikring, klassificeres i IAS 39.9 som handelsbeholdning på lige fod med afledte finansielle instrumenter samt andre finansielle aktiver og forpligtelser, der anvendes til spekulation. Det anses efter min mening umiddelbart for uheldigt, at anvendelse af afledte finansielle instrumenter til anden sikring generelt sidestilles med afledte finansielle instrumenter til

---

<sup>29</sup> Jf. Carlsbergs årsrapport for 2008, side 120.

spekulation, idet det er virksomhedens hensigt at afdække kommercielle valutarisici<sup>30</sup>. Dette kan medføre, at virksomheden bør oplyse om formålet og det nærmere indhold af anden sikring i årsrapporten. Hvis afledte finansielle instrumenter anvendes til anden sikring, fordi fundamentale kriterier for anvendelse af regnskabsmæssig sikring ikke er opfyldt – f.eks. manglende sammenhæng med valutarisikostrategien eller sandsynlighedskriteriet ved pengestrømssikring – kan sikringen dog have så megen karakter af spekulation, at en sammenlægning med spekulative afledte finansielle instrumenter i årsregnskabet ikke kan anses for problematisk.

Fordelen ved anden sikring er, at de omfattende krav til regnskabsmæssig sikring ikke skal opfyldes. Dette betyder, at virksomheden umiddelbart kan indgå sikringstransaktioner, der anses for anden sikring, hvilket medfører ubegrænsede anvendelsesmuligheder og begrænset administration. Anden sikring må imidlertid anses for uhensigtsmæssig ved afdækning af væsentlig valutaeksponering forbundet med endnu ikke indregnede aktiver og forpligtelser, idet metoden kan resultere i væsentlig volatilitet i resultatopgørelsen, hvad angår timing og klassifikation over/under EBIT. Derfor er den efterfølgende evaluering af regelsættet alene møntet på regnskabsmæssig sikring.

Regnskabsmæssig sikring indebærer som tidligere nævnt, at værdireguleringer af sikringsinstrumentet og det sikrede indregnes i resultatopgørelsen på samme tidspunkt og i samme regnskabspost. Metoden har således den styrke, at den afspejler hensigten med afdækningen; nemlig at eliminere eller reducere effekten af uventede valutakursændringer. Reglerne for regnskabsmæssig sikring er imidlertid omfattende, hvilket bl.a. kan illustreres ved, at gennemgangen af regelsættet i denne fremstilling fylder ca. 8 sider (afsnit 3.3). Evalueringen af regnskabsmæssig sikring vil således fokusere på styrker og svagheder ved de væsentligste regler i denne forbindelse.

### **3.6.1 Primære sikringskriterier ved regnskabsmæssig sikring**

Metodens væsentligste styrke ligger efter min vurdering i, at der skal foreligge en skriftlig politik, som fastlægger kriterierne for valutastyringen, ligesom regnskabsmæssig sikring kun kan anvendes, hvis sikringen er i o.m. denne politik. Regelsættet bidrager således til en formalisering af valutastyringen og corporate governance, hvor virksomheden positivt skal tage stilling til væsentlige forhold såsom definition af transaktionseksponering (hvilke transaktioner skal afdækkes), afdækningshorisont (hvornår transaktioner skal afdækkes), afdækningsomfang (i hvilket omfang skal transaktioner

---

<sup>30</sup> Ifølge IFRS 7.8a skal balanceværdien og årets resultateffekt af afledte finansielle instrumenter, der anvendes til anden sikring, endog anføres særskilt i regnskabet sammen med de tilsvarende værdier for andre afledte finansielle instrumenter, der rent faktisk anvendes til spekulation.

afdækkes), sikringsinstrumenter (hvilke specifikke instrumenter skal anvendes) samt opgørelse af sikringseffektivitet (hvor ofte og hvordan). Det er også en væsentlig styrke, at sammenhængen mellem den skriftlige politik og den konkrete afdækning skal dokumenteres skriftligt. I koncernforhold, hvor transaktionseksponeringen ofte er spredt på mange koncernvirksomheder og personer, giver disse krav ydermere den fordel, at den skriftlige politik skaber en standardiseret tilgang til valutastyringen, idet koncerner typisk anvender en fælles finanspolitik og template til dokumentationen.

Afledte finansielle instrumenter skal altid værdiansættes til dagsværdi i balancen og uden hensyntagen til værdien af det sikrede. Det anses for en styrke, at værdiansættelsen skal ske til dagsværdi. Dette skyldes, at dagsværdien er udtryk for den aktuelle værdi på balancetidspunktet, ligesom afledte finansielle instrumenter typisk kan opgøres til en entydig dagsværdi baseret på priser på et aktivt marked eller anerkendte værdiansættelsesmodeller. Ved regnskabsmæssig sikring er det praksis, at værdireguleringer af sikringsinstrumentet og det sikrede modregnes i resultatopgørelsen, således at den sikrede post indregnes til den sikrede kurs (bortset fra hel eller delvis effekt af tidsværdi og ineffektivitet). Det er imidlertid uhensigtsmæssigt, at IAS 39 ikke eksplicit bestemmer, at værdireguleringer skal modregnes i resultatopgørelsen, idet en sådan bestemmelse definitivt vil fjerne enhver tvivl om præsentationen i resultatopgørelsen<sup>31</sup>.

IAS 39 giver som nævnt i afsnit 3.3.1 mulighed for at behandle afdækning af transaktionseksponering som pengestrømssikring i alle tilfælde, mens dagsværdisikring kun kan anvendes ved afdækning af transaktionseksponering forbundet med eksisterende aktiver og forpligtelser samt kontraktlige aftaler. Eftersom IAS 39 tillader begge sikringstyper ved afdækning af valutarisiko, er den regnskabsmæssige behandling af sikringstyperne væsentlig. Ved dagsværdisikring skal værdireguleringer vedr. den sikrede del af kontraktlige aftaler indregnes i regnskabet jf. IAS 39.93, selv om den underliggende transaktion endnu ikke er indregnet. Det betyder, at værdireguleringen af sikringsinstrumentet og det sikrede indregnes i resultatopgørelsen samtidigt. F.eks. vil en ændring af valutakursen på kontraktligt indkøb i USD fra kurs 5 til kurs 6, der sikres som dagsværdisikring, resultere i en positiv værdi af sikringsinstrumentet og en negativ værdi af den sikrede del af indkøbet, hvorfor den negative værdi af sidstnævnte skal indregnes i regnskabet i takt med værdiændring af sikringsinstrumentet. Kravet i IAS 39.93 hører ind under afsnittet om dagsværdisikring, og der henvises ikke til dette krav i afsnittet om pengestrømssikring. Det er derfor tvivlsomt, om kravet

---

<sup>31</sup> Det samme er principielt tilfældet for værdireguleringer ved anden sikring, idet IAS 39 ikke eksplicit tager stilling til præsentation af sådanne værdireguleringer i resultatopgørelsen. Dette medfører, at virksomheder i dag principielt kan indregne sådanne værdireguleringer over EBIT, uden at der tidsmæssigt nødvendigvis er sammenhæng med værdireguleringer af det sikrede, idet der er tale om fremtidige transaktioner.

også gælder, hvis transaktionseksposeringen afdækkes som pengestrømssikring. Ved pengestrømssikring skal værdiændringer dog indregnes direkte i egenkapitalen, hvis det sikrede endnu ikke er indregnet i regnskabet, men det vil resultere i en forskel i egenkapitalen, hvis kravet i IAS 39.93 ikke gælder ved pengestrømssikring, idet den positive værdi af sikringsinstrumentet i ovennævnte eksempel indregnes direkte i egenkapitalen og ikke modsvares af en regulering af det sikrede. Efter som der ikke henvises til IAS 39.93 i afsnittet om pengestrømssikring, vil jeg vurdere, at der reelt er tale om en forskellig regnskabsmæssig behandling. Pengestrømssikring giver således en fordel ift. dagsværdisikring ved sikring af valutarisiko forbundet med kontraktlige aftaler, idet virksomheder reducerer omfanget af posteringer i regnskabet. Derfor er denne sikringstype umiddelbart at foretrække, om end fordelene må anses for at være af mindre betydning.

Det er ved sikring af fremtidige transaktioner et krav, at disse er meget sandsynlige. Dette anses også for en styrke, idet afdækning af transaktioner med væsentligt lavere sandsynlighed vil have karakter af spekulation sfa. betydelig usikkerhed omkring transaktionens gennemførelse. Hvis afdækning af transaktioner med lav sandsynlighed kunne foretages som pengestrømssikring, ville det være muligt at gemme værdireguleringer af sikringsinstrumenter i egenkapitalen, indtil det ”passede” virksomheden at indregne disse i resultatopgørelsen (earnings management). Dette kriterium ved sikring af fremtidige transaktioner medvirker således til, at indgåelse af sikringstransaktioner udskydes, indtil der er opnået en rimelig sikkerhed for gennemførelsen heraf.

### **3.6.2 Andre sikringskriterier mv. ved regnskabsmæssig sikring**

Det er som nævnt i afsnit 3.3.3 et krav, at afdækningen er forbundet med en specifik regnskabspost, f.eks. forventet nettoomsætning. Det betyder, at nettosikring ved tilsvarende omkostninger i samme valuta og med samme forfaldstidspunkt kun kan afdækkes ved at sikre en andel af omsætningen svarende til nettoomsætning fratrukket omkostninger, medmindre der anvendes 2 forskellige sikringsinstrumenter. Denne afdækning betyder, at det ikke er muligt at sikre et bestemt dækningsbidrag, idet hele værdireguleringen af sikringsinstrumentet i givet fald skal indregnes i nettoomsætningen, og transaktioner gennemføres ikke nødvendigvis samtidig. Det anses efter min mening for u hensigtsmæssigt, at det ikke er muligt at sikre en nettopost, f.eks. dækningsbidraget, når indtægter og omkostninger er denomineret i samme valuta og har samme forfaldstidspunkt, idet transaktionerne enten skal være kontraktligt aftalte eller meget sandsynlige og derfor generelt må anses for sikre. Denne sikring ville betyde, at der kun skulle anvendes et enkelt sikringsinstrument. Dette

ville ydermere have den fordel, at virksomheden ikke skulle betale spread ved at købe og sælge samme valuta. Forskellen er illustreret ved følgende eksempel.

En virksomhed med DKK som funktionel valuta forventer at modtage salgsindbetalinger i USD om 3 måneder på USD 1.000.000. Samtidig forventer virksomheden at skulle foretage udbetalinger vedr. omkostninger på USD 500.000. Salget forventes gennemført inkl. betaling samme dag om 3 måneder, mens indkøbet forventes gennemført om 1 måned med betaling samtidigt med salget om 3 måneder. Iht. virksomhedens finanspolitik foretages der afdækning ved anvendelse af en terminsforretning, hvor der sælges USD 500.000 til kurs 6 om 3 måneder svarende til 50% af omsætningen.

Virksomheden modtager fakturaer på USD 500.000 efter 1 måned, der indregnes til transaktionsdagens kurs på 6,50 svarende til DKK 3.250.000. Terminsforretningen har samme dag en dagsværdi på DKK -249.000, som kan fordeles på DKK -498.000 vedr. salget og DKK 249.000 vedr. omkostninger. Valutakursen udgør 5,90 efter 3 måneder, hvilket resulterer i en kursgevinst på kreditorer på DKK 300.000. Virksomheden foretager fakturering af USD 1.000.000 efter 3 måneder svarende til DKK 5.900.000. Terminsforretningen udløber med en gevinst på DKK 50.000. Resultatopgørelsen forbundet med ovennævnte transaktioner vises i det følgende, hvor nettosikring foretages som 50% af omsætningen hhv. omsætning og omkostninger hver for sig.

|                                  | <b>Sikring af 50% af oms.</b> | <b>Sikring af oms. og omk.</b> |
|----------------------------------|-------------------------------|--------------------------------|
| Omsætning                        | DKK 5.900.000                 | DKK 5.900.000                  |
| Gevinst/tab på terminsforretning | <u>DKK 50.000</u>             | <u>DKK 100.000</u>             |
| Omsætning i alt                  | DKK 5.950.000                 | DKK 6.000.000                  |
| Omkostninger                     | DKK 3.250.000                 | DKK 3.250.000                  |
| Gevinst/tab på terminsforretning | <u>DKK 0</u>                  | <u>DKK 249.000</u>             |
| Omkostninger i alt               | DKK 3.250.000                 | DKK 3.001.000                  |
| EBIT                             | DKK 2.700.000                 | DKK 2.999.000                  |
| Finansielle poster               | <u>DKK 300.000</u>            | <u>DKK 1.000</u>               |
| EBT                              | <u>DKK 3.000.000</u>          | <u>DKK 3.000.000</u>           |

Finansielle poster udgør i den anden opgørelse DKK 1.000, idet renteelementet fra købstidspunktet og indtil betalings-tidspunktet resulterer i en finansiell post. Virksomheden er med sikring af en andel af nettoomsætningen og samtidige omkostninger i samme valuta således ikke sikret, for så vidt angår EBIT. Virksomheden er til gengæld i al væsentlighed sikret til terminskursen i det andet tilfælde.

Eksempel 3.5: Egen tilvirkning

Ovennævnte forbud er forbundet med, at sikringsinstrumentet ved afdækning af valutarisiko består af afledte finansielle instrumenter eller primære finansielle instrumenter. Det er med andre ord ikke tilladt at anvende fremtidige transaktioner som sikringsinstrument ved regnskabsmæssig sikring. Eftersom fremtidige transaktioner skal være meget sandsynlige, er det efter min mening uhensigtsmæssigt, at sådanne transaktioner ikke kan anvendes til regnskabsmæssig sikring. Hvis en virksomhed med DKK som funktionel valuta f.eks. har et fremtidigt salg i USD og et fremtidigt indkøb i

USD, hvor begge transaktioner forventes at have samme beløbsstørrelse og forfaldstidspunkt, er der ud fra en finansiell betragtning tale om en naturlig afdækning. Det ville derfor være hensigtsmæssigt, at den naturlige afdækning ud fra en finansiell betragtning også kunne anvendes regnskabsmæssigt, således at salget og indkøbet kunne afdækkes baseret på valutakursen på det tidspunkt, hvor den naturlige afdækning opstår.

