

Waardering en verwerking van financiële instrumenten

Een financieel economische benadering

**Drs. W.M. van den Bergh en
Drs. D. Schoenmaker**

1 Inleiding¹

Vanaf het begin van de jaren tachtig is een omvangrijke innovatie op de financiële markten waar te nemen. Sterke fluctuaties van rentestanden en wisselkoersen enerzijds en liberalisatie van de financiële markten anderzijds zijn hier debet aan. Deze innovatie heeft vele nieuwe financiële instrumenten opgeleverd. In feite is financiële innovatie een proces waarin marktpartijen nieuwe (en betere) mogelijkheden zoeken om met economische onzekerheden, in casu rente- en valuta-onzekerheid, om te gaan. Zowel de waardering als de verwerking van financiële instrumenten in de jaarrekening wordt als moeilijk ervaren. Via de naam 'off-balance-sheet' financiering wordt er veelal voor gekozen om de financiële instrumenten niet net als de andere financiële en reële activa en passiva in de balans op te nemen, maar apart in de toelichting te vermelden. Op deze manier ontstaat er een diffuus beeld van de vermogenspositie van de onderneming, die deels uit de balans en deels uit de toelichting blijkt. Een totaalbeeld ontbreekt, ondanks het feit dat financiële instrumenten een aanzienlijke invloed op deze vermogenspositie kunnen hebben.

In dit artikel zal allereerst worden ingegaan op de achtergrond van het gebruik van financiële instrumenten. De beheersing van rente- en valutarisico staat daarbij centraal. Vervolgens worden kenmerken van een drietal basistypen van instrumenten behandeld. Hierbij wordt voornamelijk inge-

gaan op de werking en het risico-aspect van deze instrumenten. Vanuit de financieringstheorie zal daarna aangegeven worden hoe de waarde van deze financiële instrumenten bepaald kan worden. Tot slot wordt aangegeven hoe de financiële instrumenten naar onze mening in de jaarrekening verwerkt zouden moeten worden. We willen hiermee slechts een algemeen kader aangeven en we hebben niet de intentie om hierop in detail in te gaan.

In het betoog staan ondernemingen, waarvoor het innemen van financiële posities *niet* tot de kernactiviteit behoort, centraal. Met andere woorden, het gebruik van financiële instrumenten is voor deze ondernemingen niet meer dan een afgeleide van de normale bedrijfsactiviteiten. Voor wat betreft het financiële risico beperken we ons ten slotte tot het rente- en valutarisico.

2 Achtergrond van financieel beleid

Uit de eigenlijke ondernemingsactiviteiten ontstaan ingaande en uitgaande cash flows op verschillende momenten in de tijd en in verschillende vreemde valuta's. Ten gevolge daarvan kunnen er tijdelijk liquiditeitstekorten of -overschotten voorkomen, terwijl liquiditeiten in een andere valuta

Drs. W. M. van den Bergh is als universitair hoofddocent verbonden aan de vakgroep Financiering en Belegging, EUR. Hij is onder meer actief op het gebied van de modelbouw ten behoeve van de financieel economische besluitvorming.

Drs. D. Schoenmaker studeerde Bedrijfseconomie aan de EUR en was in deze periode als student-assistent verbonden aan de vakgroep Financiering en Belegging van genoemde universiteit. Thans student Rechten.

aanwezig kunnen zijn dan die waarin een betaling moet worden verricht. Wanneer de (geprojecteerde) liquiditeitstekorten of -overschotten niet al te groot zijn (en ervan uitgaande dat op langere termijn een positieve opbrengst resulteert uit de ondernemingsactiviteiten) zou een onderneming eenvoudigweg rekening courant faciliteiten in de verschillende valuta's kunnen overeenkomen met haar bank. Over de tekorten wordt dan (een relatief hoge) rente in rekening gebracht, over de overschotten wordt (een lagere) rente vergoed en wanneer het saldo op één van de rekeningen wat al te laag wordt (hetgeen met hoge rentelasten gepaard gaat) wisselt men een bedrag van een andere valutarekening tegen de dan geldende valutakoers. Aan deze situatie kunnen aanzienlijke (financiële) risico's verbonden zijn.

Ten eerste bestaat het gevaar dat het totale rekening courant tekort (gemeten in de eigen valuta) onder het niveau komt van de faciliteiten die met de bank zijn overeengekomen. Er zal dan een extra krediet moeten worden opgenomen of er moet op een andere manier in het tekort worden voorzien, bijvoorbeeld door activa te liquideren, maar in alle gevallen zullen hieraan extra kosten zijn verbonden. Hierbij mogen de niet direct waarneembare kosten van de aantasting van de goede relatie van de onderneming met de financiële wereld niet onvermeld blijven. Tegenvallende ondernemingsactiviteiten kunnen een oorzaak van een liquiditeitstekort zijn: Een afnemer betaalt te laat of de inkooprijzen vallen hoger uit dan oorspronkelijk werd gedacht. Maar ook wanneer aan de cash flows op zich geen onzekerheden zijn verbonden kunnen er problemen ontstaan. De koers van de valuta waarin men een positief saldo heeft (gemeten in de eigen valuta) kan sterk dalen en de koers van de valuta waarin men tekorten heeft kan sterk stijgen, hetgeen een aantasting van de waarde van het totale liquiditeitssaldo inhoudt.

