

VALUTAPROBLEMEN BIJ BEDRIJFSBELEID EN VERSLAGGEVING¹⁾

door Dr. J. van Helleman

Internationaal werkende ondernemingen komen zowel bij het voeren van een financieel beleid als bij de verslaggeving in aanraking met valutaproblemen.

Deze vraagstukken staan niet los van elkaar omdat de (financiële) gevolgen van het bedrijfsbeleid in de verslaggeving tot uitdrukking moeten komen.

I. Valutarisico's en bedrijfsbeleid

Ondernemingen met buitenlandse activiteiten lopen het risico dat zij door wisselkoersveranderingen verliezen zullen lijden. Deze koersrisico's kunnen worden onderscheiden in vermogensrisico's (het eigen vermogen wordt aangetast) en winst risico's (de winstgevendheid wordt aangetast). Daarnaast kan nog een omrekeningsrisico worden onderkend. Dit houdt in dat in de jaarrekening een koersverlies, berekend op grond van de door de desbetreffende onderneming toegepaste grondslagen voor waardering en resultaatbepaling, tot uitdrukking kan komen.

De volgende middelen staan in beginsel ter beschikking om valutarisico's te verminderen:

1. Verlegging van commerciële activiteiten

Hierdoor kan worden bereikt dat betalingen en ontvangsten in dezelfde valuta geschieden en dat zij min of meer gesynchroniseerd worden.

2. Facturering in eigen of in een relatief stabiele valuta

Wanneer in eigen valuta wordt gefactureerd ontstaan er in het algemeen geen koersrisico's. Indien vorderingen in een waarde vaste valuta aanwezig zijn, is de kans op koersverlies gering.

Als door facturering in eigen of in een relatief stabiele valuta koersrisico's op de afnemer worden afgewenteld, kan dit de concurrentiepositie van de leverancier nadelig beïnvloeden. In geval van leveringen binnen concernverband kunnen door middel van de keuze van de factuurvaluta de koersrisico's daar gelegd worden waar zij het gemakkelijkst zijn te dragen.

3. Verkorting of verlenging van krediettermijnen

Wijzigingen van de in acht te nemen krediettermijnen hebben gevolgen voor de liquiditeitspositie van exporteurs en importeurs, hetgeen tot rentebaten of rentelasten kan leiden. Deze moeten worden afgewogen tegen mogelijke koersresultaten. Binnen concernverband kunnen „leads and lags” goed worden toegepast indien de betalingen centraal worden geregeld.

¹⁾ Dit artikel is een samenvatting van mijn proefschrift. Gebaseerd op deze dissertatie zijn bij Samsom Uitgeverij B.V. twee publikaties verschenen, t.w. *Dekking van valutarisico's en Omrekening van vreemde valuta's*.

4. Termijntransacties

Een (positieve of negatieve) economische voorraad vreemde valuta's kan worden gereduceerd door het innemen van een tegengestelde positie op de termijnmarkt. De kosten van deze dekking bestaan naast bankprovisie uit het verschil tussen de overeengekomen termijankoers en de contante koers op het moment van afsluiten van het termijncontract. Deze kosten vormen de prijs voor het verkrijgen van zekerheid met betrekking tot de tegenwaarde in guldens van een vordering of schuld in vreemde valuta.

5. Financiering met vermogen luidend in vreemde valuta

Vorderingen in vreemde valuta kunnen op verschillende wijze gefinancierd worden. Indien dat geschiedt door middel van discontering van wissels of in het kader van „export-factoring” kunnen tevens koersrisico's gedekt worden wanneer de financiering geschiedt in vreemde valuta, welke onmiddellijk in eigen valuta wordt omgewisseld, zonder dat later een verrekening van koersverschillen plaatsvindt. De relevante kosten van deze vormen van dekking bestaan in het algemeen uit een hoger rentepercentage voor financiering in vreemde valuta dan geldt voor financiering in eigen valuta.

Internationaal vertakte ondernemingen kunnen voor de financiering van hun buitenlandse dochterondernemingen leningen luidend in lokale valuta aantrekken, teneinde de positie in de desbetreffende valuta te verkleinen. Deze leningen kunnen in beginsel lokaal en, voor sommige geldsoorten, ook op de eurovalutamarkt worden aangetrokken. Lokale financiering stuit soms op de moeilijkheid van een „dunne” kapitaalmarkt. De eurovalutamarkt is in het algemeen slechts voor grotere ondernemingen toegankelijk.