I koncernforhold forekommer der ofte også naturlig afdækning ved, at koncernvirksomheder med samme funktionelle valuta har indbetalinger og udbetalinger i samme fremmed valuta og med stort set samme forfaldstidspunkt. IAS 39 kræver som nævnt i afsnit 3.4.3, at afdækningen i koncernregnskabet sker ved anvendelse af et eksternt sikringsinstrument. Rationalet er, at koncernregnskabet aflægges som om, der er tale om én samlet virksomhed, hvorfor koncernintern afdækning ikke eliminerer eller reducerer risikoen for koncernen som helhed. Den centrale treasury funktion er således nødsaget til at anvende eksterne sikringsinstrumenter, når regnskabsmæssig sikring anvendes, hvilket forøger antallet af sikringsinstrumenter og omkostninger ifa. betaling af spread mellem købs- og salgskurser på fremmed valuta. Hvis ovennævnte svagheder vedr. manglende mulighed for afdækning af nettopositioner og anvendelse af fremtidige transaktioner som sikringsinstrumenter blev afhjulpet ved at indføre bestemmelser, der ville tillade dette, ville dette også kunne overføres til koncernforhold. Dette ville indebære, at forskellige koncernvirksomheder med samme kombination af fremmed valuta og funktionel valuta – f.eks. ind- og udbetalinger i USD for koncernvirksomheder med DKK som funktionel valuta – kunne foretage intern afdækning. En koncernvirksomhed med DKK som funktionel valuta og forventede indbetalinger i USD om 3 måneder kunne således indgå en terminskontrakt med den centrale treasury funktion, mens en anden koncernvirksomhed med DKK som funktionel valuta og med forventede udbetalinger i USD om 3 måneder ligeledes kunne indgå en terminskontrakt med den centrale treasury funktion. De enkelte koncernvirksomheder ville dermed kunne afdække transaktionseksposeringen på hhv. omsætning og omkostninger. Hvis denne metode blev tilladt ved regnskabsmæssig sikring, ville naturlig afdækning ud fra en finansiell betragtning kunne overføres til regnskabet, uden at koncernen som helhed skulle påføres eksterne omkostninger.

Implementering af ovennævnte principper ville medføre, at regelsættet blev væsentligt forenklet, idet det i givet fald ikke ville være nødvendigt med flere bestemmelser omkring tilladte sikringsinstrumenter og nettosikring. Kriterierne for regnskabsmæssig sikring ville således hovedsageligt bestå af de primære sikringskriterier som behandlet i afsnit 3.3.2, mens andre sikringskriterier som behandlet i afsnit 3.3.3 ville blive væsentligt reduceret. En implementering heraf ville som nævnt



også resultere i et væsentligt større sammenfald mellem sikring ud fra en økonomisk finansiel betragtning og regnskabsmæssig sikring.

Visse virksomheder anvender VaR til opgørelse af valutarisikoen, idet den samlede risiko er lavere end summen af valutarisikoen for de enkelte valutaer sfa., at korrelationen mellem valutaer typisk er mindre end 1. Det er sfa. kravet om sikring af en bestemt risiko, herunder regnskabspost, og opgørelse af sikringseffektivitet normalt ikke muligt at anvende regnskabsmæssig sikring baseret på VaR for en samlet portefølje af transaktioner i fremmed valuta. Det er efter min vurdering rimeligt, at transaktioneksponering ikke kan afdækkes pba. VaR, idet afdækningen i givet fald bliver meget overordnet uden direkte sammenhæng mellem sikringsinstrumentet og de sikrede poster samt yderst kompliceret ud fra en regnskabsmæssig betragtning. Sidstnævnte forhold skyldes, at virksomheden i givet fald har afdækket en overordnet transaktioneksponering, som er meget vanskelig at henføre til enkelttransaktioner, der skal bogføres i regnskabet, ligesom det ville være meget kompliceret at opfylde de primære sikringskriterier i IAS 39.88. Der er dog intet i vejen for, at virksomheder anvender VaR til en overordnet vurdering af valutarisikoen under hensyntagen til sikringsinstrumenterne. Hvis en virksomhed ønsker at afdække valutarisikoen pba. VaR, er det således nødvendigt at anvende anden sikring.

Ud fra en finansiel betragtning kan det i koncerner med høj grad af integration forekomme bemærkelsesværdigt, at den funktionelle valuta er forskellig. Dette betyder nemlig, at f.eks. en dansk koncern med en engelsk koncernvirksomhed, der anvender GBP som funktionel valuta og modtager indbetalinger i DKK, rent faktisk afdækker denne transaktioneksponering, selvom koncernen er væsentligt integreret og ultimativt er interesseret i pengestrømme i DKK, forudsat moderselskabets investorer primært er danskere. Hvis alle koncernvirksomheder i en koncern med høj grad af integration havde samme funktionelle valuta, ville transaktioneksponeringen kunne opgøres som en simpel konsolidering af transaktioner i de enkelte valutaer. Dette er forskelligt fra situationen med forskellige funktionelle valutaer, idet der ved opgørelse af transaktioneksponering skal tages hensyn til kombinationen af fremmed valuta og funktionel valuta (f.eks. en dansk koncernvirksomhed med DKK som funktionel valuta og transaktioner i GBP resulterer i afdækning af DKK/GBP, mens en polsk koncernvirksomhed med PLN som funktionel valuta og transaktioner i GBP resulterer i afdækning af PLN/GBP). IAS 21 stiller som nævnt i afsnit 2.1.1 krav om, at den funktionelle valuta jf. IAS 21.11 i særlige tilfælde skal være identisk ved meget betydelig integration af koncernvirksomheder. Det ville efter min mening være hensigtsmæssigt, at dette krav blev udvidet til at gælde generelt for virksomheder med høj grad af integration, således at den funktionelle valuta blev fast-

lagt som den valuta, som den integrerede koncern som helhed er påvirket mest af. Dette ville fremhæve koncernen som en samlet forretningsmæssig og økonomisk enhed, hvor transaktionseksponeringen kunne opgøres som en konsolidering af transaktioner for hver enkelt fremmed valuta uden at tage hensyn til forskellige funktionelle valutaer.

### **3.6.3 Forbedringsforslag vedr. regnskabsmæssig sikring i henhold til IAS 39**

IASB, der er organisationen bag de internationale regnskabsstandarder, har i 2008 udsendt et diskussionsoplæg vedr. simplifikation af rapporteringen af finansielle instrumenter, herunder regnskabsmæssig sikring. For så vidt angår reglerne for regnskabsmæssig sikring, lægger diskussionsoplægget op til en simplifikation heraf pba. følgende overordnede tilgangsvinkler:

- Fjernelse (og mulig erstatning) af eksisterende kriterier for regnskabsmæssig sikring.
- Fastholdelse og simplifikation af eksisterende regler for regnskabsmæssig sikring.

I førstnævnte punkt overvejes det at fjerne mulighederne for regnskabsmæssig sikring, hvilket efter min vurdering næppe gennemføres, idet alternativet som behandlet i afsnit 3.2 er anden sikring, der kan resultere i væsentlig volatilitet i resultatopgørelsen mht. timing og klassifikation. Dette ville medføre, at sikringstransaktioner i regnskabet ikke længere kunne afspejle hensigten hermed; nemlig at eliminere eller reducere valutarisikoen iht. virksomhedens finanspolitik. I samme punkt overvejes alternativt at erstatte de eksisterende kriterier for regnskabsmæssig sikring med et mindre kompliceret regelsæt. Det erkendes dog i diskussionsoplægget, at der ikke eksisterer nogen oplagt mulighed for sikring af fremtidige transaktioner (pengestrømssikring), mens der ved dagsværdisikring kan indføres en udvidet mulighed for anvendelse af fair value option eller indregning af gevinst/tab på sikringsinstrumenter og sikrede poster udenfor resultatopgørelsen (dvs. på egenkapitalen) i lighed med pengestrømssikring. Det vil efter min vurdering være u hensigtsmæssigt at indføre mulighed for at indregne gevinst/tab på sikringsinstrumenter og sikrede poster uden om resultatopgørelsen, idet effekten af virksomhedens risikotagning bør afspejles i resultatopgørelsen i takt med transaktioners gennemførelse og værdiændringer på aktiver og forpligtelser i øvrigt. Fair value option har som behandlet i afsnit 3.2 også en række ulemper ift. afdækning af valutarisiko. Som tidligere behandlet i denne fremstilling udgør det helt store problem ved dette forslag dog, at der ikke eksisterer en løsning for pengestrømssikring af fremtidige transaktioner, som repræsenterer et væsentligt omfang i ikke-finansielle virksomheder. Det må derfor samlet set konkluderes, at dette forslag ikke løser problemerne ved regnskabsmæssig sikring ift. ikke-finansielle virksomheder.

I andet punkt overvejes det at fastholde mulighederne for regnskabsmæssig sikring, men at simplificere reglerne herfor. Diskussionsoplægget lægger væsentligst op til en diskussion af mulighederne for nemmere dokumentationskrav, herunder opgørelse af sikringseffektivitet, samt en mere udbredt anvendelse af sikring på porteføljebasis. Dokumentationskravet er efter min vurdering en væsentlig styrke ved regnskabsmæssig sikring, idet dette sikrer, at sikring indgås iht. virksomhedens finanspolitik og løbende dokumenteres. Oplægget synes dog også at forkaste væsentlige ændringer på dette område. Jeg har i dette afsnit 3.6 argumenteret for udvidede muligheder for sikring på porteføljebasis, hvorfor dette punkt i oplægget efter min vurdering kan resultere i en væsentlig styrkelse af regelsættet.

Efter min vurdering indeholder diskussionsoplægget ikke væsentlige forbedringer, idet første punkt med ophævelse af mulighederne for regnskabsmæssig sikring umiddelbart må forkastes, men det er dog glædeligt, at muligheden for større adgang til sikring på porteføljebasis overvejes i andet punkt. En sådan udvidet adgang burde dog som minimum suppleres af muligheden for at anvende meget sandsynlige fremtidige transaktioner som sikringsinstrumenter samt koncerninterne sikringsinstrumenter i det omfang, at disse repræsenterer en naturlig afdækning for koncernen.

### **3.7 Delkonklusion**

Transaktionseksponeering omfatter regnskabsmæssigt fremtidige transaktioner i fremmed valuta, monetære poster i fremmed valuta samt ikke-monetære poster i fremmed valuta, der løbende værdiansættes til dagsværdi. Koncerninterne mellemværender, der ikke forventes udlignet indenfor en overskuelig fremtid og anses for et tillæg eller fradrag til egenkapitalen i en koncernvirksomhed, kursreguleres dog via egenkapitalen og sidestilles derfor med translationseksponeering.

IAS 39 giver principielt mulighed for at afdække transaktionseksponeering vha. reglerne om regnskabsmæssig og anden sikring samt fair value option metoden. Fair value option metoden indebærer, at aktivet eller forpligtelsen værdiansættes til dagsværdi via resultatopgørelsen, hvilket også er tilfældet for afledte finansielle instrumenter og også kan vælges for primære finansielle instrumenter, der anses for sikringsinstrumenter. Metoden medfører, at kursreguleringer af det sikrede og sikringsinstrumentet indregnes samtidigt i resultatopgørelsen og dermed afdækker eksponeeringen. Metoden skal anvendes konsekvent for tilsvarende aktiver og forpligtelser, hvilket begrænser fleksibiliteten. Transaktionseksponeering opstår normalt ved forventede transaktioner, der endnu ikke udgør

aktiver eller forpligtelser, mens metoden kun kan anvendes for eksisterende aktiver og forpligtelser. Derfor er anvendeligheden af denne metode til afdækning af transaktionseksponering begrænset.

Anden sikring udgør hovedreglen i IAS 39, hvad angår afdækning af transaktionseksponering, og indebærer, at der indgås en sikringsrelation uden opfyldelse af de formelle kriterier for regnskabsmæssig sikring. Ved anden sikring værdiansættes det sikrede og sikringsinstrumentet hver for sig, ligesom valutakursreguleringer indregnes i resultatopgørelsen uafhængigt af hinanden. Dette betyder, at der ikke nødvendigvis er sammenhæng mellem valutakursreguleringen af det sikrede og sikringsinstrumentet mht. timing og klassifikation i resultatopgørelsen. Hvis der er tale om afdækning af transaktionseksponering vedr. eksisterende monetære aktiver og forpligtelser, indregnes kursreguleringer heraf som finansielle poster – medmindre der er tale om koncerninterne mellemværender, der sidestilles med egenkapital – hvilket også er tilfældet for kursreguleringer af afledte finansielle instrumenter og modsatrettede eksisterende monetære aktiver og forpligtelser. I disse tilfælde indregnes effekten af valutakursændringer således samtidigt i resultatopgørelsen som finansielle poster; dog er det ikke muligt at modregne finansielle indtægter og omkostninger. Ved afdækning af fremtidige transaktioner i fremmed valuta kan anden sikring resultere i væsentlig volatilitet i resultatopgørelsen, idet sikringsinstrumentet er indregnet i balancen forud for det sikrede, hvor kursreguleringer indregnes i resultatopgørelsen som finansielle poster uden hensyntagen til den fremtidige transaktion, mens den fremtidige transaktion indregnes til transaktionsdagens kurs og normalt indgår som indtægt eller omkostning over EBIT. Samme problemer med klassifikation kan opstå ved afdækning af transaktionseksponering vedr. eksisterende ikke-monetære aktiver og forpligtelser.

Regnskabsmæssig sikring udgør en undtagelse til hovedreglen i IAS 39, som kræver opfyldelse af en række sikringskriterier, der muliggør matching af valutakursreguleringer af det sikrede og sikringsinstrumentet. Ved regnskabsmæssig sikring skal der på sikringstidspunktet foreligge skriftlig dokumentation for sikringsrelationen, ligesom sikringen skal være iht. virksomhedens finanspolitik. Ved indgåelse af sikringsrelationen og i efterfølgende perioder skal det løbende kunne dokumenteres, at sikringen er effektiv ex ante og ex post, hvilket ved ex post testen indebærer, at sikringseffektiviteten ligger indenfor 80-125%. Ved pengestrømssikring skal fremtidige transaktioner endvidere være meget sandsynlige. Ved afdækning af valutarisiko kan der anvendes eksisterende primære finansielle instrumenter samt afledte finansielle instrumenter. Ved regnskabsmæssig sikring i koncernregnskabet kan der kun anvendes eksterne sikringsinstrumenter. Herudover eksisterer der en række andre detaljerede krav til regnskabsmæssig sikring.