Ten tweede kan de valutakoers, op het moment dat men tot feitelijke omwisseling over wil (of moet) gaan, zeer onvoordelig zijn. Dit hoeft niet direct te leiden tot liquiditeitsproblemen, maar het zet in elk geval de winstmarge onder druk. De wis-

selkoers kan natuurlijk ook onverwacht gunstig uitvallen, maar op zichzelf zal het feit dat het ondernemingsresultaat² grote fluctuaties kan vertonen door onvoorziene koersschommelingen de onprettige consequentie hebben dat een goed investeringsbeleid, dividendbeleid of fiscaal planningssysteem bemoeilijkt wordt. Dit geldt ook voor het feit dat de uiteindelijke rentelasten (verminderd met de rente-opbrengsten over eventuele tegoeden) onzeker zijn als er niet vooraf maatregelen worden getroffen om de rente contractueel vast te leggen. Voor de meeste ondernemingen zal het nettobedrag, dat met dit renterisico gemoeid is minder groot zijn dan de bedragen waarover men de hierboven besproken valutarisico's loopt, maar bij de sterk fluctuerende renteniveaus waarmee we de laatste jaren zijn geconfronteerd hecht men er een toenemend belang aan om het renterisico te beheersen.

Nu kan men natuurlijk besluiten om het totale liquiditeitsniveau te verhogen door meer vermogen aan te trekken in de vorm van lange schuld, bijvoorbeeld door (extra) obligaties uit te geven of nieuwe aandelen te emitteren. Rekening courant faciliteiten (met de daarbij behorende hoge rentelasten) zullen dan overbodig zijn en men zal niet meer gedwongen zijn om op een ongewenst moment een valuta omwisseling te doen. Echter, er zal gedurende talloze periodes sprake zijn van kasoverschotten in allerlei valuta's. Hieraan zijn opportunitykosten verbonden. Immers, voor het gebruik van dit vermogen zal de onderneming aan de vermogensmarkt (de obligatiehouders en/of de aandeelhouders) een rendement moeten bieden. Natuurlijk kan de onderneming proberen haar kasoverschotten zo goed mogelijk te beleggen, bijvoorbeeld in korte termijn deposito's, maar het is onwaarschijnlijk dat dit beleggingsresultaat (misschien uitgezonderd banken of professionele beleggingsinstellingen) hoger is dan de vermogenskosten. Het rendement dat de onderneming aan haar aandeelhouders biedt, zal een vergoeding moeten geven voor het risico dat deze lopen en dus hoger liggen dan het rendement op deposito's. Ook de vergoeding die moet worden gegeven aan obligatiehouders zal gewoonlijk boven de depositorente liggen. Men

kan in feite stellen dat vermogensverschaffers de onderneming niet nodig hebben om gelden op deposito's te plaatsen.

Met andere woorden, zowel aan de onderkant als aan de bovenkant bestaan er duidelijke restricties ten aanzien van het liquiditeitsniveau binnen de onderneming. Het zal duidelijk zijn dat naarmate men beter kans ziet om de gevoeligheden in het niveau van de cash flows voor onverwachte valutakoersschommelingen en renteveranderingen kleiner te maken, de liquiditeitsbuffer kleiner kan zijn en daarmee de kosten voor de onderneming lager. Dit is het uiteindelijke doel van het hedgen (afdekken) van valuta- en renteposities. De toenemende stroom van instrumenten die daarbij een rol kunnen vervullen vormt het onderwerp van dit artikel. Het gaat bij deze hedging om een zo goed mogelijke aansluiting (matching) te vinden tussen de ingaande en uitgaande cash flows, zowel qua timing als qua valuta waarin ze luiden. De instrumenten hebben alle de eigenschap dat ze cash flows verschuiven in de tijd of het karakter van die cash flows veranderen qua valuta waarin ze luiden, of qua rentetype of een combinatie van beide bewerkstelligen.