De relevante kosten van de afdekking van valutarisico's bestaan in bovengenoemde situaties grosso modo uit de hogere rente die voor leningen in vreemde valuta betaald moet worden vergeleken met de rente die voor leningen in eigen valuta gerekend wordt. Leningen luidend in „valuta-cocktails” zoals SDR's, EURO's, en EUA's hebben uit een oogpunt van koersrisicodekking vooral betekenis, indien de ontvangsten ongeveer dezelfde valutasamenstelling hebben als de betreffende „cocktail”.

6. Verzekering van koersrisico's

Hiermee is de Nederlandsche Credietverzekering Maatschappij N.V. (NCM) belast. Herv verzekering geschiedt bij de Staat.

7. Contractuele bepalingen

In langlopende contracten kan het zinvol zijn de koers te fixeren of de mogelijkheid van verrekening open te laten wanneer de wisselkoers bepaalde grenzen overschrijdt.

Bovengenoemde dekkingsmiddelen verkleinen in het algemeen de economische voorraad vreemde valuta's waarover koersrisico wordt gelopen. Zij geven derhalve een dekking tegen het *vermogens*risico. Vermindering van het *winst*risico is minder gemakkelijk. In het algemeen kan dit slechts worden bereikt door beïnvloeding van de kosten- en opbrengstverhoudingen, bijv. door geografische verlegging van activiteiten (zie ook middel 1).

Bij het voeren van een dekkingsbeleid spelen zowel *kostenoverwegingen* als *zekerheidsoverwegingen* een rol.

Uit kostenoogpunt dient slechts tot koersrisicodekking te worden overgegaan indien de relevante kosten hiervan niet groter zijn dan het verwachte koersverlies.

Voor de bepaling van de kosten wordt dan uitgegaan van het dekkingsmiddel of de combinatie van dekkingsmogelijkheden met de laagste kosten. Vanzelfsprekend worden hierbij alleen dekkingsmiddelen in de beschouwing betrokken die in de gegeven omstandigheden toepasbaar zijn. Bepalend voor de grootte van het verwachte koersverlies zijn de verwachte koersverandering en de omvang van het bedrag waarover koersrisico gelopen wordt. Vaststelling van het verwachte koersverloop kan in het algemeen niet met de nodige betrouwbaarheid en nauwkeurigheid geschieden. De oorzaak hiervan is dat naast economische ook politieke en psychologische factoren van invloed zijn op de toekomstige koersontwikkeling.

Ook de economische factoren zoals relatieve inflatie, betalingsbalanspositie e.d. zijn echter niet goed voorspelbaar. Hoogstens kan de waarschijnlijke richting van het koersverloop van een valuta worden aangegeven, waarbij gebruik gemaakt kan worden van het feit dat op lange termijn koersveranderingen sterk gecorreleerd zijn met de relatieve koopkrachtontwikkeling. Door deze omstandigheden is de calculatie van de kosten en opbrengsten van het al dan niet toepassen van bepaalde dekkingsmiddelen vaak onderhevig aan grote onzekerheid. Derhalve zal bij het achterwege laten van koersrisicodekking, in het geval de relevante kosten hoger zijn dan het verwachte koersverlies, rekening met deze onzekerheid moeten worden gehouden, door bijv. na te gaan wat de invloed op eigen vermogen en jaarwinst is indien de verwachte koers anders uitkomt dan was voorspeld. Het ongedekte koersrisico kan dan zo groot blijken te zijn dat het onverantwoord is zo'n groot risico te lopen. Op grond van zekerheidsoverwegingen kan alsdan tot dekking worden overgegaan.

Een beleid ter dekking van het vermogens- en winst risico zal bij nationale ondernemingen met export- en/of importactiviteiten in het algemeen een andere inhoud hebben dan bij internationaal vertakte ondernemingen.