I koncernforhold afhænger de praktiske udfordringer med regnskabsmæssig sikring i væsentlig grad af koncernens forretningsmodel. I forretningsmodel I er transaktionseksposeringen typisk koncentreret i grossistvirksomheden og produktionsvirksomheder med indkøb i fremmed valuta, hvorfor afdækning af fremtidige koncerninterne transaktioner udgør et centralt element i valutastyringen. Fremtidige koncerninterne transaktioner kan afdækkes ved brug af regnskabsmæssig sikring, forudsat disse transaktioner er forbundet med eksterne transaktioner, hvilket omfatter vare- og service-transaktioner, men typisk ekskluderer royalty, management fee og renter mv. Afdækning foretages typisk på budget- eller kalkulationstidspunktet pga. produktionsplanlægning og realisering af produktkalkulationer, men dette er kun muligt, hvis disse anses for meget sandsynlige. Det er i denne forretningsmodel således afgørende, at koncernen har gode forecastingsystemer, hvor der skal tages hensyn til påtænkte lagerændringer, ligesom det under ustabile markedsforhold kan være nødvendigt at foretage lagvis sikring, hvor omsætning eller indkøb sikres i flere lag for at opfylde sikrings-effektiviteten.

I forretningsmodel II er transaktionseksposeringen typisk koncentreret om indkøb i fremmed valuta samt koncernintern royalty, management fee og renter mv. Disse koncerninterne transaktioner kan normalt ikke afdækkes ved regnskabsmæssig sikring forud for faktureringen, hvorefter de blot kan afdækkes ved anden sikring, idet valutakursreguleringer fra dette tidspunkt indregnes som finansielle poster. Indkøbet er typisk foranlediget af salget til hjemlandet, hvorfor virksomhederne i det enkelte land kan foretage afdækning af indkøb baseret på salgsforventningerne i hjemlandet. Der er således i modsætning til forretningsmodel I ikke behov for en centraliseret koordinering af afdækningen, medmindre der foretages centraliseret indkøb i væsentligt omfang. I forretningsmodel III er transaktionseksposeringen typisk relateret til både indkøbs- og salgssiden og ift. både koncernintern og –ekstern handel, hvorfor antallet af sikringstransaktioner som udgangspunkt er betydeligt. Antallet af sikringstransaktioner kan evt. reduceres ved at afdække nettopositioner ifa. en procentdel af omsætningen eller lignende, forudsat betalingstidspunktet i al væsentlighed er identisk, idet regnskabsmæssig sikring skal være dedikeret til en specifik regnskabspost. Denne form for nettoafdækning garanterer dog ikke, at nettoposten tilnærmelsesvis indregnes til den sikrede kurs, idet den uafdækkede del af nettoposten skal indregnes til transaktionsdagens kurs. Transaktionseksposeringen er typisk også spredt på mange selskaber, hvorfor den centrale treasury funktion kan vælge at indgå sikringstransaktionerne centralt uden at indgå koncerninterne sikringstransaktioner: Dette begrænser væsentligt antallet af sikringstransaktioner, men betyder også, at afdækningen kun afspejles i koncernregnskabet og ikke i de enkelte koncernvirksomheder. I denne forretningsmodel er den interne koordinering af fremtidige indkøb og salg i fremmed valuta væsentlig, idet manglende koordinering

kan resultere i de facto spekulation og bortfald af regnskabsmæssig sikring. I forretningsmodel IV anvender virksomhederne typisk samme funktionelle valuta, hvorfor transaktionseksposering er relateret til kapacitetsomkostninger og investeringer, der sædvanligvis kan opgøres med stor sikkerhed og dermed kan afdækkes som pengestrømssikring uden vanskeligheder.

Alle ikke-finansielle C20-virksomheder foretager afdækning af transaktionseksposering, hvor hovedparten anvender både regnskabsmæssig og anden sikring. Anvendelsen af begge metoder kan formentligt tilskrives, at regnskabsmæssig sikring kun kan anvendes ved opfyldelse af de særlige kriterier herfor, samt at anden sikring ved afdækning af valutarisiko vedr. eksisterende monetære aktiver og forpligtelser giver stort set samme resultat som regnskabsmæssig sikring, hvorfor virksomhederne dermed kan undgå de særlige dokumentationskrav. Stort set alle virksomheder anvender både pengestrømssikring og dagsværdisikring ved regnskabsmæssig sikring, og afdækningshorisonten ved pengestrømssikring udgør minimum 6 måneder, når bortses fra Danisco, der kun har en afdækningshorisont på 3-6 måneder, samt FLSmidth & Co., der ikke oplyser om afdækningshorisonten. Flere virksomheder oplyser i den forbindelse i årsrapporten, at afdækningen er baseret på budgetter og historik. Vestas og FLSmidth & Co., som primært er ordreproducerende med lang produktionstid, oplyser, at afdækningen først foretages, når der er indgået en kontrakt med kunden, hvilket i FLSmidth & Co.'s tilfælde begrundes i en valutaklausul i tilbudsfasen, og som formentligt også forekommer i Vestas' tilfælde. Alle virksomheder anvender afledte finansielle instrumenter til afdækning, mens en væsentlig del også anvender primære finansielle instrumenter til afdækningsformål. For så vidt angår afledte finansielle instrumenter, anvender alle virksomheder terminsforretninger, mens omtrent halvdelen også anvender swaps og optioner som sikringsinstrumenter.

Den overordnede styrke ved reglerne om regnskabsmæssig sikring er, at disse muliggør matching af værdireguleringer af det sikrede og sikringsinstrumentet, både hvad angår timing og klassifikation i resultatopgørelsen, idet gevinster og tab kan modregnes i resultatopgørelsen. Anden sikring giver kun stort set samme resultat, når der er tale om afdækning af valutarisiko forbundet med eksisterende monetære aktiver og forpligtelser, mens anden sikring i andre tilfælde kan resultere i væsentlig volatilitet i resultatopgørelsen og derfor anses for u hensigtsmæssig, hvis transaktionseksposeringen er væsentlig. Regnskabsmæssig sikring er således den eneste afdækningsmetode i IAS 39, der i regnskabet afspejler hensigten med afdækning; nemlig at eliminere eller reducere valutarisiko.

Ved regnskabsmæssig sikring er den væsentligste styrke, at sikring forudsætter en skriftlig finanspolitik, der definerer transaktionseksposering og fastlægger afdækningshorisont, afdækningsom-

fang, sikringsinstrumenter og metode for opgørelse af sikringseffektivitet mv. Reglerne bidrager således til en formaliseret og i koncernforhold standardiseret tilgang til valutastyring. Det anses også for en styrke, at fremtidige transaktioner kun kan sikres, hvis disse er meget sandsynlige, idet sikring af transaktioner med væsentligt lavere sandsynlighed har karakter af spekulation sfa. betydelig usikkerhed omkring gennemførelsen af den sikrede transaktion. De primære sikringskriterier må samlet set anses for en styrke, idet disse bidrager til en formaliseret styring af valutarisiko og afdækning heraf. Det kræves endvidere, at afdækning skal være forbundet med en specifik regnskabspost, hvorfor det ikke direkte er muligt at afdække transaktionseksposering vedr. en nettopost såsom dækningsbidrag. Forbuddet mod afdækning af en nettopost i resultatopgørelsen, forudsat de modsatrettede transaktioner er i samme eller meget tæt korreleret valuta og med samme forfaldstidspunkt, anses for uhensigtsmæssigt, idet disse transaktioner netop udgør en naturlig afdækning og burde afspejles som sådan i regnskabet. Det anses i samme forbindelse for en svaghed, at fremtidige transaktioner ikke kan anvendes som sikringsinstrumenter, idet IAS 39 i forvejen stiller krav om, at fremtidige transaktioner skal være meget sandsynlige. Ophævelse af disse forbud ville reducere omfanget af sikringstransaktioner med afledte finansielle instrumenter og medføre besparelser for virksomheder, særligt ifa. spread på bid og ask kursen. I koncernforhold ville dette også medføre, at der i væsentligt omfang kunne foretages afdækning af nettoposter og benyttes fremtidige transaktioner på tværs af de enkelte koncernvirksomheder, således at den centrale treasury funktion betydeligt kunne reducere omfanget af eksterne sikringsinstrumenter. En ophævelse af disse regler ville bidrage til en væsentlig forenkling af regelsættet og resultere i et væsentligt større sammenfald mellem sikring i økonomisk finansiell henseende og regnskabsmæssig henseende. Det må i den forbindelse desværre konstateres, at diskussionsoplægget vedr. ændringer til IAS 39 kun i begrænset omfang indeholder forbedringer af disse svagheder.

## KAP. 4: AFDÆKNING AF TRANSLATIONSEKSPONERING

### 4.1 Omregning af internationale aktiviteter i koncernregnskabet

Koncernregnskabet kan jf. IAS 21.38 præsenteres i en hvilken som helst valuta. Valg af præsentationsvaluta er således i modsætning til fastlæggelse af funktionel valuta frivillig. Koncernregnskabets præsentationsvaluta er ofte identisk med moderselskabets funktionelle valuta, hvilket i de fleste tilfælde formentligt kan tilskrives, at moderselskabet anvender sin lokalvaluta som funktionel valuta og er børsnoteret på en hjemlig børs. Koncernregnskabet præsenteres dermed i samme valuta, som aktiekursen er angivet i på børsen.

Omregning fra koncernvirksomhedernes funktionelle valuta til koncernregnskabets præsentationsvaluta skal ske på følgende måde, jf. IAS 21.39:

- Aktiver og forpligtelser omregnes til valutakursen på balancetidspunktet.
- Resultatopgørelsen omregnes til transaktionsdagens valutakurs. Ved omregning af koncernvirksomheders resultatopgørelse til koncernregnskabets præsentationsvaluta anvendes af praktiske årsager ofte en gennemsnitskurs for måneden, kvartalet eller året. Hvis valutakursen mellem en funktionel valuta og præsentationsvalutaen fluktuerer meget, er en hyppig opdatering af gennemsnitskursen nødvendig.
- Alle valutakursreguleringer sfa. omregning af aktiver og forpligtelser fra valutakursen på forrige balancetidspunkt til det nuværende balancetidspunkt indregnes direkte i egenkapitalen. Dette svarer til valutakursregulering af egenkapitalen primo fra valutakursen på forrige balancetidspunkt til det nuværende balancetidspunkt samt valutakursregulering af eventuelle øvrige egenkapitalbevægelser i indeværende regnskabsperiode, herunder kapitalforhøjelser/nedsættelser. Valutakursreguleringer sfa. omregning af årets resultat fra transaktionsdagens valutakurs til valutakursen på balancetidspunktet indregnes også direkte i egenkapitalen. Valutakursreguleringer, der er indregnet i egenkapitalen, skal indregnes i resultatopgørelsen, når eller hvis en koncernvirksomhed afhændes, hvorved valutakursreguleringerne indgår som en del af gevinst eller tab forbundet med afhændelsen.



## 4.2 Afdækningsmuligheder ifølge IAS 39

IAS 39 indeholder blot en enkelt bestemmelse vedr. afdækning af translationseksponeering. Ifølge IAS 39.102 kan nettoinvesteringer i fremmed valuta, herunder tilgodehavender og lån behandlet som et tillæg eller fradrag til nettoinvesteringen iht. IAS 21 (jf. afsnit 3.1), afdækkes på samme måde som pengestrømssikring. Nettoinvesteringer omfatter således den regnskabsmæssige egenkapital inkl. mellemværender, der de facto har karakter af egenkapital, i den pågældende dattervirksomhed. Dette indebærer, at den effektive del af afdækningen indregnes direkte i egenkapitalen til afdækning af valutakursreguleringer på nettoinvesteringen, der som behandlet i afsnit 4.1 indregnes direkte på egenkapitalen, mens den ineffektive del af afdækningen indregnes i resultatopgørelsen under finansielle poster<sup>32</sup>. Sikringsineffektivitet ved afdækning af valutaeksponeering på nettoinvesteringer opstår typisk kun, hvis nettoinvesteringen i dattervirksomheden falder i løbet af perioden. Dette forekommer f.eks., hvis dattervirksomheden har et underskud, der bringer nettoinvesteringen under hovedstolen på sikringsinstrumentet. I så fald indregnes den effektive del af værdiændringen på sikringsinstrumentet på egenkapitalen, forudsat effektiviteten ligger indenfor 80-125%, mens den ineffektive del indregnes i resultatopgørelsen som finansielle poster. Hvis effektiviteten ligger udenfor 80-125%, bortfalder sikringsrelationen, således at værdiændringer på sikringsinstrumentet indregnes i resultatopgørelsen som finansielle poster fra og med tidspunktet for opgørelse af denne ineffektivitet. Når eller hvis en koncernvirksomhed, hvor nettoinvesteringen er afdækket regnskabsmæssigt, afhændes, skal gevinst eller tab forbundet med sikringsinstrumentet og det sikrede indregnes i resultatopgørelsen som en del af gevinst eller tab ved afhændelse af virksomheden.