Wanneer er in de prognose van de toekomstige cash flows geen sprake is van matching, zoals hierboven bedoeld, heeft men een valuta- of rentepositie. We hebben al eerder gewezen op het probleem dat de onderliggende cash flows allerm minst zeker hoeven te zijn. Er is bijvoorbeeld een groot verschil tussen een reeds geboekte debiteur of een handelstransactie, die we mogelijkerwijs in de toekomst met een buitenlandse afnemer zullen doen. Het overgangsgebied tussen hedging en speculatie bij het innemen van een financiële positie door middel van een financieel instrument is vaag. In ieder geval is het lang niet altijd mogelijk om een financieel contract in relatie te brengen met een bepaalde balanspositie. Daarbij komt dat men een bepaalde visie kan hanteren over toekomstige wisselkoers- of renteontwikkelingen. Als men bijvoorbeeld het idee heeft dat de koers van de dollar sterk zal gaan stijgen en men weet dat men in de toekomst (misschien) een bedrag in dollars luidend aan een Amerikaanse leverancier zal moeten betalen, dan kan het zinvol zijn nu reeds die dollars te kopen of althans de

toekomstige dollarkoers te fixeren. In wezen doet de onderneming in dit geval een investering die in een aantal opzichten vergelijkbaar is met bijvoorbeeld die in duurzame produktiemiddelen.

In het geval van de aanschaf van machines zal men zelden van speculatie spreken en zal men ze aan de hand van normale waarderingsregels in de balans opnemen. Toch wordt er bij het kopen van deze machines op gespeculeerd dat de toekomstige productie met deze machines winstgevend zal zijn. Er bestaat een zogenaamd prijsrisico (dat men bijvoorbeeld zou kunnen afdekken door gebruik te maken van operationele leasing) dat niet wezenlijk verschilt van het prijsrisico van het (al dan niet speculatieve) financiële contract. Door de aanschaf van machines ligt namelijk een deel van de toekomstige kosten in de vorm van afschrijvingen min of meer vast, terwijl de opbrengsten afhankelijk zijn van de toekomstige prijsontwikkelingen op de markt. Bij operationele leasing is door de opzegmogelijkheid ook de kostenkant flexibel. Voor deze flexibiliteit zal men in een aantal gevallen een premie willen betalen. Een ander voorbeeld is een onderneming die alle toekomstige opbrengsten in dollars denkt te ontvangen terwijl alle kosten in guldens luiden. Op de balans ziet men slechts de al geboekte debiteuren- en crediteurenposten en men zou daaruit een bepaald valutarisico kunnen afleiden. In werkelijkheid is het valutarisico veel groter en veel meer structureel van aard. Het kan in dit geval zinvol zijn om een belangrijk deel van de financiering in dollars te doen, bijvoorbeeld door de guldenleningen af te lossen en een nieuwe obligatielening in dollars uit te geven (zoals we later zullen zien: een bepaalde vorm van een valutaswap). Heeft deze beslissing een speculatief karakter? In elk geval is de situatie na het uitgeven van de lening waarschijnlijk minder speculatief dan tevoren. Vanwege het vage overgangsgebied tussen hedging en speculatie zullen wij het veel gehanteerde onderscheid naar motief (hedging of speculatie) niet volgen bij de behandeling van de verwerking van financiële instrumenten in de jaarrekening (zie onder andere De Haan, april en mei 1987; Griekspoor en Klaassen, sept. 1988; Schouws, jan. en febr. 1990).

3 Karakteristiek van een aantal financiële instrumenten

Naast veel al langer bestaande financiële instrumenten is het aantal recente innovaties op dit gebied enorm.³ Binnen dit brede scala proberen wij een drietal basisvormen te onderscheiden. Van ieder soort zal een veel voorkomende rente- en valutavariant worden behandeld, waarbij we ons concentreren op het risico-aspect en de toepassing.

Termijncontracten

De eerste soort betreft termijncontracten, waarbij de prijs van een toekomstige financiële transactie wordt gefixeerd. Dit kan het renteniveau betreffen waartegen in de toekomst geleend wordt of de koers waartegen in de toekomst valuta zal worden omgewisseld. Deze contractvorm is dwingend (onvoorwaardelijk), hetgeen betekent dat de transactie altijd doorgang zal moeten vinden, ongeacht de prijsontwikkeling van de onderliggende waarde. Men onderscheidt *forward* en *future* contracten. Forwards zijn in het algemeen niet gestandaardiseerde en niet verhandelbare contracten die gewoonlijk met een bank worden afgesloten, de zogenoemde 'over the counter' (OTC) markt. Als men voortijdig onder een forward contract uit wil zal men een tegengesteld contract moeten afsluiten. Bijvoorbeeld bij een contract om valuta te verkopen (een zogenoemde *short* positie) zal dan een koopovereenkomst (een *long* positie) moeten worden afgesloten. Een future is een gestandaardiseerd contract, dat in de markt (bij een zogenoemde 'clearing organisatie') kan worden gekocht en verkocht (voor deze verhandelbaarheid is standaardisatie uiteraard een vereiste). Bij het sluiten van de future overeenkomst dient een bepaald minimumpercentage van de prijs als waarborgsom gestort te worden. Een typisch kenmerk van futures is verder dat er gewoonlijk regelmatig een bijstorting plaatsvindt van het verschil tussen de contractueel vastgelegde prijs en de marktprijs op dat moment.