Bij de eerste groep ondernemingen wordt het vermogensrisico hoofdzakelijk gevormd door de aanwezigheid van nominale vlottende activa en passiva in vreemde valuta, bij internationaal vertakte ondernemingen eveneens door investeringen in het buitenland en door de aanwezigheid van langlopende nominale activa en passiva in vreemde valuta. Door beïnvloeding van de balansverhoudingen van hun buitenlandse dochtermaatschappijen kunnen deze ondernemingen hun vermogensrisico verkleinen.

Uitgangspunt bij het dekkingsbeleid dient steeds te zijn dat door dekking de winst op lange termijn niet mag worden verminderd, tenzij de valutarisico's voor de ondernemingsleiding onaanvaardbaar hoog zouden worden.

Organisatorisch gezien is centralisatie van het dekkingsbeleid gewenst, tenzij hierdoor onvoldoende voeling zou kunnen worden gehouden met de situatie „on the spot”.

Budgettering van dekkingsactiviteiten, gevolgd door budgetverificatie, op de gebruikelijke wijze, is niet erg zinvol door het veelal ontbreken van duidelijke normen en verifieerbare uitkomsten. Niettemin is het gewenst in de interne bericht-

geving op systematische wijze aandacht te schenken aan de aanwezigheid van koersrisico's, verwachte koersverliezen en de kosten van dekking, omdat hierdoor relevante informatie in het kader van de beslissingsvoorbereiding kan worden verkregen.

II. Valutarisico's en verslaggeving

De aanwezigheid van buitenlandse activiteiten roept bij de jaarverslaggeving in het algemeen twee vragen op, t.w. volgens welke methode moeten posten in vreemde valuta in de rapporteringsvaluta worden omgerekend (het omrekeningsvraagstuk) en op welke wijze moet inzicht worden gegeven in de omvang en de gevolgen van valutarisico's (het toelichtingsvraagstuk). Het omrekeningsvraagstuk doet zich vooral voor in het kader van de geconsolideerde jaarrekening, dat is de jaarrekening van een groep van economisch, organisatorisch en juridisch verbonden vennootschappen die als een economische eenheid kan worden aangemerkt. De geconsolideerde jaarrekening wordt met behulp van de jaarrekeningen van de dochtermaatschappijen opgesteld door, grosso modo, gelijksoortige posten voorkomend op deze jaarrekeningen en die van de moedermaatschappij bij elkaar op te tellen (post-voor-post methode) en sommige posten op de jaarrekening van de dochtermaatschappijen tegen bijbehorende posten op de jaarrekening van de moederonderneming weg te laten vallen (eliminaties).

Het karakter van de geconsolideerde jaarrekening (d.i. de jaarrekening van een economische eenheid) en de wijze waarop deze wordt opgesteld (post-voor-post methode) brengt mee dat in beginsel hetzelfde vermogen en resultaat zou zijn verkregen indien voor het concern als geheel één administratie zou zijn bijgehouden, waaraan de jaarrekening van het gehele concern zou zijn ontleend. In het laatst bedoelde geval zou duidelijker tot uitdrukking zijn gekomen dat in het gehele concern één bepaalde valuta als rapporteringseenheid wordt gebruikt waarin alle vreemde valuta's moeten worden omgerekend zodra zij in de administratie worden opgenomen. In deze situatie zou min of meer automatisch worden omgerekend tegen de koers van het moment van ontstaan (boekings).

In de praktijk wordt echter niet gewerkt met één administratie per concern, maar met één boekhouding per dochteronderneming waaraan de jaarrekening ontleend wordt met behulp waarvan de geconsolideerde jaarrekening wordt opgesteld. Door evenwel posten in vreemde valuta om te rekenen tegen de koers op het moment van ontstaan (boekings) wordt de situatie van één administratie per concern zo veel mogelijk benaderd. Hieruit vloeit naar onze mening voort dat het „temporal principle”, door ons vertaald als *tijdstipmethode*, in beginsel moet worden gehanteerd voor de omrekening van posten luidende in vreemde valuta.