Ovennævnte regel er kortfattet, hvorfor der er udstedt et fortolkningsbidrag - IFRIC 16 - til afklaring af reglens nærmere indhold. IFRIC 16 fastslår således, at det kun er muligt at afdække værdien af den eksisterende nettoinvestering. Det er med andre ord ikke muligt at afdække fremtidige forventede overskud i dattervirksomheden. Sådanne overskud kan først afdækkes, når de har udmøntet sig i et realiseret overskud. IFRIC 16 fastslår endvidere, at afdækningen skal foretages mellem moderselskabets funktionelle valuta og dattervirksomhedens funktionelle valuta, mens præsentationsvalutaen er uden betydning for afdækningen. Hvis der er flere moderselskaber – f.eks. moderselskab A, der ejer moderselskab B, der ejer dattervirksomhed C – kan afdækningen af nettoinvesteringen i dattervirksomhed C foretages mellem både den funktionelle valuta i C og den funktionelle valuta i enten A eller B. At afdækningen skal foretages mellem de funktionelle valutaer skyldes, at det er moderselskabets eksponeering, der afdækkes, og ikke eksponeeringen i koncernregnskabet, idet en

---

<sup>32</sup> IAS 39 fastlægger i lighed med afdækning af transaktionseksponeering ikke, hvor den ineffektive del skal klassificeres i resultatopgørelsen. Som nævnt i note 15 anses det dog for praksis, at den ineffektive del indgår i finansielle poster.

koncern frit kan vælge præsentationsvaluta. Hvis afdækningen foretages af et moderselskab, der også aflægger koncernregnskab, og koncernregnskabet præsenteres i en anden valuta end moderselskabets funktionelle valuta, indebærer dette, at der i koncernregnskabet fortsat vil være en translationseksponering, selv om der er foretaget afdækning. IFRIC 16 fastslår endeligt, at afdækningen kan foretages i en hvilken som helst koncernvirksomhed bortset fra den sikrede virksomhed, men hvis afdækningen foretages i et andet selskab end moderselskabet, er det afgørende, at afdækningen sker mellem moderselskabets og dattervirksomhedens funktionelle valuta og ikke den funktionelle valuta i den afdækkende koncernvirksomhed.

Nettoinvesteringer i fremmed valuta kan alternativt afdækkes ved anden sikring. Ved anden sikring vil den sikrede egenkapital fortsat skulle omregnes efter de i afsnit 4.1 behandlede regler, hvilket vil sige, at valutakursreguleringer indregnes direkte på egenkapitalen. Værdireguleringer af sikringsinstrumentet vil derimod skulle indregnes iht. de almindelige regler for valutakursomregning, der er behandlet i afsnit 3.1. Det vil sige, at valutakursreguleringer indregnes i resultatopgørelsen, efterhånden som valutakursændringer opstår. Dette betyder, at valutakursreguleringer af det sikrede indregnes i egenkapitalen, mens værdireguleringer af sikringsinstrumentet indregnes i resultatopgørelsen, og sikringsrelationen resulterer således i stor volatilitet i resultatopgørelsen, for så vidt angår EBT. Af denne årsag er anden sikring af translationseksponering ved nettoinvesteringer ikke hensigtsmæssig, og denne metode behandles derfor ikke yderligere i denne fremstilling.

I koncernregnskabet er det heller ikke muligt at sikre omregningen af resultatopgørelsesposter fra den funktionelle valuta til præsentationsvalutaen. Såfremt en dansk koncern, hvis moderselskab har DKK som funktionel valuta og præsenterer koncernregnskabet i DKK, har en dattervirksomhed, der anvender GBP som funktionel valuta, og som har budgetteret med EBIT på GBP 1.000.000 for det kommende år, er det ikke muligt at anvende regnskabsmæssig sikring, for så vidt angår omregningen af dette resultat (og underliggende regnskabsposter). Hvis koncernen på budgettidspunktet forventer, at GBP-kursen i det kommende år udgør 10 DKK pr. GBP, men realiseres til 8 DKK pr. GBP, vil resultatet af den engelske dattervirksomhed alt andet lige indgå med DKK 8.000.000 i koncernregnskabet ift. budgetteret DKK 10.000.000. Koncernen har således en negativ budgetafvigelse på EBIT på DKK 2.000.000, der alene kan henføres til translation og ikke kan afdækkes ved regnskabsmæssig sikring. Denne translationsrisiko kan alternativt afdækkes ved anden sikring, hvor f.eks. en terminskontrakt kan anvendes. Der er dog væsentlige ulemper ved en sådan sikringsrelation med anden sikring: Terminskontrakten indgås typisk på budgettidspunktet for at sikre til en forwardkurs, der er så tæt på den anvendte budgetkurs som muligt, hvilket betyder, at valutakursæn-

dringer fra budgettidspunktet og frem til budgetårets begyndelse vil resultere i værdiændringer af terminskontrakten, der skal indregnes i resultatopgørelsen som finansielle poster, idet terminskontrakten ved anden sikring skal værdiansættes til dagsværdi med indregning af værdireguleringer i resultatopgørelsen. Derved opstår der en tidsmæssig forskel mellem indregningen af værdireguleringer på sikringsinstrumentet og det sikrede, ligesom værdireguleringer af sikringsinstrumentet vil blive indregnet som finansielle poster og dermed ikke sikre koncernens EBIT i budgetåret.

### **4.3 Afdækning af translationseksponeering i koncernforhold**

#### **4.3.1 Risikostyringsstrategi og dokumentation**

De primære sikringskriterier i IAS 39.88, som er behandlet i afsnit 3.3.2, gælder også ved afdækning af translationseksponeering. Det skal således være en del af koncernens risikostrategi at foretage afdækning af translationseksponeering, ligesom afdækningen konkret skal være iht. koncernens finanspolitik. Hvis koncernen har flere moderselskaber – f.eks. moderselskab A ejer B, der ejer C – bør finanspolitikken fastslå, om afdækningen i givet fald skal foretages af det ultimative moderselskab (i dette tilfælde A) eller af et mellemliggende moderselskab (i dette tilfælde B).

Eftersom afdækningen er begrænset til den eksisterende egenkapital med tillæg eller fradrag af tilgodehavender eller lån, der behandles som en del af nettoinvesteringen i en dattervirksomhed, og således ikke omfatter forventet fremtidig indtjening eller andre forventede egenkapitalbevægelser, er det forholdsvis nemt at opfylde de øvrige kriterier i IAS 39.88, der vedrører sikringseffektiviteten. Ved forventede underskud skal virksomheden dog være opmærksom på at undgå oversikring.

Translationseksponeering betegnes i visse dele af finansieringslitteraturen udelukkende som regnskabsmæssig eksponeering, der alene opstår sfa. de regnskabsmæssige regler for omregning af aktiviteter i fremmed valuta. Af denne grund bør afdækning kun foretages i følgende tilfælde<sup>33</sup>:

- Aktiviteten i fremmed valuta skal snart likvideres eller sælges.
- Koncernens låneaftaler omfatter klausuler vedr. soliditet eller andre nøgletal, der påvirkes af translationseksponeeringen.
- Aktiviteten i fremmed valuta foregår i et land med hyperinflation.
- Ledelsen vurderes pba. et regnskab, der indeholder translationseksponeering.

---

<sup>33</sup> Jf. bl.a. Moffett m.fl.: Fundamentals of multinational finance, side 279.

Der er efter min mening ingen tvivl om, at afdækning af translationseksponering bør foretages i ovennævnte tilfælde, forudsat eksponeringen og valutakursvolatiliteten er væsentlig, idet manglende afdækning kan have en umiddelbar væsentlig effekt på koncernens værdi eller ledelsens incitamenter i sidstnævnte punkt<sup>34</sup>. Jeg mener dog også, at afdækning bør overvejes i andre tilfælde, hvor eksponeringen er denomineret i en ustabil valuta og er betydelig. Hvis f.eks. en dansk koncern med DKK som funktionel valuta har væsentlige aktiviteter i Rusland, vil koncernregnskabet være væsentligt påvirket af udviklingen i RUB. Hvis RUB fortsætter med at depreciere ift. DKK, vil en tilfredsstillende indtjening i RUB skulle omregnes til en stadigt lavere værdi i DKK, hvilket vil have effekt på koncernens samlede værdi opgjort i DKK. Dette er bl.a. set hos Carlsberg, hvor den faldende RUB valutakurs har resulteret i et væsentligt fald i Carlsbergs aktiekurs, da koncernen kun i meget begrænset omfang har valgt at afdække nettoinvesteringen i RUB. Hos Carlsberg er 28% af nettoomsætningen for 2008 denomineret i RUB, mens 47% af den samlede nettoinvestering pr. 31. december 2008 er denomineret i RUB, hvilket isoleret set har resulteret i en reduktion af koncernens egenkapital inkl. minoritetsinteresser på DKK 5,8 mia. for regnskabsåret 2008<sup>35</sup> svarende til næsten 10% af den regnskabsmæssige egenkapital inkl. minoritetsinteresser pr. 31. december 2008.

Hvis der er tale om en koncern, hvis udbytte ultimativt udbetales i DKK, er en konstant faldende RUB kurs problematisk, idet udbyttet fra den russiske koncernvirksomhed har en stadigt lavere værdi i DKK. Det skal i denne forbindelse dog fremhæves, at en depreciering af en given valuta ikke har væsentlig effekt på aktiekursen, hvis den relative købekraftsparitetsteori er opfyldt. Den relative købekraftsparitetsteori tilsiger, at valutakursændringer skyldes forskelle i inflationen i de forskellige lande; f.eks. vil en større inflation i Rusland ift. Danmark resultere i en depreciering af RUB ift. DKK. Den faldende RUB valutakurs er dermed et resultat af større inflation i Rusland, hvilket betyder, at en dansk koncern med aktiviteter i Rusland har mulighed for at foretage yderligere prisforhøjelser i Rusland ift. Danmark, hvorved prisforhøjelser i RUB opvejer deprecieringen af RUB ved omregningen af aktiviteterne i Rusland til DKK, således at virksomheden ud fra en real betragtning ikke er påvirket af deprecieringen. Der er foretaget en række analyser af holdbarheden af købekraftsparitetsteorien, og disse analyser viser generelt, at teorien kun holder på meget langt sigt, og at den fungerer bedst for lande med en relativ høj inflation og underudviklede kapitalmar-

---

<sup>34</sup> Ved salg af en aktivitet i fremmed valuta kan der alternativt være tale om transaktionseksponering, hvis translations-eksponeringen ikke tidligere har været afdækket, og koncernen nu forventer at afhænde aktiviteten ved et salg. I dette tilfælde kan det forventede salg alternativt behandles efter reglerne om afdækning af transaktionseksponering som behandlet i kap. 3.

<sup>35</sup> Jf. Carlsbergs årsrapport for 2008, side 121-122.

heder<sup>36</sup>. Ved afdækning af translationseksponering i andre tilfælde end oplyst på foregående side bør koncernen derfor overveje, hvorvidt den relative købekraftsparitetsteori holder for koncernens virksomheder – herunder muligheden for at overvælde en faldende valutakurs på salgspriserne i denne valuta – ligesom koncernens tidshorisont for overførsel af nettoinvesteringen til moderselskabet ifa. udbytte, låntagning eller kapitalnedsættelse bør sammenholdes med teoriens tidsmæssige holdbarhed: Vurderes teorien f.eks. kun at holde på meget langt sigt ift. en konkret valuta, men en væsentlig del af nettoinvesteringen i denne valuta skal overføres til moderselskabets investorer på kort eller mellemlangt sigt, bør der foretages afdækning. Hvis teorien vurderes at holde for hele eller dele af koncernens virksomheder ift. tidspunktet for kapitaloverførsler, bør der ikke foretages afdækning af translationseksponering ift. den konkrete valuta.

VaR kan hensigtsmæssigt anvendes til vurdering af translationseksponeringens størrelse og beslutning om afdækning af specifikke translationseksponeringer, idet alle valutaer ikke er perfekt korrelerede. Hvis koncernen kan påvise, at korrelationen væsentligt reducerer den samlede translationsseksponering, kan koncernen overveje at undlade afdækning for bestemte valutaer eller afdække i mindre grad. VaR kan som nævnt i afsnit 3.6.2 dog ikke anvendes som direkte grundlag for afdækning af translationseksponering, idet regnskabsmæssig sikring kræver afdækning af en specifik risiko – herunder risikoen forbundet med en bestemt valuta – frem for en portefølje af valutaer.

#### **4.3.2 Konkrete muligheder for afdækning af translationseksponering**

Afdækning af et moderselskabs translationseksponering ved anvendelse af de i afsnit 4.2 behandlede regler illustreres i det følgende vha. et konkret eksempel.

Et dansk moderselskab med DKK som funktionel valuta har en dattervirksomhed i England, der anvender GBP som funktionel valuta. Der er ingen samhandel mellem moderselskabet og dattervirksomheden ud over lånet fra moderselskabet. Dattervirksomheden har nedenstående balance pr. 31. december 2008, hvor alle balanceposter er denomineret i GBP. Moderselskabet har ikke til hensigt at reducere egenkapitalen i dattervirksomheden ved udbytte eller kapitalnedsættelse, ligesom det ikke er hensigten at kræve lånet tilbagebetalt indenfor en overskuelig fremtid. Moderselskabets nettoinvestering i den engelske dattervirksomhed udgør således GBP 11.000.000, idet lånet anses for et tillæg til egenkapitalen i dattervirksomheden.