Twee bekende voorbeelden van termijncontracten in de rentesfeer zijn *interest futures*, waarbij

men afsprekt op een bepaald tijdstip een bepaald bedrag te lenen (of te beleggen) tegen een nu vastgestelde rente, en *future rate agreements* (FRA's), waarbij een rentetarief voor een toekomstige lening (of belegging) wordt overeengekomen en een kasafrekening plaatsvindt als de marktrente op het afgesproken moment lager of hoger blijkt te zijn. In de valutasfeer is het *valuta-termijncontract* het meest bekend. Het gaat hier gewoonlijk om een forward-contract dat bedrijven met een bank afsluiten.

Swaps

De tweede soort betreft swaps, waarbij een (of meerdere) rente- en/of valutapositie(s) wordt(en) uitgewisseld tegen een (of meer) andere positie(s). In feite wordt er overeengekomen om een (serie) cash flow(s) met bepaalde karakteristieken met een bepaalde tegenpartij uit te wisselen tegen een andere (serie) cash flow(s). Het is in het algemeen mogelijk om een swapcontract te splitsen in één of meerdere termijncontracten met daarbij in een aantal gevallen een contante transactie (dat wil zeggen een lening tegen de huidige rente of een valutatransactie tegen de huidige koers). De bekendste vorm van een swap in de rentesfeer is een *interest swap*, waarbij men alle cash flows (zowel ten aanzien van hoofdsom als ten aanzien van rentecoupons) van een lening die voor een bepaalde periode tegen een vast rentepercentage werd afgesloten, uitwisselt tegen de cash flows van een lening tegen variabele rente (dat wil zeggen dat de hoogte van de rentecoupons afhankelijk gesteld wordt van de dan geldende marktrente).

De meest voorkomende vorm van een *valuta swap* is die, waarbij een toekomstige omwisseling van een bepaald bedrag (een long of short forwardpositie derhalve, zoals hiervoor aan de orde kwam) wordt verschoven naar een contante omwisseling. Ook meer complexe vormen van valutaswaps komt men steeds meer tegen, bijvoorbeeld die, waar een hele serie van toekomstige cash flows in vreemde valuta wordt getransformeerd in een omwisseling op een meer gewenst moment. Er bestaat een zeer liquide interbancaire swapmarkt waardoor voortdurend scherpe swaprijzen beschikbaar zijn.

Opties

De derde soort ten slotte betreft opties, waarbij de prijs van een toekomstige financiële transactie (de rente waartegen geleend kan worden of de koers waartegen men een bepaald bedrag kan wisselen) niet dwingend (onvoorwaardelijk) wordt vastgelegd. Er is derhalve een duidelijke overeenkomst met een termijncontract, behalve dat de bezitter van een optie niet de plicht maar uitsluitend het recht heeft om de transactie door te laten gaan. Als de optie als hedge wordt aangewend betekent dit dat men ongunstige prijsontwikkelingen beperkt terwijl de mogelijkheid om te profiteren van gunstige prijsontwikkelingen open blijft (in feite wordt één kant van de financiële positie afgedekt en de andere kant opengelaten). Men kent het recht van *koop* (van een vastrentend beleggingsobject of een hoeveelheid vreemde valuta) tegen een vaste *uitoefenprijs*, dit is een *call* optie, of het recht van *verkoop*, dit is een *put* optie. Verder kan men een optie kopen of verkopen (schrijven).

De bezitter van een call is gevrijwaard tegen koersstijgingen boven de uitoefenprijs en de bezitter van een put tegen prijsdalingen onder de uitoefenprijs. Ook hier kan men een onderscheid maken tussen gestandaardiseerde contracten die verhandelbaar zijn, bijvoorbeeld via de European Options Exchange (EOE). Voorbeelden zijn *indexopties* op een bepaalde index van staatsleningen (een rente instrument) of *valuta-opties*, waarvan de dollar gulden (DGX) contracten de bekendste zijn. Een zeer snelle groei maken de OTC valuta-opties door. Deze contracten sluiten ondernemingen af met grote banken en het gaat hierbij steeds meer om 'maatwerk' wat betreft looptijd, uitoefenprijs of andere specificaties.

4 Het waardeverloop van financiële instrumenten

Eerder stelden we al, dat valuta- of renteposities een prijsrisico met zich meebrengen dat niet wezenlijk verschillend is van dat van bijvoorbeeld een investering in een machinepark of een grondstoffenpositie. Is zo'n positie altijd ongewenst en moet men daaraan een negatieve waarde toekennen? Wij zijn van mening dat dit geen juiste bena-