Bij toepassing van de tijdstipmethode worden materiële activa die gewaardeerd worden tegen historische kosten omgerekend tegen de historische koers; bij waardering tegen vervangingswaarde tegen de koers op balansdatum. Nominale activa en passiva worden geacht tegen actuele waarde in de betreffende valuta te zijn uitgedrukt, zodat zij worden herleid tegen de koers per balansdatum. Mutaties in balansposten worden omgerekend tegen de koers waarop deze mutatie betrekking heeft. De waarderingsgrondslag der balansposten, uitgedrukt in de rapporteringsvaluta, wordt door deze wijze van omrekening niet aangetast,

hetgeen voor een goede interpretatie van de posten op de geconsolideerde jaarrekening ook noodzakelijk is.

Verwerking van koersverschillen

Bij toepassing van de tijdstipmethode ontstaan koersverschillen op nominale activa en passiva en voorts op materiële activa die tegen huidige prijzen zijn gewaardeerd. De vraag of deze koersresultaten in de winst- en verliesrekening dan wel in de reserves moeten worden verwerkt kan naar onze mening niet beantwoord worden los van het in de jaarrekening toegepaste winstbegrip. Van het gehanteerde winstbegrip (of: instandhoudingspostulaat) hangt het immers af of bepaalde vermogensveranderingen al dan niet als winst moeten worden beschouwd. Zo zal bij toepassing van substantialistische winstbepaling (vervangingswaardestelsel, lifo, ijzeren voorraad) de waardeestijging van de betreffende materiële activa als zijnde „schijnwinst” buiten het perioderesultaat worden gehouden, terwijl bij toepassing van nominalistische winstbepaling dezelfde „schijnwinst” in beginsel wel als perioderesultaat zal worden getoond. „Schijnwinst” die ontstaat ten gevolge van koersveranderingen, bijv. bij waardering tegen huidige prijzen, zal bij toepassing van substantialistische winstbepaling (bijv. vervangingswaardestelsel) derhalve niet als periodewinst worden verantwoord (maar bijv. op de rekening Herwaardering worden geboekt), terwijl dezelfde „schijnwinst” bij nominalistische winstbepaling wel in de winst- en verliesrekening zal worden verantwoord. In het algemeen geldt dat koersresultaten verwerkt moeten worden overeenkomstig het gekozen instandhoudingspostulaat (d.i. het toegepaste winstbegrip).

Waardering tegen huidige prijzen

In de Verenigde Staten wordt de tijdstipmethode toegepast in combinatie met waardering tegen historische kosten. Een belangrijk bezwaar hiervan is dat zowel specifieke prijsveranderingen als wisselkoersveranderingen buiten beschouwing worden gelaten bij de bepaling van vermogen en resultaat. Hierdoor wordt geabstraheerd van factoren die voor de beoordeling van de economische verhoudingen waarmee de onderneming wordt geconfronteerd van grote betekenis kunnen zijn.

De kritiek die in de Verenigde Staten op de uitkomsten van de tijdstipmethode wordt geleverd, kan dan ook in belangrijke mate worden teruggevoerd op het feit dat het traditionele „accounting model” met waardering tegen historische kosten wordt toegepast. Hierdoor wordt namelijk op materiële activa geen koersresultaat geboekt, omdat historische kosten worden omgerekend tegen een onveranderlijke historische koers, terwijl dat op monetaire activa en passiva (omgerekend tegen de koers op balansdatum) wel het geval is. Indien bijv. de monetaire passiva groter zijn dan de monetaire activa, zal derhalve bij waardeestijging van een buitenlandse geldsoort op de desbetreffende buitenlandse investering een verlies worden geleden, gemeten in eigen valuta, terwijl een winst zou worden verwacht.

Wanneer de materiële activa tegen huidige prijzen zouden zijn gewaardeerd en dientengevolge eveneens tegen de koers op balansdatum zouden zijn omgerekend, zou dit verschijnsel zich niet hebben voorgedaan.

Op grond van het voorgaande verdient het aanbeveling in de jaarrekening te waarderen tegen huidige prijzen en om te rekenen conform de tijdstipmethode. Een grote internationaal vertakte onderneming die deze aanbeveling reeds in praktijk brengt is Philips.

Betekenis van de post Koersverschillen

Koersverschillen ontstaan ten gevolge van het in aanmerking nemen van koersveranderingen. Wanneer dit zal geschieden hangt af van de toegepaste omrekeningsmethode. Bij de „monetary - nonmonetary method” en waardering tegen historische kosten, zullen alleen koersverschillen op monetaire activa en passiva worden geboekt, terwijl bij de „closing rate method” ook op materiële activa koersverschillen tot uitdrukking komen. Bij de tijdstipmethode komen koersverschillen naar voren bij alle posten die tegen huidige prijzen worden (of geacht worden te zijn) gewaardeerd.