---

<sup>36</sup> Jf. Moffett m.fl.: Fundamentals of multinational finance, side 96. Moffett m.fl. gengiver undersøgelser fra Rogoff (1996) samt Goodwin m.fl. (1990).

|                   |            |                      |            |
|-------------------|------------|----------------------|------------|
| Anlægsaktiver     | 10.000.000 | Egenkapital          | 10.000.000 |
| Omsætningsaktiver | 15.000.000 | Lån fra moderselskab | 1.000.000  |
|                   |            | Anden gæld           | 14.000.000 |
| Aktiver i alt     | 25.000.000 | Passiver i alt       | 25.000.000 |

Moderselskabet ønsker at afdække de første GBP 5.500.000 af nettoinvesteringen pr. 31. december 2008 ved at optage et stående 5-årigt lån på dette beløb, idet moderselskabet i øvrigt har et kapitalbehov. Den regnskabsmæssige behandling pr. 28. februar 2009 er som følger:

|   |            |                   |                  |
|---|------------|-------------------|------------------|
| <i>Moderselskab: Banklån i GBP</i>          | <u>GBP</u> | <u>Valutakurs</u> | <u>DKK</u>       |
| Regnskabsmæssig værdi pr. 28. februar 2009  | 5.500.000  | 8,34              | 45.870.000       |
| Regnskabsmæssig værdi pr. 31. december 2008 | 5.500.000  | 7,65              | 42.075.000       |
| Valutakurstab                               |            |                   | <u>3.795.000</u> |

|   |           |      |                |
|---|-----------|------|----------------|
| <i>Moderselskab: Lån til dattervirksomhed</i> |           |      |                |
| Regnskabsmæssig værdi pr. 28. februar 2009    | 1.000.000 | 8,34 | 8.340.000      |
| Regnskabsmæssig værdi pr. 31. december 2008   | 1.000.000 | 7,65 | 7.650.000      |
| Valutakursgevinst                             |           |      | <u>690.000</u> |

|  |                   |       |                   |
|--|-------------------|-------|-------------------|
| <i>Koncernregnskab: Omregning af engelsk dattervirksomhed</i>          |                   |       |                   |
| Egenkapital pr. 31. december 2008                                      | 10.000.000        | 7,65  | 76.500.000        |
| Valutakursregulering af egenkapital, primo til ultimokurs              |                   |       | 6.900.000         |
| Resultat for 1. januar - 28. februar 2009                              | 200.000           | 7,995 | 1.599.000         |
| Valutakursregulering af periodens resultat fra gns.kurs til ultimokurs |                   |       | 69.000            |
| Egenkapital pr. 28. februar 2009                                       | <u>10.200.000</u> |       | <u>85.068.000</u> |

|   |                  |
|---|------------------|
| <i>Behandling af valutakursreguleringer i koncernregnskabet</i>                                 | <u>DKK</u>       |
| Valutakurstab på banklån i GBP indregnes på egenkapital (sikringsinstrument)                    | 3.795.000        |
| Valutakursgevinst på lån til dattervirksomhed indregnes på egenkapital (tillæg til egenkapital) | 690.000          |
| Valutakursgevinst ved omregning af egenkapital, primo i GBP                                     | 6.900.000        |
| Valutakursgevinst ved omregning af periodens resultat i GBP                                     | 69.000           |
| Samlet valutakurseffekt vedr. engelsk dattervirksomhed  | <u>3.864.000</u> |

Der er af simplifikationshensyn set bort fra rentekomkostninger på lånene samt skatter.

Alle valutakursreguleringer indregnes således i egenkapitalen, idet sikringseffektiviteten udgør 100%. Dette skyldes, at valutakurstabet på banklånet i GBP modsvarer valutakursgevinsten på GBP 5.500.000 af nettoinvesteringen.

Lånet på GBP 5.500.000 veksles umiddelbart efter låneoptagelsen til DKK, idet moderselskabets kapitalbehov er i DKK. Moderselskabet opnår imidlertid en rentefordel, idet renten i England pt. er lavere end i Danmark.

Eksempel 4.1: Egen tilvirkning

Nettoinvesteringer har ofte en meget lang tidshorison, idet moderselskabet typisk har til hensigt at bevare ejerskabet. Medmindre nettoinvesteringen forventes afhændet indenfor en overskuelig fremtid, afdækkes translationseksponering derfor mest hensigtsmæssigt med sikringsinstrumenter, der har en lang løbetid, idet moderselskabet dermed ikke løber en risiko for faldende valutakurs ved forlængelse eller fornyelse af sikringsinstrumentet. Sikringsinstrumenterne udgør som regel lån i fremmed valuta og valutaswaps, men kan også omfatte terminsforretninger og optioner.

Da nettoinvesteringen i en dattervirksomhed udgøres af egenkapitalen med tillæg eller fradrag af lån eller tilgodehavender, der anses for et tillæg eller fradrag til egenkapitalen, er translationseksponeringens omfang direkte afledt af dattervirksomhedens egenkapitalbehov. Hvis den engelske dattervirksomhed i eksempel 4.1 kunne operere med en meget begrænset egenkapital inkl. koncerninterne lån, ville moderselskabets eksponering være begrænset. Et moderselskab bør derfor overveje mulighederne for minimering af nettoinvesteringen i dattervirksomheder, hvor der er væsentlig volatilitet mellem moderselskabets og dattervirksomhedens funktionelle valuta. En dattervirksomheds kapitalstruktur afhænger af kapitalomkostningerne ved egenkapital- vs. fremmedkapitalfinansiering, hvor det som udgangspunkt handler om at minimere den vægtede gennemsnitlige kapitalomkostning. Den centrale treasury funktion bør dog tage hensyn til en minimering af den vægtede gennemsnitlige kapitalomkostning på koncernniveau, idet en højere kapitalomkostning i en dattervirksomhed kan mere end opvejes af lavere kapitalomkostninger i andre koncernvirksomheder ved optimering ud fra en porteføljetragtning. I eksempel 4.1 bør den centrale treasury funktion isoleret set overveje, om eksponeringen i GBP kan reduceres ved at nedbringe nettoinvesteringen ved tilbagebetaling af lånet, udbetaling af udbytte eller kapitalnedsættelse og finansiere denne nedbringelse ved optagelse af eksternt lån. Optagelse af lån vil typisk forudsætte sikkerhedsstillelse fra dattervirksomheden eller moderselskabet. En reduktion af nettoinvesteringen er ikke nødvendigvis en god idé, idet banken kan kræve en væsentlig risikopræmie sfa. øget konkursrisiko, ligesom der kan eksistere legale minimumskrav til egenkapitalgrundlaget i de enkelte lande<sup>37</sup>. Øget gældsfinansiering vil også resultere i en større egenkapitalomkostning, idet den gearede beta stiger. Eksponeringen kan også reduceres ved løbende udbetaling af udbytte, idet nettoinvesteringen dermed reduceres.

Et moderselskab bør allerede på det tidspunkt, hvor en dattervirksomhed etableres eller erhverves være særligt opmærksom på translationseksponeringen og en evt. afdækning heraf. Dette kan illustreres ved følgende eksempel.

---

<sup>37</sup> Der eksisterer typisk også skattemæssige krav, for så vidt angår tynd kapitalisering og rentefradragsbegrænsning, som kan gøre øget gældsfinansiering i de enkelte koncernvirksomheder uhensigtsmæssigt.

Et dansk moderselskab erhverver en virksomhed i Rusland fra en anden dansk virksomhed. Købsprisen udgør DKK 200.000.000, som erlægges kontant. Købsprisen er specificeret som følger:

|  |                    |
|--|--------------------|
| Egenkapital opgjort efter moderselskabets regnskabspraksis | 50.000.000         |
| Kunderrettigheder  | 30.000.000         |
| Varemærkerettigheder                                       | 50.000.000         |
| Nettoaktiver   | <u>130.000.000</u> |
| Koncerngoodwill  | 70.000.000         |
| Købspris   | <u>200.000.000</u> |

Den tilkøbte virksomhed har udelukkende aktiviteter i Rusland og anvender RUB som funktionel valuta. Ifølge IAS 21.47 skal købsprisreguleringer og goodwill forbundet med køb af virksomheder og aktiviteter henføres til den tilkøbte enhed. Dette betyder, at moderselskabet i dette tilfælde skal anse hele investeringen som en nettoinvestering i RUB.

Ved finansieringen af købet bør moderselskabet således være opmærksom på, at den efter købet har fået en væsentlig translationseksporering i RUB. Denne eksporering kan om nødvendigt afdækkes helt eller delvist ved at finansiere købet med et lån i RUB, der anses for regnskabsmæssig sikring af nettoinvesteringen, eller nedbringelse af nettoinvesteringen i RUB ved lån i det russiske selskab med sikkerhedsstillelse fra moderselskabet. En væsentlig ulempe ved at finansiere købet ved et lån i RUB kan være, at renten i Rusland er væsentligt højere end i f.eks. Danmark. Omvendt bør moderselskabet forud for købet have taget hensyn til den højere rente i Rusland ifm. værdiansættelse af virksomheden, hvilket kan indebære, at den højere lånerente opvejes af et højere afkast af investeringen. Der kan dog være kapitalrestriktioner og andre forhold, der enten forbyder eller stiller væsentlige hindringer i vejen for at optage lån i en bestemt valuta.

#### Eksempel 4.2: Egen tilvirkning

Som behandlet i afsnit 4.2 er det ikke umiddelbart muligt at afdække translationseksporeringen i resultatopgørelsen sfa. omregning af aktiviteter i fremmed valuta til koncernregnskabets præsentationsvaluta. IAS 39 giver som behandlet i afsnit 3.4.1 mulighed for afdækning af transaktionseksporering forbundet med koncerninterne transaktioner, forudsat disse transaktioner har en koncernekstern forbindelse og er forbundet med valutarisiko, der kan påvirke resultatopgørelsen. Koncerninterne transaktioner såsom royalty betalinger, renter og management fee anses normalt ikke for at have en koncernekstern forbindelse. Såfremt koncernen ved prisfastsættelsen af sine produkter overfor eksterne kunder tager hensyn til koncerninterne royalty betalinger – f.eks. som afkastkrav på erhvervede immaterielle rettigheder – har royalty betalingen en nær tilknytning til produktet og kan dermed anses for at have en koncernekstern forbindelse. Under disse forudsætninger kan translationseksporeringen i resultatopgørelsen afdækkes ved at foretage regnskabsmæssig sikring af transaktionseksporeringen forbundet med royalty. Dette kan illustreres ved følgende eksempel.

Et dansk moderselskab med DKK som funktionel valuta ejer koncernens varemærkerettigheder. Moderselskabet har en dattervirksomhed i England, som betaler 4% af sin omsætning i royalty til moderselskabet. Moderselskabet har ingen



aktivitet ud over ejerskabet af disse rettigheder (dvs. kun indtægter på GBP 4.000), mens dattervirksomhedens budgetterede og realiserede resultatopgørelse udviser følgende.

| (Alle beløb i 1.000)       | Budget       |      |               | Realiseret   |      |               |
|----------------------------|--------------|------|---------------|--------------|------|---------------|
|                            | GBP          | Kurs | DKK           | GBP          | Kurs | DKK           |
| Omsætning                  | 100.000      | 9,00 | 900.000       | 100.000      | 8,00 | 800.000       |
| Omkostninger excl. royalty | 90.000       | 9,00 | 810.000       | 90.000       | 8,00 | 720.000       |
| Royalty                    | 4.000        | 9,00 | 36.000        | 4.000        | 8,00 | 32.000        |
| EBIT                       | <u>6.000</u> | 9,00 | <u>54.000</u> | <u>6.000</u> | 8,00 | <u>48.000</u> |

Koncernen bliver umiddelbart påvirket negativt med DKK 10.000 sfa. udviklingen i DKK/GBP valutakursen, idet EBIT excl. royalty udgør GBP 10.000, der omregnes med en kursforskel på 1 kr. pr. GBP. Moderselskabet anvender imidlertid regnskabsmæssig sikring på den forventede royalty indtægt, hvorfor denne er sikret til kurs 9 vha. en terminsforretning. Moderselskabet realiserer således en kursgevinst på DKK 4.000, der reducerer effekten af faldet i GBP til DKK 6.000. Koncernens budgetterede og realiserede resultat udviser dermed følgende:

| (Alle beløb i 1.000)      | Budget        | Realiseret    |
|---------------------------|---------------|---------------|
|                           | DKK           | DKK           |
| EBIT i engelsk virksomhed | 54.000        | 48.000        |
| EBIT i dansk virksomhed   | <u>36.000</u> | <u>36.000</u> |
| Konsolideret EBIT         | <u>90.000</u> | <u>84.000</u> |

Eksempel 4.3: Egen tilvirkning

Translationseksponeringen vil også indirekte blive afdækket via afdækning af eksponeringen forbundet med øvrige koncerninterne transaktioner, hvilket ses i eksempel 3.3, der er særligt relevant for koncerner i forretningsmodel I. Afdækning af koncerninterne transaktioner kan således reducere translationseksponeringen i koncernens resultatopgørelse, når der i koncernforhold eksisterer transaktionseksponering med en koncernekstern relation. Dette kan særligt forekomme i forretningsmodel I og forretningsmodel III, idet der i disse tilfælde med sikkerhed forekommer koncerninterne transaktioner. I forretningsmodel II kan der også forekomme sådanne koncerninterne transaktioner, som kan reducere transaktionseksponeringen ifa. royalty eller centrale indkøb, mens translations-eksponering som udgangspunkt ikke er relevant i forretningsmodel IV, idet (stort set) alle koncernvirksomheder anvender samme funktionelle valuta.

### 4.3.3 Translationseksponering vs. transaktionseksponering

Ved koncerninterne mellemværender kan det være nødvendigt at vælge mellem afdækning af translationseksponering og transaktionseksponering, idet disse eksponeringer kan være indbyrdes modstridende. Ud fra en regnskabsmæssig synsvinkel vil valutakursændringer have en forskellig effekt på koncernregnskabet, idet valutakursreguleringer vedr. transaktionseksponering indregnes i resultatopgørelsen og omregnes til koncernregnskabet præsenteringsvaluta vha. transaktionsdagens va-

lutakurs, mens valutakursreguleringer vedr. translationseksponering indregnes direkte i egenkapitalen ved omregning til koncernregnskabets præsentationsvaluta. Denne problematik kan også forekomme ved koncerneksterne transaktioner i fremmed valuta; f.eks. hvis en dattervirksomhed modtager indbetalinger i koncernregnskabets præsentationsvaluta. Koncerner skal således tage stilling til, hvorvidt der ved afdækning af valutaeksponering fokuseres på resultatopgørelsen eller egenkapitalen. Hvis koncernen har fokus på resultatopgørelsen, skal alle væsentlige transaktioner i fremmed valuta afdækkes. Hvis koncernen har fokus på egenkapitalen, kan der forekomme tilfælde, hvor transaktionseksponeringen ophæves af translationseksponeringen. Dette kan illustreres ved følgende eksempel.