dering is. We zagen al dat het eigenlijke doel van het financiële beleid is om, qua timing en valuta, een zo goed mogelijke aansluiting te vinden tussen ingaande en uitgaande cash flows. Dit moet bovendien zo goedkoop mogelijk gebeuren, dus met zo laag mogelijke rentelasten en tegen zo voordelig mogelijke valutakoersen. Hierbinnen kan het open laten of juist bewust innemen van posities een nuttige functie vervullen. Hooguit kan men stellen, dat financiële risico's minder goed voorspelbaar zijn dan de risico's die de eigenlijke ondernemingsactiviteiten betreffen en dat er daarom alleen systematisch positief resultaat kan ontstaan ten gevolge van de eigenlijke ondernemingsrisico's. Daaruit zou men kunnen afleiden dat de meeste bedrijven (uitgezonderd banken of andere financiële instellingen, want die hebben juist een deel van hun inkomen te danken aan het innemen van rente- en/of valutaposities) financiële risico's als een soort standaardprocedure zouden moeten afdekken. Daartoe is dan wel vereist dat de posities (dat wil zeggen toekomstige cash flows) steeds precies bekend zijn. Dit is lang niet altijd het geval, vooral niet met verwachte cash flows die wat verder in de toekomst liggen. De waarde van een uit de bedrijfsactiviteiten voortkomende valuta- of rentepositie is even groot, maar precies tegengesteld aan de waarde van het financiële contract waarmee zij kan worden afgedekt. Met andere woorden, of posities nu zijn ontstaan doordat men niet (of niet volledig) heeft afgedekt of juist omdat men heeft overgedekt en financiële instrumenten heeft aangewend zonder dat er sprake was van een duidelijk waarneembare onderliggende positie, zou voor de waardebepaling geen verschil mogen maken.

Bij termijncontracten wordt het waardeverloop bepaald door prijsveranderingen van de onderliggende waarde, dat wil zeggen rentetarieven of valutakoersen. Bij swaps gaat het om veranderingen in *verschillen* tussen rentetarieven (bijvoorbeeld vaste en variabele rente) of *verschillen* tussen valutakoersen (bijvoorbeeld de termijnkoers en de contante koers). Bij opties ten slotte zijn niet alleen prijsveranderingen van de onderliggende waarde van belang (dat wil zeggen het verloop van de intrinsieke waarde), maar ook de verande-

ring in de tijdswaarde, dat wil zeggen de kans dat de optie kan worden uitgeoefend en dus resultaat oplevert. De waarde, die men aan deze kans kan toekennen zal veranderen als de intrinsieke waarde verandert, maar ook als men andere inzichten krijgt over de beweeglijkheid (volatility) van het mogelijke toekomstig verloop van de onderliggende waarde.

Voor eigenlijk alle financiële contracten die hiervoor aan de orde zijn geweest geldt, dat men het waardeverloop goed kan volgen omdat er objectieve en duidelijk waarneembare prijzen bestaan waaruit men op ieder moment de waarde van een lopend contract kan afleiden. Onder (financieel economische) waarde op een bepaald moment verstaan we de waarde berekend op basis van de actuele rentestand en/of wisselkoers. Deze waardebepaling is het eenvoudigst bij contracten die in de markt verhandelbaar zijn. De waarde op ieder moment is dan eenvoudigweg de prijs. Bij over the counter contracten (of andere posities waarvoor niet direct een dekking in de markt voorhanden is) ligt de zaak soms wat moeilijker. Men kan twee wegen bewandelen: ten eerste kan men eenvoudigweg een offerte vragen voor het tegensluiten van het contract en ten tweede kan men de prijs afleiden uit een combinatie van wel op de markt zijnde contracten die gezamenlijk precies de eigenschappen van de oorspronkelijke positie synthetiseren. De belangrijkste prijsbepalende factor is de *intrinsieke waarde*, dat wil zeggen het verschil tussen de contractueel vastgelegde prijzen en de geldende marktprijzen. Bij opties is verder de *tijdswaarde* van belang, dat wil zeggen de waarde van het feit dat de houder van het contract alleen rechten kent en geen plichten en er dus winstkansen aanwezig zijn waartegenover geen verlieskans staat.

5 Verwerking in de jaarrekening

Alvorens de verwerking van financiële instrumenten in de jaarrekening specifiek te behandelen, zal een algemeen kader worden geschetst. Dit kader omvat een aantal verslaggevingsconcepten en een algemene doelstelling van de jaarverslaggeving. In het onderhavige geval zijn vooral de drie onderstaande verslaggevingsconcepten (pagina

178, Henderson en Price, 1988) van belang:

- **Going concern:** In normale omstandigheden zal verwerking in de jaarrekening plaatsvinden onder de veronderstelling dat de entiteit haar activiteiten zal continueren in de voorzienbare toekomst.

- **Matching:** Opbrengsten en kosten moeten in de jaarrekening worden verwerkt op het moment dat ze ontstaan en niet alleen wanneer ze uiteindelijk in kasstromen zijn omgezet. Gerelateerde opbrengsten en kosten moeten worden 'gematched' en opgenomen in de resultatenrekening van de periode waarop ze betrekking hebben.

- **Voorzichtigheid:** Winsten worden niet in de resultatenrekening opgenomen zolang hun uiteindelijke realisatie nog niet redelijk zeker is. Verliezen, ook ongerealiseerde, worden in de resultatenrekening opgenomen, zodra ze voorzienbaar zijn.