Kan nu uit de omvang van een dergelijke post koersverschillen een conclusie worden getrokken met betrekking tot het succes van het gevoerde dekkingsbeleid?

Naar onze mening kan dat in beginsel niet of op slechts gebrekkige wijze. Dekking van koersrisico's is namelijk slechts rationeel indien de relevante kosten niet groter zijn dan het vermoedelijke verlies, tenzij het ongedekte bedrag zo groot is dat de ondernemingsleiding zo'n groot risico niet acceptabel acht. Op zichzelf kan een grote post koersverliezen derhalve aanvaardbaar zijn, indien tengevolge van dekking de winst meer zou zijn gedaald dan bij niet-dekken.

Voorts dient er rekening mee te worden gehouden dat niet alle effecten van koersrisico's en dekking daarvan op de post koersverschillen worden geboekt. Te denken valt aan extra arbeidskosten van de valutamanager, de hogere of lagere rente bij financiering met vermogen in vreemde valuta, de premies van koersverzekeringen, de lagere prijzen of geringere afzet bij facturering in eigen valuta, de opbrengsten van „leads en lags”, de kosten en opbrengsten van termijncontracten etc.

Uit het bovenstaande volgt dat de post koersverschillen een beperkte betekenis heeft, doordat de inhoud afhankelijk is van de toegepaste wijze van waarderen en omrekenen, terwijl vele effecten van koersveranderingen niet op deze post gegroepeerd zijn. Daardoor ontbreekt de mogelijkheid om via de externe verslaggeving een nauwkeurig inzicht te krijgen in de gevolgen van de economische risico's die een onderneming ten gevolge van wisselkoersveranderingen loopt. Evenmin kan een goed beeld worden verkregen van de getroffen dekkingsmaatregelen, de kosten daarvan en van de gunstige gevolgen die zij hebben gehad op vermogen en resultaat.

Ter verkrijging van een globale indruk van de omvang van het balansrisico dat een internationaal vertakte onderneming loopt, kunnen de activa en passiva gesplitst worden per valuta of per valutagebied.

Hieraan kan de grootte van omzet en bedrijfsresultaat worden toegevoegd. Minimaal dient daarom *per valuta* (of: land) vermeld te worden: Omzet, Bedrijfsresultaat, Vaste activa, Werkkapitaal, Langlopende schulden en vorderingen. Aanluitend op deze specificatie kan in het directieverslag uiteengezet worden of en

in hoeverre deze grootheden door koersveranderingen zijn beïnvloed. Voorts verdient het aanbeveling te vermelden welke maatregelen zijn getroffen om verliezen ten gevolge van koersveranderingen te vermijden, bijv. het aanbrengen van evenwicht tussen nominale activa en passiva in een bepaalde valuta; termijndekking van kortlopende posities, afstemming van ontvangsten op uitgaven per valuta etc. Vooral wanneer een onderneming in belangrijke mate betrokken is bij buitenlandse activiteiten en er aanzienlijke koersveranderingen optreden, is het valutarisico en de middelen om zich daartegen te wapenen vaak zo'n belangrijk element in het bedrijfsbeleid, dat het een verkeerde indruk van de werkelijkheid zou geven indien hiervan in de externe verslaggeving geen gewag zou worden gemaakt.

Hoewel grote internationale ondernemingen in het algemeen het valuta-aspect bepaald niet verwaarlozen, is het van de Nederlandse „internationals” toch vooral AKZO die bij tijd en wijle in haar jaarverslag aandacht schenkt aan het gevoerde dekkingsbeleid.

Omrekening in de praktijk

Alleen in de Verenigde Staten bestaan er uitgebreide voorschriften voor de omrekening van posten luidende in vreemde valuta en voor de wijze van verwerking van koersverschillen.

Deze voorschriften zijn neergelegd in FAS-8, uitgevaardigd door de Financial Accounting Standards Board en in 1976 van kracht geworden. Kort gezegd houden zij in dat voor de omrekening gebruik moet worden gemaakt van de tijdstipmethode en dat koersverschillen volledig in het jaar van ontstaan in de winst- en verliesrekening moeten worden opgenomen.