En dansk koncern aflægger koncernregnskab i DKK, idet moderselskabet hovedsageligt er ejet af danske investorer, som er interesseret i koncernens værdi opgjort i DKK. Koncernen har en dattervirksomhed i USA, der anvender USD som funktionel valuta. Den amerikanske dattervirksomhed har netop indgået aftale om salg af varer i DKK, hvor indkøbet også foregår i DKK. Salget udgør DKK 100.000, og indkøbet udgør DKK 50.000. Begge transaktioner forventes gennemført samtidig, og dattervirksomhedens dækningsbidrag udgør således DKK 50.000. Set fra dattervirksomhedens synsvinkel repræsenterer disse transaktioner en transaktionseksponering i DKK. Ud fra en koncernsynsvinkel er koncernen interesseret i værdien i DKK, og en af koncernens virksomheder har netop indtægter i DKK, hvorfor det ift. egenkapitalen ikke er nødvendigt at foretage afdækning. Hvis DKK/USD-kursen udgør 5 på transaktionstidspunktet og 6 på betalingstidspunktet, vil resultat og egenkapital udvise følgende, idet der ses bort fra indkomstskat:

|                                      | <b>KONCERN</b> |            |
|--------------------------------------|----------------|------------|
|                                      | <b>USD</b>     | <b>DKK</b> |
| Omsætning                            | 20.000         | 100.000    |
| Omkostninger                         | 10.000         | 50.000     |
| EBIT                                 | 10.000         | 50.000     |
| Finansielle poster                   | -1.667         | -8.333     |
| Resultat                             | 8.333          | 41.667     |
| Egenkapital, primo                   | 0              | 0          |
| Periodens resultat                   | 8.333          | 41.667     |
| Kursregulering af periodens resultat | 0              | 8.333      |
| Egenkapital, ultimo                  | 8.333          | 50.000     |

Ovennævnte eksempel illustrerer alene effekten af den konkrete transaktion, idet den amerikanske koncernvirksomhed i øvrigt har væsentlige transaktioner i USD for at berettigg USD som funktionel valuta.

I ovennævnte tilfælde påvirkes koncernresultatet negativt med DKK 8.333 sfa. manglende afdækning af transaktionseksponeringen, mens egenkapitalen påvirkes tilsvarende positivt sfa. omregning af nettoaktiver til en højere USD-kurs.

Eksempel 4.4: Egen tilvirkning

#### 4.4 Analyse af ikke-finansielle C20-virksomheders afdækning af translationsekspone- ring

Alle børsnoterede virksomheder giver som led i årsregnskabsaflæggelsen oplysninger om translationsekspone-  
ring, idet dette er påkrævet iht. IFRS 7 – Finansielle instrumenter: Oplysninger. Disse  
krav omfatter oplysninger om risikostyring og sikringsinstrumenter og danner grundlag for den føl-  
gende analyse af translationsekspone-  
ring.

Nedenstående analyse af virksomhedernes afdækning af translationsekspone-  
ring viser, at en overve-  
jende del af virksomhederne ikke foretager afdækning heraf. Således er det kun 5 ud af 14 selska-  
ber, der afdækker translationsekspone-  
ring. Det skal dog bemærkes, at D/S Norden anvender USD  
som funktionel valuta i samtlige koncernvirksomheder og derfor ikke har translationsekspone-  
ring. Ud af de 5 virksomheder, der foretager afdækning af translationsekspone-  
ring, er det kun Carlsberg,  
som foretager afdækning i større omfang. Carlsberg afdækker således med udgangen af 2008 næ-  
sten 1/3 af de samlede nettoinvesteringer i fremmed valuta inkl. minoritetsinteresser, hvilket pri-  
mært relaterer sig til EUR og SEK<sup>38</sup>. Det kan undre, at Carlsberg foretager afdækning af translati-  
onsekspone-  
ring i EUR, idet DKK og EUR er stærkt korreleret. Det kan ligeledes undre, at Carlsberg  
afdækker mindre end 5% af translationsekspone-  
ringen i RUB, idet translationsekspone-  
ringen i RUB  
udgør 47% af Carlsbergs samlede nettoinvesteringer i fremmed valuta, ligesom denne valuta må  
anses for ustabil. Den begrænsede afdækning af nettoinvesteringen i RUB må efter min vurdering  
være begrundet i regulatoriske og omkostningsmæssige forhold, idet dette er årsagen til den alterna-  
tive afdækning af transaktionsekspone-  
ring i RUB som nævnt i afsnit 3.5, da der bl.a. skal overhol-  
des administrative procedurer, ligesom spreadet mellem bid og ask kursen er væsentligt for RUB.  
Af de øvrige virksomheder, der foretager afdækning af translationsekspone-  
ring, er afdækningen  
meget begrænset ift. de samlede nettoinvesteringer i fremmed valuta. Afdækningen udgør mellem  
0,25% og 7% af de samlede nettoinvesteringer for de virksomheder, der oplyser herom i årsrappor-  
ten, og afdækningen vedrører eksponering i USD og JPY.

| Afdækning af translationsekspone-<br>ring (nettoinvesteringer) |         |          |
|--|---------|----------|
|  | Absolut | Relativt |
| Ja   | 5       | 36%      |
| Nej  | 8       | 57%      |
| Ikke aktuelt   | 1       | 7%       |
| I alt  | 14      | 100%     |

Figur 4.1: Egen tilvirkning

<sup>38</sup> Jf. Carlsbergs årsrapport for 2008, side 122. Øvrige oplysninger om Carlsberg i dette afsnit kommer også fra side 122.

Ved afdækning af translationseksponeering anvendes i alle tilfælde reglerne om regnskabsmæssig sikring, idet anden sikring ikke resulterer i matching af gevinster og tab på sikringsinstrumentet og det sikrede i egenkapitalen.

Nedenstående analyse af anvendte sikringsinstrumenter til afdækning af translationseksponeering viser, at virksomhederne primært anvender primære finansielle instrumenter, herunder valutalån. Herudover anvendes afledte finansielle instrumenter ifa. terminsforretninger og swaps.

| <b>Sikringsinstrumenter</b>      | Absolut | Relativt |
|----------------------------------|---------|----------|
| Primære finansielle instrumenter | 3       | 60%      |
| Terminsforretninger              | 2       | 40%      |
| Optioner                         | 0       | 0%       |
| Swaps                            | 2       | 40%      |

Figur 4.2: Egen tilvirkning

Nedenstående analyse af præsentrationsvalutaen i koncernregnskabet viser, at hovedparten anvender DKK. Det er således kun D/S Norden og Vestas, der anvender hhv. USD og EUR som præsentrationsvaluta i koncernregnskabet. Den udprægede anvendelse af DKK som præsentrationsvaluta skyldes efter min vurdering, at selskaberne er børsnoteret i København, hvorfor aktiekursen er angivet i DKK, ligesom der primært er tale om danske investorer. Disse forhold betyder generelt, at DKK må anses som den mest relevante præsentrationsvaluta. At D/S Norden anvender USD som præsentrationsvaluta skyldes formentligt, at alle koncernvirksomhederne anvender USD som funktionel valuta, idet virksomheden opererer indenfor en branche, hvor markedspriserne bestemmes i USD, og derfor anses USD som den mest relevante valuta. Vestas anfører i sin årsrapport, at EUR anvendes som præsentrationsvaluta, idet denne valuta anses som mest relevant sfa. virksomhedens internationale relationer<sup>39</sup>.

| <b>Præsentrationsvaluta</b> | Absolut | Relativt |
|-----------------------------|---------|----------|
| DKK                         | 12      | 86%      |
| USD                         | 1       | 7%       |
| EUR                         | 1       | 7%       |
| I alt                       | 14      | 100%     |

Figur 4.3: Egen tilvirkning

<sup>39</sup> Jf. Vestas' årsrapport for 2008, side 52.

#### **4.5 Evaluering af styrker og svagheder ved IAS 39's regelsæt for afdækning af translations-eksponering**

IAS 39 giver som behandlet i afsnit 4.2 både mulighed for at anvende regnskabsmæssig og anden sikring ved afdækning af translationseksponering ifa. nettoinvesteringer i fremmed valuta. Eftersom værdireguleringer af sikringsinstrumentet skal indregnes i resultatopgørelsen ved anden sikring, mens valutakursreguleringer af nettoinvesteringer i fremmed valuta skal indregnes i egenkapitalen, anses anden sikring for uanvendelig ved afdækning af translationseksponering. Derimod giver regnskabsmæssig sikring mulighed for at eliminere eller reducere effekten af valutakursreguleringer ved omregning af aktiviteter i fremmed valuta, hvilket anses for hensigtsmæssigt.

En anden og væsentlig fordel ved anvendelse af regnskabsmæssig sikring af translationseksponering er, at IAS 39 stiller krav om en skriftlig finanspolitik for styring af valutarisiko, ligesom sikringsrelationen altid skal være i o.m. denne politik samt løbende dokumenteres, herunder måling af sikringseffektivitet. Reglerne i IAS 39 vedr. regnskabsmæssig sikring medvirker således til en formalisering og standardisering af valutastyringen og bidrager dermed til god corporate governance.

IAS 39 giver som behandlet i afsnit 4.1 mulighed for at præsentere koncernregnskabet i en hvilken som helst valuta. Eftersom IAS 39 indeholder valgfrihed ved fastlæggelse af præsentationsvaluta i koncernregnskabet, giver det efter min vurdering ikke mening at tillade afdækning af omregningen af resultatopgørelsen fra funktionel valuta til præsentationsvalutaen, idet denne omregning ikke nødvendigvis repræsenterer en reel valutarisiko for koncernen. Hvis en dansk koncern med overvejende danske investorer og aktiviteter i Danmark og Euro-zonen f.eks. vælger at aflægge koncernregnskab i USD, kan omregningen af aktiviteter til USD ikke anses for en reel valutarisiko. Translationseffekten ved omregning af aktiviteterne i DKK og EUR til USD er derimod en konsekvens af koncernens valg af præsentationsvaluta. Hvis der til gengæld var krav om, at præsentationsvalutaen skulle være relevant ift. koncernens investorer og andre betydningsfulde interessenter samt markedsforhold, ville det efter min mening være relevant at tillade afdækning af denne translationseffekt. Dette skyldes, at et krav om valg af relevant præsentationsvaluta ville medføre, at der rent faktisk blev tale om en reel valutarisiko, idet koncernens investorer og andre betydningsfulde interessenter reelt set bliver påvirket af uventede ændringer i forholdet mellem en funktionel valuta og koncernens præsentationsvaluta under disse omstændigheder. I det netop nævnte tilfælde med en dansk koncern med overvejende danske investorer og aktiviteter i Danmark og Euro-zonen, ville DKK eller EUR normalt kunne anses for en relevant præsentationsvaluta i koncernregnskabet, idet investorerne mv. som udgangspunkt må være interesseret i koncernens formue og afkastgenerering

opgjort i DKK, og denne påvirkes direkte af udviklingen i valutakurserne ved omregning fra funktionel valuta til præsentationsvalutaen. Valg af DKK eller EUR ville i øvrigt være af mindre betydning, idet DKK og EUR er stærkt korreleret. Derfor ville det efter min mening være hensigtsmæssigt, hvis IAS 21 stillede krav om, at præsentationsvalutaen skulle være relevant ift. koncernens investorer og andre betydningsfulde interessenter. Med udgangspunkt i dette krav til fastlæggelse af præsentationsvaluta ville det efter min mening være hensigtsmæssigt at tillade afdækning af translationseffekten fra funktionel valuta til præsentationsvalutaen i koncernregnskabet, da omregningen i givet fald ville have karakter af en transaktion i fremmed valuta fra dattervirksomheden til moderselskabet. Det skal i denne forbindelse bemærkes, at de ikke-finansielle C20-virksomheder som nævnt i afsnit 4.5 synes at vælge præsentationsvaluta ud fra et relevanskriterium, idet alle bortset fra D/S Norden har valgt DKK eller EUR som præsentationsvaluta, mens USD må anses for den relevante præsentationsvaluta for D/S Norden, da alle koncernvirksomheder anvender USD som funktionel valuta sfa. markedsforhold.

Ovennævnte tilladelse til afdækning af translationseksponeeringen fra en funktionel valuta til præsentationsvalutaen ville kun give mening, hvis det samtidigt var muligt at afdække forventede fremtidige resultater i fremmed valuta i de enkelte selskaber, der indgår i konsolideringen. Derfor burde det under ovennævnte betingelser for fastlæggelse af præsentationsvaluta og afdækning af translationseffekten også være muligt at afdække translationseksponeeringen forbundet med meget sandsynlige fremtidige resultater ifa. de enkelte regnskabsposter i koncernvirksomhederne. Dette ville således kunne sidestilles med pengestrømssikring af fremtidige transaktioner. Sandsynlighedskravet skulle i givet fald opfyldes på samme måde ved hensyntagen til virksomhedens forretningsplaner, historiske resultater mv. som behandlet i afsnit 3.3.2.

Implementering af ovennævnte regler ville i øvrigt medføre, at afdækning af translationseksponeeringen ikke længere skulle foretages ved en fortolkning af anvendelsen af reglerne om afdækning af transaktionseksponeering forbundet med koncerninterne transaktioner med en koncernekstern relation. Denne afdækningsmetode er illustreret i afsnit 4.3 og har den ulempe, at der kun kan afdækkes svarende til de koncerninterne transaktioners andel af en koncernvirksomheds resultat, forudsat disse transaktioner kan anses for at have en koncernekstern relation.

## 4.6 Delkonklusion

IAS 39 giver mulighed for at afdække translationseksponeering ved regnskabsmæssig og anden sikring. Ved regnskabsmæssig sikring er det kun tilladt at sikre eksisterende egenkapital med tillæg eller fradrag af koncerninterne mellemværender, der de facto anses for et tillæg eller fradrag til egenkapitalen i dattervirksomheden, idet sikring skal foretages iht. koncernens finanspolitik. Det er således ikke muligt at sikre translationseksponeering forbundet med forventede overskud; dog kan der opnås en indirekte afdækning heraf ved at sikre koncerninterne transaktioner i fremmed valuta, der imidlertid kun kan sikres, når disse er forbundet med en koncernekstern transaktion. Ved regnskabsmæssig sikring, hvor sikringsrelationen anses for effektiv, indregnes gevinst/tab forbundet med sikringsinstrumentet direkte på egenkapitalen. Dette modsvares af, at en dattervirksomheds egenkapital primo, realiserede overskud, der omregnes til transaktionsdagens kurs i resultatopgørelsen, samt andre egenkapitalbevægelser omregnes til balancedagens kurs, hvor disse kursreguleringer indregnes direkte på egenkapitalen. Den ineffektive del af sikringsinstrumentet indregnes i resultatopgørelsen som finansielle poster, mens sikringsrelationen ophører fra konstateringstidspunktet, hvis sikringseffektiviteten falder udenfor 80-125%. Ved anden sikring er der ingen begrænsninger i afdækningsomfanget, hvilket betyder, at der også kan sikres forventede overskud. Anden sikring indebærer, at værdireguleringer af sikringsinstrumentet indregnes i resultatopgørelsen som finansielle poster i takt med værdiændringerne, mens forventede overskud omregnes til transaktionsdagens kurs i resultatopgørelsen under de enkelte resultatopgørelsesposter, når disse realiseres i dattervirksomheden, ligesom realiserede overskud omregnes til balancedagens kurs i egenkapitalen. Der opstår således en forskel i klassifikationen i resultatopgørelsen mellem gevinst/tab på det sikrede og sikringsinstrumentet (altid finansielle poster), ligesom der kan opstå en tidsmæssig forskel, idet sikringsinstrumentet typisk etableres på budgettidspunktet, hvorfor valutakursændringer fra budgettidspunktet og indtil regnskabsårets begyndelse resulterer i gevinst/tab på sikringsinstrumentet, der således indregnes i et tidligere regnskabsår end det sikrede. I visse tilfælde forekommer det, at translations- og transaktionseksponeeringen reelt set ophæver hinanden, men de 2 former for eksponeering har en asymmetrisk indvirkning på koncernen, idet transaktions- og translationseksponeering indregnes i hhv. resultatopgørelse og egenkapital. Koncerner bør derfor tage stilling til, om afdækning skal fokusere på resultatopgørelse eller egenkapital.