Een algemene doelstelling van de jaarverslaggeving is in artikel 362, lid 1 Titel 9 Boek 2 BW weergegeven: De jaarrekening geeft volgens normen die in het maatschappelijk verkeer als aanvaardbaar worden beschouwd een zodanig inzicht dat een verantwoord oordeel kan worden gevormd omtrent het vermogen en het resultaat, alsmede voor zover de aard van een jaarrekening dat toelaat, omtrent de solvabiliteit en de liquiditeit van de rechtspersoon. Dit vereiste inzicht in het vermogen en het resultaat van de onderneming zal als leidraad dienen voor de rest van deze paragraaf. In de Nederlandse regelgeving, bestaande uit Titel 9 Boek 2 BW en de Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving, zijn geen specifieke bepalingen omtrent financiële instrumenten opgenomen. Er zal hier ook niet getracht worden om met behulp van analoge redeneringen de financiële instrumenten bij bestaande rubrieken uit Titel 9 en de Richtlijnen onder te brengen. Daarentegen zal vanuit het hiervoor geformuleerde kader bestaande uit de drie verslaggevingsbeginselen en een algemene doelstelling van de verslaggeving, een oplossing worden gezocht voor de verwerking van de financiële instrumenten.

Gezien het belang van de financiële instrumenten voor de financiële positie van de onderneming (zie paragraaf 2), kan men naar onze mening niet

anders concluderen dan dat deze instrumenten in de jaarrekening moeten worden verwerkt. Daarbij staat men in principe voor de keuze om ze òf in de balans òf in de toelichting op te nemen. Voor het opnemen in de toelichting kan men volstaan met vermelding van de omvang en de condities van de op balansdatum nog uitstaande financiële instrumenten. Verwerking in de balans vereist daarentegen waardering van de instrumenten. In de voorgaande paragrafen is summier aangegeven hoe de waarde van financiële instrumenten aan de hand van de rentestanden en valutakoersen bepaald kan worden. Daar de financiële instrumenten samen met de overige activa en passiva het vermogen van de onderneming bepalen, denken wij dat men vanwege het vereiste inzicht in het vermogen volgens artikel 362, zal moeten kiezen voor opneming in de balans. Uit de balans blijkt, afhankelijk van de waarderingsgrondslagen, de vermogenspositie van de onderneming. Voor de waardering wordt een tweetal hoofdmethoden onderscheiden. De eerste methode, waardering tegen verkrijgingsprijs (betaalde premie en transactiekosten), geeft geen inzicht in de waarde van de financiële instrumenten op balansdatum. De tweede methode, waardering tegen marktwaarde, verschaft dit inzicht wel en zal derhalve de voorkeur verdienen. Hiervoor zal men uit moeten gaan van de op de financiële markt geldende prijzen zoals de rentestand en de valuta koers op balansdatum.

Er zal nu worden ingegaan op de invloed van de eerder geformuleerde verslaggevingsbeginselen op onze keuze voor opneming van de financiële instrumenten tegen marktwaarde in de balans. Het going concern-beginsel staat waardering tegen marktwaarde niet in de weg, omdat ervan uit wordt gegaan dat de transacties voortvloeiend uit de desbetreffende instrumenten 'normaal' afgewikkeld zullen worden. Overigens komen in het kader van het going concern-beginsel ook andere waarderingsmogelijkheden in aanmerking. Bij waardering tegen marktwaarde komt het matchingsbeginsel volledig tot zijn recht. Het koersverloop vanaf het moment van afsluiting van het financiële contract (instrument) tot aan de balansdatum zal tot een rente- en/of valutaresultaat in de resultatenrekening leiden.

Het koersverloop vanaf balansdatum tot afloopdatum zal tot een resultaat in de volgende resultatenrekening(en) leiden. Uit hoofde van het voorzichtigheidsbeginsel moeten negatieve rente- en/of valutaresultaten van nog uitstaande financiële instrumenten in de resultatenrekening worden opgenomen. Ongerealiseerde winsten daarentegen behoort men nog niet in de resultatenrekening op te nemen. Een oplossing voor dit laatste kan gevonden worden door de ongerealiseerde winsten tijdelijk in een reserve op te nemen. Tegenover de marktwaarde van het financiële instrument op de debetzijde van de balans (debet, omdat door het positieve koersverloop het instrument in waarde is toegenomen en de ongerealiseerde winst is ontstaan) staat dan op de creditzijde een reserve. Bij het bestaan van een onderliggende positie, die door het desbetreffende instrument wordt afgedekt, is er geen reden voor voorzichtigheid. De ongerealiseerde winst van het instrument zal in de resultatenrekening precies wegvallen tegen het verlies van de onderliggende positie.