In andere landen, waarvan met name het Verenigd Koninkrijk, Canada, West-Duitsland en Nederland zijn onderzocht, zijn geen bepaalde omrekeningsmethoden voorgeschreven. Hierdoor is de verslaggevingspraktijk in deze landen ter zake van de herleiding van posten in vreemde valuta nogal gevarieerd.

In Canada vertoont de praktijk grote gelijkenis met die van de Verenigde Staten voordat FAS-8 van kracht werd. Canadese ondernemingen hanteren namelijk in overwegende mate de „current-noncurrent”-methode en omrekening tegen „de koers op balansdatum, uitgezonderd vaste activa”. Koersverschillen worden meestal ten gunste of ten laste van het resultaat gebracht.

Engelse ondernemingen passen daarentegen in overwegende mate de „closing rate”-methode toe. Koersverschillen verwerken zij op diverse wijzen; in belangrijke mate echter ten gunste of ten laste van de reserves. Met betrekking tot de situatie in Nederland is door ons een onderzoek ingesteld onder alle in 1973 ter beurze genoteerde ondernemingen.

Van de 239 onderzochte ondernemingen bleken er 109 buitenlandse dochterondernemingen te hebben evenals een geconsolideerde jaarrekening. Van deze ondernemingen gaf ruim een derde in de toelichting op de balans en de winst- en verliesrekening geen uiteenzetting van de toegepaste omrekeningsmethode, terwijl bij de overige ondernemingen de toelichting vaak erg onduidelijk en onvolledig was, hetgeen het onderzoek zeer bemoeilijkte.

Van de ondernemingen die wel de gevolgde omrekeningsmethode vermelden past 70% „de koers op balansdatum” toe. Koersverschillen worden in onge-

veer evenveel gevallen (40%) ten gunste of ten laste van de reserves gebracht als direkt of indirekt in de winst- en verliesrekening verwerkt.

In West-Duitsland is de consolidatie van buitenlandse dochterondernemingen niet voorgeschreven. Wellicht hierdoor komt dat in de praktijk ook slechts in een betrekkelijk gering aantal ondernemingen voor, zodat geen algemene uitspraken met betrekking tot de door Duitse ondernemingen toegepaste omrekeningsmethoden gedaan kunnen worden.

In het Verenigd Koninkrijk en Nederland wordt toepassing van de koers op balansdatum vaak gecombineerd met waardering tegen historische kosten, hetgeen rekening houdend met de relatief zwakke positie van het pond sterling bij Britse ondernemingen tot overwaardering en bij Nederlandse ondernemingen, rekening houdend met de relatief sterke positie van de Nederlandse gulden tot onderwaardering van de desbetreffende materiële activa kan leiden.

In deze landen worden, anders dan in bijv. de Verenigde Staten, koersverschillen vaak ten gunste of ten laste van de reserves gebracht, ook door ondernemingen die op nominalistische wijze hun winst bepalen. Bij koerswinsten leidt dit tot deflattering en bij koersverliezen tot flattering van de jaarwinst.

Ondernemingsvaluta's

In de praktijk worden jaarrekeningen van internationale ondernemingen gewoonlijk opgesteld in de valuta van het land van vestiging van de moedermaatschappij. Deze rapporteringsvaluta wordt bijna nooit gewijzigd, zelfs niet indien door het vasthouden aan deze traditioneel bepaalde geldsoort grote verslaggevingsproblemen zijn ontstaan (vgl. Koninklijke/Shell). Op zichzelf is het echter niet voor de hand liggend dat grote internationale ondernemingen blijven rapporteren in een valuta, waarin niet langer de meerderheid van hun transacties en investeringen is uitgedrukt en waarin evenmin de meerderheid van hun aandeelhouders rekent. Een logische oplossing van dit probleem zou zijn niet langer een nationale valuta als meetstok te hanteren, maar een „ondernemingsvaluta”, welke is samengesteld uit de nationale valuta's van de landen waarin de onderneming werkzaam is. Sommige internationale instellingen hebben reeds enige ervaring met een soortgelijke rekeneenheid.