Analysen af C20-virksomhedernes afdækning af translationseksponeering har vist, at det kun er 5 virksomheder, der foretager afdækning heraf. Det er kun Carlsberg, der foretager afdækning i større omfang – ca. 1/3 af den samlede nettoinvestering – mens de øvrige virksomheders afdækning kun udgør mellem 0,25% og 7% af den samlede nettoinvestering for den enkelte koncern. I Carlsbergs

tilfælde er det dog bemærkelsesværdigt, at der kun i stærkt begrænset omfang foretages afdækning af translationseksponeringen i RUB, idet 47% af koncernens nettoinvesteringer pr. 31. december 2008 er denomineret i RUB, ligesom denne valuta må anses for ustabil. Ved afdækning af translationseksponering anvendes 60% primære finansielle instrumenter, mens terminsforretninger og swaps anvendes i 40% af tilfældene. C20-virksomhederne aflægges hovedsageligt koncernregnskab i DKK, idet det kun er Vestas og D/S Norden, der aflægges koncernregnskab i hhv. EUR og USD. Da der er tale om virksomheder, der er børsnoteret i København og generelt har en betydelig andel af danske investorer, synes valget af præsentationsvaluta at være baseret på et relevanskriterium.

Translationseksponering betegnes i visse dele af finansieringslitteraturen udelukkende som regnskabsmæssig eksponering, der alene opstår sfa. de regnskabsmæssige regler for omregning af aktiviteter i fremmed valuta. Under denne antagelse bør afdækning kun ske i særlige tilfælde, hvor omregningseksponeringen umiddelbart kan have effekt på koncernen; f.eks. ved forventet salg af dattervirksomheden, misligholdelse af låneaftaler sfa. soliditet og en ledelse, der måles pba. regnskaber i præsentationsvalutaen. Hvis en koncern har betydelig translationseksponering i en ustabil valuta, bør koncernen under alle omstændigheder overveje afdækning, medmindre den relative købekrafts-paritetsteori er opfyldt ift. timingen af kapitaloverførsler fra dattervirksomheden til moderselskabet, eller der er tale om en naturlig afdækning ud fra en porteføljebetragtning pba. korrelation med andre valutaer, hvor der forekommer translationseksponering (f.eks. opgjort pba. VaR). Dette forudsætter dog, at koncernregnskabet aflægges i en relevant præsentationsvaluta ift. koncernens investorer og andre betydningsfulde interessenter samt markedsforhold. Når denne forudsætning er opfyldt, repræsenterer translationseksponeringen nemlig en reel valutarisiko, idet koncernens værdi direkte er påvirket af valutakursen, hvorefter regnskabsposter i fremmed valuta omregnes til den for koncernen relevante valuta. Reglerne for præsentationsvaluta bør derfor ændres, således at præsentationsvalutaen skal fastsættes som den mest relevante valuta ud fra en helhedsbetragtning ift. koncernens investorer og andre betydningsfulde interessenter samt markedsforhold i øvrigt. Samtidig bør det være muligt at afdække meget sandsynlige fremtidige overskud på lige fod med fremtidige transaktioner, idet valutarisikoen reelt kan sidestilles med transaktionseksponering forbundet med kapitaloverførsler fra dattervirksomheden til moderselskabet. En ændring af reglerne for præsentationsvaluta og afdækning af fremtidige overskud ville repræsentere en væsentlig styrkelse af regelsættet for afdækning af translationseksponering, hvis væsentligste styrke i dag udgøres af kravet om en skriftlig finanspolitik som grundlag for afdækningen, idet det medvirker til en formalisering og standardisering af valutastyringen samt corporate governance.



## KAP. 5: HOVEDKONKLUSION

Koncerners forretningsstruktur har normalt en væsentlig betydning for typen og omfanget af valutaeksponering, idet forretningsmodellen omfatter koncernens organisering af indkøb, produktion og salg, herunder selskabssammensætning og intern handel, og udgør et redskab til opfyldelse af ledelsens strategiske målsætninger. Denne fremstilling har behandlet 4 prototyper af forretningsmodeller, som alt andet lige repræsenterer en vidt forskellig transaktions- og translationseksponering. I forretningsmodel I er transaktionseksponeringen koncentreret i grossistvirksomheden samt ved produktionsvirksomhedernes indkøb i fremmed valuta, mens translationseksponeringen typisk også er koncentreret i grossistvirksomheden. I forretningsmodel II er transaktionseksponering typisk begrænset til indkøb i fremmed valuta, mens translationseksponeringen typisk er betydelig sfa., at hver enkelt koncernvirksomhed anvender sin lokalvaluta som funktionel valuta. I forretningsmodel III er transaktionseksponeringen typisk betydelig samt udbredt til mange selskaber, hvilket øger kompleksiteten i valutastyringen. I forretningsmodel IV anvender alle virksomheder samme funktionelle valuta, hvorfor der ikke er translationseksponering, mens transaktionseksponering er begrænset til lokale omkostninger i virksomhedernes lokalvaluta og investeringer i fremmed valuta. Bestyrelsen skal iht. lovgivning og corporate governance sørge for styring af valutarisiko, hvis den er væsentlig. Bestyrelsen udstikker principper for valutastyringen, som direktionen og økonomifunktionen implementerer ifa. en finanspolitik i de enkelte virksomheder. Denne politik tager ift. valutarisiko normalt stilling til opgørelse af eksponering, omfang og timing af afdækning, rapporteringsform og hyppighed af rapportering, anvendelse af sikringsinstrumenter og modparter samt opgørelse af effektivitet. I koncerner er en central treasury funktion typisk ansvarlig for implementering af og opfølgning på valutapolitikken, og denne funktion fungerer ofte som intern bank ved bl.a. afdækning af valutarisiko.

IAS 39 giver principielt mulighed for at afdække transaktionseksponering vha. fair value option metoden samt regnskabsmæssig og anden sikring. Fair value option metodens anvendelighed anses for begrænset, idet den kun kan anvendes for eksisterende aktiver og forpligtelser i fremmed valuta. Ved regnskabsmæssig og anden sikring anvender virksomheden principielt samme sikringsrelation og sikringsinstrument, men opfylder ikke en række formelle sikringskriterier ved anden sikring, hvor regnskabsmæssig sikring repræsenterer en særlig undtagelse i IAS 39. Ved både regnskabsmæssig og anden sikring skal sikringsinstrumentet og det sikrede værdiansættes hver for sig, men det er i modsætning til anden sikring muligt at matche værdireguleringer på sikringsinstrumentet ved regnskabsmæssig sikring, således at værdireguleringer forudsat sikringseffektivitet indregnes samtidigt i resultatopgørelsen og i samme regnskabspost. Regnskabsmæssig og anden sikring giver

samme resultat – bortset fra manglende mulighed for modregning i resultatopgørelsen - når eksisterende monetære aktiver og forpligtelser, der ikke udgør en del af nettoinvesteringen i en dattervirksomhed, sikres for valutarisiko, idet værdireguleringer i begge tilfælde indregnes som finansielle poster. Ved sikring af ikke-monetære poster og særligt fremtidige transaktioner kan anden sikring til gengæld resultere i væsentlig volatilitet i resultatopgørelsen, hvad angår timing og klassifikation, som kun kan løses ved regnskabsmæssig sikring. Regnskabsmæssig sikring kræver, at en lang række sikringskriterier er opfyldt. De primære kriterier tilsiger, at sikringen skal ske iht. finanspolitikken og skal dokumenteres, at effektiviteten kan opgøres pålideligt og være høj bagudrettet og fremadrettet, og at fremtidige transaktioner skal være meget sandsynlige. Herudover eksisterer der en række detaljerede kriterier; bl.a. krav til sikringsinstrumenter og sikrede poster.

Afdækning af translationseksposering kan foretages vha. regnskabsmæssig og anden sikring, men anden sikring udgør umiddelbart ikke en hensigtsmæssig løsning, idet translationseffekten ifølge IAS 21 skal indregnes direkte i egenkapitalen, hvorimod værdireguleringer af sikringsinstrumentet ved anden sikring skal indregnes i resultatopgørelsen som finansielle poster. Regnskabsmæssig sikring kræver opfyldelse af ovennævnte kriterier og medfører, at værdireguleringer af sikringsinstrumentet indregnes direkte i egenkapitalen, forudsat sikringseffektivitet.

Regnskabsmæssig sikring giver anledning til praktiske udfordringer. I forretningsmodel I er afdækning af fremtidige koncerninterne transaktioner samt indkøb i produktionsvirksomhederne centralt, hvilket normalt er baseret på salgsvirksomhedernes salgforecast og planlagte lagerændringer. Der kan kun foretages regnskabsmæssig sikring af fremtidige koncerninterne transaktioner med en ekstern relation. Ved sikring på budget- eller kalkulationstidspunktet opnås, at koncernens driftsresultat ikke påvirkes af efterfølgende uventede valutakursændringer. I forretningsmodel II er transaktionseksposeringen koncentreret om fremtidigt indkøb i fremmed valuta, der sfa. stor uafhængighed af koncernvirksomheder i andre lande typisk kan styres i det enkelte land. I forretningsmodel III er valutastyringen meget kompliceret, idet der er mange transaktioner på tværs af koncernen og ift. eksterne leverandører og kunder. Antallet af sikringstransaktioner kan reduceres ved f.eks. at sikre en bestemt andel af salget i en fremmed valuta, hvis virksomheden har tilsvarende indkøb i samme valuta og med væsentligt samme forfaldstidspunkt. I forretningsmodel IV er afdækningen af transaktionseksposeringen nem, idet den er begrænset til kapacitetsomkostninger og investering, der normalt kan afdækkes med stor sikkerhed.

Afdækning af translationseksposering giver ikke anledning til væsentlige praktiske udfordringer, idet der alene kan foretages afdækning af eksisterende nettoinvesteringer i fremmed valuta og ikke fremtidige overskud. Der kan heller ikke foretages direkte afdækning af omregningen fra en funktionel valuta til præsentationsvalutaen, men dette kan foretages indirekte ved koncerninterne transak-

tioner med en ekstern relation. Denne løsning sikrer dog kun omregningen i resultatopgørelsen, hvad angår den koncerninterne andel af resultatet. I visse tilfælde ophæver transaktions- og translationseksponeeringen hinanden, men de har en væsentlig indvirkning på koncernregnskabet. Koncernen skal derfor beslutte, om resultatopgørelsen eller egenkapitalen (naturlig sikring) skal sikres.

Alle C20-virksomheder afdækker transaktionseksponeering, og hovedparten anvender både regnskabsmæssig og anden sikring. Anvendelse af anden sikring skyldes formentlig en kombination af begrænsninger i anvendelsen af regnskabsmæssig sikring, og at regnskabsmæssig og anden sikring giver samme resultat ved afdækning af eksisterende monetære aktiver og forpligtelser. Alle virksomheder anvender terminsforretninger som sikringsinstrument, mens en væsentlig andel også anvender primære finansielle instrumenter, optioner og swaps. Det er kun 5 af C20-virksomhederne, der foretager afdækning af translationseksponeering. Af disse foretager Carlsberg afdækning af væsentlige nettoinvesteringer, mens de øvrige virksomheder foretager afdækning i begrænset omfang. Som instrumenter anvendes primære finansielle instrumenter, optioner og swaps.

Regnskabsmæssig sikring repræsenterer en væsentlig styrke i IAS 39, idet metoden afspejler hensigten med sikring i regnskabet; nemlig at eliminere eller reducere valutarisiko. De primære sikringskriterier udgør også en væsentlig styrke, idet sikring skal ske iht. en skriftlig finanspolitik og dokumenteres, ligesom sikringseffektivitet løbende skal opgøres. Det anses imidlertid for en svaghed, at der ikke kan foretages afdækning af nettotransaktioner, således at indtægter og omkostninger i samme valuta kan sikres med et instrument, forudsat de forfalder samtidigt. Anvendelse af fremtidige transaktioner som sikringsinstrumenter ville have medført mulighed for nettosikring og burde være tilladt, da fremtidige transaktioner skal være meget sandsynlige. Ophævelse af disse kriterier ville skabe et væsentligt mere fleksibelt regelsæt, hvor naturlig afdækning ifølge en økonomisk finansiell synsvinkel kunne overføres til regnskabet. Dette ville særligt være en fordel i koncernforhold, idet fremtidige transaktioner i forskellige virksomheder med samme funktionelle valuta kunne afdækkes uden brug af eksterne instrumenter.

Det anses for u hensigtsmæssigt, at præsentrationsvaluta ikke skal vælges ud fra et relevanskriterium, da translationseksponeeringen i koncernregnskabet i så fald ville repræsentere en reel valutarisiko, som burde afdækkes ved væsentlig eksponeering i ustabile valutaer, medmindre den relative købekraftsparitetsteori anses for opfyldt. Det burde også være muligt at sikre transaktionseksponeering vedr. meget sandsynlige fremtidige overskud (og underliggende regnskabsposter) på lige fod med fremtidige transaktioner, idet risikoen reelt kan sidestilles med transaktionseksponeering fra dattervirksomheden til moderselskabet i koncernregnskabet, forudsat præsentrationsvaluta er baseret på et relevanskriterium.