Opneming van de financiële instrumenten in de balans tegen marktwaarde is alleen zinvol voor het vereiste inzicht in de vermogenspositie, indien de overige balansposten, waaruit rente- en valutatarisico voortvloeien, ook tegen marktwaarde zijn gewaardeerd. Daar de financiële instrumenten in de regel betrekking hebben op de monetaire posten, pleiten we slechts voor waardering van deze posten tegen marktwaarde.⁴ De keuze van waardering van de niet-monetaire posten valt buiten het kader van dit artikel. Aan de hand van een eenvoudig voorbeeld lichten we in een bijlage bij dit artikel de consequenties van het verwerken van de financiële instrumenten in de jaarrekening nader toe.

Met ons pleidooi voor waardering tegen marktwaarde van de financiële instrumenten vinden we aansluiting bij een andere, steeds meer toegepaste praktijk dat buitenlandse dochterondernemingen tegen slotkoersen worden gewaardeerd. Doordat de wisselkoersveranderingen geen invloed op de kasstromen hebben, worden de omrekeningsverschillen direct in het eigen ver-

mogen verwerkt en niet in de resultatenrekening opgenomen. Het gevolg van deze praktijk is dat de balanslezer nu een duidelijk inzicht heeft in de vermogenspositie van de onderneming voor wat betreft de waarde van haar buitenlandse dochters. Vanuit de VS is onder invloed van de Financial Accounting Standards Board (FASB) via de FAS 52 deze ontwikkeling op gang gekomen. Op het moment is de FASB met een 'financiële instrumenten' project bezig (Sever en Boisclair, januari 1990). Juist vanwege de brede en diepgaande opzet van dit project, staan volgens Sever en Boisclair alle potentiële oplossingen voor verwerking en waardering van financiële instrumenten in de jaarrekening nog open, inclusief wat zij noemen 'market value accounting'.

Onze conclusie is dat de balans met de rente- en valutaposities van de 'gewone' activa en passiva en een apart overzicht met de rente- en valutaposities van de financiële instrumenten in de toelichting twee kanten van één verhaal zijn. Wij pleiten ervoor dat, indien werkelijk inzicht in de vermogenspositie is gewenst, de financiële instrumenten tegen marktwaarde in de balans worden verwerkt. Op deze wijze kan men een totaalbeeld van de vermogenspositie van de onderneming vormen. Tussen onze oplossing en de meer traditionele 'off-balance-sheet' praktijk is nog een oplossing door Schouws (januari en februari 1990) gesuggereerd. Hij stelt voor om in de toelichting totaaloverzichten op te nemen van de valutapositie, de rentepositie en de positie met betrekking tot de toekomstige kasstromen, zoals deze posities voortvloeien uit de balansposten en de off-balance-sheet instrumenten (financiële instrumenten). Overigens is het de vraag of ondernemingen bereid zullen zijn deze informatie, die van strategisch belang zou kunnen zijn, te verstrekken. Deze tussenoplossing van Schouws lijkt ons met name nuttig voor het geval dat de balansposten, waaruit een rente- en valutapositie blijken, niet tegen marktwaarde worden gewaardeerd.

6 Slotopmerkingen

Vanuit het oogpunt van financieel beleid hebben we argumenten aangedragen waarom een onderscheid tussen hedging en speculatie niet zinvol is

bij de verwerking van financiële instrumenten in de jaarrekening. Het grensgebied tussen hedging en speculatie is vaag en de hedge kan betrekking hebben op een positie die nog niet in de jaarrekening zichtbaar is.

Afhankelijk van het feitelijk verloop van de rente en/of wisselkoers kan een financieel instrument een aanzienlijke waardeverandering ondergaan. Deze waarde op enig tijdsmoment gemeten staat direct in relatie tot de actuele rentestand en/of valutakoers. Deze gepresenteerde waarderingmethode uit de financieringstheorie is mogelijkwerwijs bruikbaar om via de jaarrekening inzicht in de werkelijke vermogenspositie van de onderneming te geven. Hierbij zijn we ons bewust van de vergaande implicaties die hieruit voortvloeien. Om een consistent geheel te verkrijgen zullen dan namelijk ook de overige balansposten, waaruit een rente- en/of valutapositie blijkt, tegen marktwaarde opgenomen dienen te worden. Voor een lening bijvoorbeeld houdt dit in dat op de balans naast de nominale waarde een correctierekening moet worden opgevoerd, waarop het verschil tussen de rente op die lening en de marktrente wordt bij- of afgeboekt.

We herhalen onze opmerking aan het begin van dit artikel dat we slechts een aanzet tot de discussie omtrent de verwerking van financiële posities in de jaarrekening beogen te geven en we realiseren ons dat de concrete uitwerking ongetwijfeld veel problemen zal opleveren.