## **BILAG 1: OVERSIGT OVER IKKE-FINANSIELLE C20-VIRKSOMHEDER**

| <b>Selskab</b>         | <b>Seneste årsregnskabsperiode</b> | <b>Udgave<sup>1</sup></b> |
|------------------------|------------------------------------|---------------------------|
| A.P. Møller Mærsk      | 01.01.2008 – 31.12.2008            | Engelsk                   |
| Carlsberg              | 01.01.2008 – 31.12.2008            | Dansk                     |
| Coloplast              | 01.10.2007 – 30.09.2008            | Engelsk                   |
| D/S Norden             | 01.01.2008 – 31.12.2008            | Engelsk                   |
| Danisco                | 01.05.2007 – 30.04.2008            | Dansk                     |
| DSV                    | 01.01.2008 – 31.12.2008            | Engelsk                   |
| FLSmidth & Co.         | 01.01.2008 – 31.12.2008            | Dansk                     |
| Genmab                 | 01.01.2008 – 31.12.2008            | Dansk                     |
| H. Lundbeck            | 01.01.2008 – 31.12.2008            | Dansk                     |
| NKT Holding            | 01.01.2008 – 31.12.2008            | Dansk                     |
| Novo Nordisk           | 01.01.2008 – 31.12.2008            | Dansk                     |
| Novozymes              | 01.01.2008 – 31.12.2008            | Engelsk                   |
| Vestas                 | 01.01.2008 – 31.12.2008            | Engelsk                   |
| William Demant Holding | 01.01.2008 – 31.12.2008            | Dansk                     |

<sup>1</sup> C20-virksomhederne udgiver årsrapporten på dansk og engelsk. Udgaven henviser til hvilket sprog, som den i denne fremstilling anvendte årsrapport er aflagt på. Når der er foretaget henvisninger til en specifik C20-virksomheds årsrapport i denne fremstilling, er det således den danske eller engelske udgave som anført ovenfor.

## **BILAG 2: DEFINITIONER**

Dette bilag omfatter en redegørelse for IAS 39's definition af finansielle instrumenter, primære finansielle instrumenter samt afledte finansielle instrumenter.

Finansielle instrumenter defineres iht. IAS 32.11 som enhver kontrakt, som medfører et finansielt aktiv i én virksomhed og en finansiell forpligtelse eller et egenkapitalinstrument i en anden virksomhed. Denne definition indebærer, at finansielle instrumenter fra aktivsiden skal udgøre en ret til at modtage likvider eller finansielle aktiver, mens finansielle instrumenter fra forpligtelsessiden skal udgøre et krav på at levere likvider eller finansielle aktiver eller udgøre egenkapital i denne virksomhed. Definitionen indebærer tillige, at finansielle instrumenter skal hidrøre fra aftaleforhold, hvorfor skatter og punktafgifter mv. ikke udgør finansielle instrumenter, idet disse ikke hidrører fra aftaleforhold, men lovgivning. Finansielle instrumenter omfatter således hovedsageligt likvider, aktier og andre kapitalandele, obligationer, tilgodehavender fra salg, varegæld samt afledte finansielle instrumenter.

Afledte finansielle instrumenter defineres iht. IAS 39.9 som finansielle instrumenter eller andre kontrakter, som er omfattet af IAS 39, og som har alle 3 nedenstående egenskaber:

- Dets værdi ændres sfa. ændringer i en specifik rentesats, værdipapirkurs, råvarepris, valutakurs, pris- eller renteindeks, kreditvurdering eller kreditindeks eller lignende variabler (undertiden benævnt det ”underliggende”),
- det kræver ingen nettoinvestering ved indgåelse, eller det kræver en nettoinvestering ved indgåelsen, som er mindre, end hvad der kræves for andre typer kontrakter, der kunne forventes at påvirkes på tilsvarende måde af ændrede markedsvilkår, og
- det afregnes på et fremtidigt tidspunkt.

Primære finansielle instrumenter er alle finansielle instrumenter, der ikke er afledte finansielle instrumenter. Afledte finansielle instrumenter betegnes også derivater og omfatter finansielle instrumenter, hvis værdi i væsentligt omfang afhænger af værdien af et underliggende forhold. Primære finansielle instrumenter omfatter til gengæld hovedsageligt likvider, aktier og andre kapitalandele, obligationer, tilgodehavender fra salg og varegæld.

**BILAG 3 - SIKRINGSdokUMENTATION VED REGNSKABSMÆSSIG SIKRING**

|               |                                     |
|---------------|-------------------------------------|
| Dato          | Dato for udførelse af dokumentation |
| Udført af     | Udførende person                    |
| Gennemgået af | Kontrollerende person               |
| Dokument nr.  | Dokumentationens identifikationsnr. |

| Identifikation af sikringsinstrumentet       |  |
|--|--|
| Beskrivelse af sikringsinstrument            | Beskrivelse af sikringsinstrumentet, herunder angivelse af det primære eller afledte finansielle instrument; f.eks. specifik gæld i USD eller terminsforretning, option eller swap.  |
| Sikringstype                                 | Her anføres, om der er tale om dagsværdisikring, pengestrømssikring eller sikring af nettoinvestering.   |
| Koncerninternt sikringsinstrument            | Ja eller Nej.  |
| Koncerninternt sikringsinstrument - id. nr.  | Her anføres identifikationsnr. for koncerninternt sikringsinstrument, hvis dette er relevant.  |
| Koncerneksternt sikringsinstrument           | Ja eller Nej.  |
| Koncerneksternt sikringsinstrument - id. nr. | Her anføres identifikationsnr. for koncerneksternt sikringsinstrument, hvis dette er relevant.   |
| Koncernekstern modpart                       | Her anføres modparten til koncerneksternt sikringsinstrument, hvis dette er relevant.  |
| Hovedstol                                    | Her anføres hovedstolen på sikringsinstrumentet.   |
| Designeringsdato                             | Her anføres den dato, hvor sikringsinstrumentet blev designeret til sikringsformål.  |
| Udløbsdato                                   | Her anføres udløbsdatoen for det nuværende sikringsinstrument.   |
| Yderligere forhold                           | Her anføres evt. yderligere forhold, der er relevante for sikringsinstrumentet; f.eks. hvis en options tidsværdi eller terminsforretnings terminstillæg/-fradrag udeholdes fra sikringsrelationen samt præmie/margin forbundet med hhv. option og future. Her anføres også forbindelsen til tidligere sikringsinstrumenter, der er anvendt i sikringsrelationen. |

| Identifikation af sikret post   |  |
|---|--|
| Beskrivelse af sikret post  | Beskrivelse af regnskabspost, der sikres; f.eks. omsætning i USD i maj 2009. Samtidig anføres, hvorvidt der foretages fuld eller delvis sikring; f.eks. afdekning af omsætning op til USD 8 mio. i maj 2009.   |
| Sikret beløb  | Her anføres det beløb, der udgør den sikrede post.   |
| Sikret valuta   | Her anføres valutaen for den sikrede post.   |
| Forfaldsdato for sikret post  | Her anføres forfaldsdatoen for den sikrede post.   |
| Sandsynlighed for transaktionens gennemførelse ved pengestrømssikring | Hvis der er tale om pengestrømssikring, anføres sandsynligheden for, at transaktionen gennemføres. Ved indgåelse af sikringsrelation er det et krav, at transaktionen er meget sandsynlig. Efterfølgende er det tilstrækkelig, at transaktionen er sandsynlig. |

| Sikringsrelation   |  |
|--|--|
| Sikret risikotype  | Her beskrives den risiko, der sikres; f.eks. udelukkende valutarisiko eller flere specifikke risici forbundet med en fremtidig transaktion.  |
| På hvilket niveau i koncernen foretages afdækningen?                     | Her anføres, hvorvidt risikoen afdækkes i det selskab, der har den underliggende risiko, eller et andet selskab i koncernen (f.eks. den centrale treasury funktion).   |
| Iht. hvilken bestemmelse i koncernens finanspolitik foretages sikringen? | Henvisning til den relevante bestemmelse i finanspolitikken, der kræver afdækning af den specifikke risiko; f.eks. foretages sikring af det kommende års salg i USD iht. afsnit X.X i koncernens finanspolitik.  |
| Yderligere forhold   | Her anføres evt. yderligere forhold, der er relevante for sikringsrelation; f.eks. hvis valutarisiko i en valuta afdækkes med et sikringsinstrument i en anden valuta, der er meget tæt korreleret med den første valuta. Herunder anføres også, hvis der er tale om sikring af en kontraktlig aftale. |

| Sikringseffektivitet   |   |
|--|---|
| Kan sikringseffektiviteten opgøres pålideligt?                                   | Ja eller Nej.   |
| Er alle væsentlige betingelser ved sikringsinstrumentet og den sikrede post ens? | Ja eller Nej. I tilfælde af nej begrundes, hvorfor der er væsentlige forskelle.   |
| Metode til opgørelse af sikringseffektivitet ex ante                             | Her anføres den metode, der anvendes til opgørelse af sikringseffektivitet ex ante; f.eks. ratio-analyse eller regressionsanalyse. Samtidig anføres, hvorvidt sikringseffektiviteten opgøres periodisk eller akkumuleret.   |
| Resultat af sikringseffektivitet ex ante   | Her anføres resultatet af sikringseffektiviteten ex ante.   |
| Metode til opgørelse af sikringseffektivitet ex post                             | Her anføres den metode, der anvendes til opgørelse af sikringseffektivitet ex post; f.eks. ratio-analyse eller regressionsanalyse. Samtidig anføres, hvorvidt sikringseffektiviteten opgøres periodisk eller akkumuleret.   |
| Resultat af sikringseffektivitet ex post   | Her anføres resultatet af sikringseffektiviteten ex post; f.eks. 100% sikringseffektivitet.   |
| Regnskabsmæssig behandling sfa. opgørelse af sikringseffektivitet                | Her beskrives den regnskabsmæssige behandling sfa. den foretagne opgørelse af sikringseffektivitet; f.eks. indregning af værdiregulering af sikringsinstrument på egenkapitalen, idet sikringseffektiviteten er 100% forbundet med en fremtidig transaktion. Samtidig anføres akkumuleret beløbet på værdireguleringen af sikringsinstrumentet og den sikrede post. |
| Henvisning til seneste sikringsdokumentation                                     | Her henvises til senest udarbejdede sikringsdokumentation vedr. samme sikringsrelation.   |







## BIBLIOGRAFI

Den med \* markerede litteratur er direkte anvendt som reference i fremstillingen. Øvrig litteratur anses for baggrundsstof og er derfor anvendt som inspiration uden direkte at være citeret i fremstillingen.

- Brealey, R. A.,  
Myers, S. C. og  
Allen, F.                    “Corporate finance”  
McGraw-Hill, New York, 8. udgave  
2006
- Christensen, M. og  
Pedersen, F.                “Aktieinvestering – Teori og praktisk anvendelse”  
Jurist- og Økonomforbundets Forlag, København, 2. udgave  
2003
- Cooper, R.                    “Corporate treasury and cash management”  
Palgrave Macmillan, Gordonsville  
2004
- Deloitte                      “Doing business in Russia”  
2008
- Deloitte                      “iGAAP 2009 – A guide to IFRS reporting”  
Lexis Nexis, London, 2. udgave  
2008
- Deloitte                      “iGAAP 2008 – Financial instruments: IAS 32, IAS 39 and IFRS 7 explained”  
Lexis Nexis, London, 4. udgave  
2008
- Hicks, R.                     “IAS 39 and the centralized treasury”  
Corporate finance, juni 2002
- Hull, J. C.                    “Options, futures and other derivatives”  
Pearson Addison Wesley, New York, 7. udgave  
2008
- \* IASB                        “IAS 21 – The effects of changes in foreign exchange rates”  
“IAS 32 – Financial instruments: Presentation”  
“IAS 37 – Provisions, contingent liabilities and contingent assets”  
“IAS 39 – Financial instruments: Recognition and measurement”  
“IFRS 7 – Financial instruments: Disclosures”  
“IFRIC 16 – Hedges of a net investment in a foreign operation”  
“Discussion Paper – Reducing complexity in reporting financial instruments”

- Jacque, L. L. "Management and control of foreign exchange risk"  
Kluwer Academic Publishers, Dordrecht, 1. udgave  
1996
- Jakobsen, M. E. "Risikostyring ifølge IAS 39"  
Finans/Invest 2/02  
Århus 2002, side 5-12
- Kawaller, I. G. "Market risk – What hedgers (and auditors) should know about regression"  
AFP Exchange, September 2008, side 60-63
- \* Moffett, M.,  
Stonehill, A og  
Eitemann, D. "Fundamentals of multinational finance"  
Pearson Addison Wesley, Boston 2. udgave  
2005
- Møller, M. og  
Nielsen, N. C. "Den kapitalmarkedsstyrede virksomhed"  
Handelshøjskolens Forlag, København, 1. udgave  
2006
- \* Nørby-udvalget "Komitéen for god Selskabsledelses Anbefalinger for god selskabsledelse"  
Hjemmesiden [www.corporategovernance.dk](http://www.corporategovernance.dk).  
2008
- OANDA FX  
Consulting "Forex hedge accounting treatment – creating cost and revenue certainty"  
OANDA Corporation, ver. 1.5
- Pedersen, F. "Nøgletal og valutakursrisiko"  
Finans/Invest 6/96  
Århus 1996, side 15-19
- Sarraf, M. og  
Dalai, N. "Implementering hedge accounting treasury operations"  
Journal of corporate treasury management, vol. 2 2008  
Side 168-174
- \* Steffensen, H. og  
Fedders, J. "Årsrapport efter internationale regnskabsstandarder"  
Thomson Reuters, København, 3. udgave  
2008
- Sørensen, B. G. "Virksomhedens valutastyring"  
Syddansk Universitetsforlag, Odense, 1. udgave  
1997
- Wedell-Neergaard, A. "Styring af virksomhedens finansielle risici"  
Finans/Invest 6/96  
Århus 1996, side 10-14