Literatuur

- Financiële instrumenten; moderne vormen van financiering en risicobeheersing, redactie P.J.W. Duffhues, J.G. Groeneveld en J. van der Hilst, Kluwer Bedrijfswetenschappen, 1990.
- Griekspoor, G. en J. Klaassen, Opties en jaarrekening, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, sept. 1988, pp. 356-367.
- Haan, H.P. de, De verwerking van Interest Rate- en Currency Swaps (1) en (2), *De Accountant*, april en mei 1987, pp. 363-367 en pp. 424-427.
- Henderson, S.K. en J.A.M. Price, *Currency and Interest Rate Swaps*, Butterworths, London, 2e druk, 1988.
- Schouws, A.P., Financiële instrumenten in de jaarrekening (1) en (2), *De Accountant*, jan. en febr. 1990, pp. 268-273 en pp. 324-329.

Sever, M.V. en R.E. Boisclair, Financial Reporting in the 1990's, *Journal of Accountancy*, jan. 1990, pp. 36-41.
 Shapiro, A.C., *Multinational Financial Management*, Allyn and Bacon, Boston, 3e druk, 1989.

Noten

- 1 Met dank aan Drs. J.G. Groeneveld RA en P.L.C.A. Koolen RA voor hun commentaar naar aanleiding van de concept-versie van dit artikel.
- 2 Hier wordt de kasopbrengst in de eigen valuta bedoeld die – afhankelijk van de in de verslaggeving gehanteerde grondslagen – in aanzienlijke mate kan afwijken van het boekhoudkundige resultaat.
- 3 De hoeveelheid literatuur op het gebied van financiële

innovaties is groot. Voor wie zich hierin nader wil verdiepen is *Multinational Financial Management* van A.C. Shapiro (1989) een geschikt handboek. Verder is het onlangs verschenen boek onder redactie van P.J.W. Duffhues, J.G. Groeneveld en J. van der Hilst (1990) genaamd *Financiële instrumenten* aan te bevelen.

4 Voor zover een financieel instrument fungeert als volledige dekking van een of meer balanspost(en), is het gevolg van deze handelwijze dat de nettopositie op verkrijgingsprijs (hup) wordt gefixeerd en er geen rente- en valutaresultaat ontstaat. Dit komt omdat de fluctuaties in de marktwaarde van de balanspost(en) en van het financieel instrument elkaar precies compenseren, wat uiteindelijk ook het doel van de matching is. Balansposten, die onderhevig zijn aan rente- en valutarisico, en waar geen dekking in de vorm van financiële instrumenten tegenover staat, leiden bij waardering tegen marktwaarde wél tot een rente- en valutaresultaat.

Bijlage: Voorbeeld van verwerking in de jaarrekening

Uitgegaan wordt van een Nederlandse onderneming met twee debiteuren. De transacties met deze debiteuren zijn op 1 december 1990 en de betaling op 31 januari 1991. Er wordt geabstraheerd van wanbetalingsrisico. Beide debiteuren zullen precies op 31 januari 1991 betalen. De eerste debiteur betreft een Duitse afnemer waaraan voor DM 100 is verkocht. De tweede debiteur is een Amerikaanse afnemer waaraan voor \$ 50 is verkocht. Op 1 december 1990 wordt een valutatermijncontract voor deze laatste transactie afgesloten. Het contract bepaalt dat op 31 januari 1991 \$ 50 verkocht wordt tegen de koers van 1.60. Er wordt van transactiekosten afgezien. Het koersverloop van de DM en de \$ is als volgt:

<i>datum</i>	<i>1 DM</i>	<i>1 \$</i>
1 dec 1990	1.20	1.60
31 dec 1990	1.15	1.80
31 jan 1991	1.10	2.00

De verwerking in de jaarrekening kan op verschillende waarderingsgrondslagen geschieden. Zowel de debiteuren als de termijncontracten kunnen tegen hup (i.c. historische wisselkoers) of tegen marktwaarde (i.c. wisselkoers op balansdatum) in de balans worden opgenomen. Daarnaast kunnen termijncontracten ook niet in de balans worden opgenomen en slechts in de toelichting worden vermeld. Van de zes vermogens- en resultaatopstellingen, die hierdoor mogelijk zijn, zullen we er drie bespreken.

MAB

Situatie 1: Debiteuren tegen hup, termijncontract niet in de balans

Balans 31 dec. '90		Res. Rek. '90		Res. Rek. '91	
deb1	120			res.deb1	10
(100×1.20)				100×(1.2-1.1)	
deb2	80			contract	20
(50×1.60)				50×(2.0-1.6)	

Debiteur 1 is op 31 december slechts 115 waard, terwijl hij voor 120 op de balans staat. Het valutaverlies is eigenlijk 5 ($100 \times (1.20 - 1.15)$) in 1990 en 5 ($100 \times (1.15 - 1.10)$) in 1991, terwijl volgens deze opstelling het verlies pas in 1991 genomen wordt. Ten aanzien van debiteur 2 en het contract klopt zowel de waarde op 31 december als het ontbreken van een netto-valutaresultaat in 1990 en 1991.

Situatie 2: Debiteuren tegen marktwaarde, termijncontract niet in de balans

Balans 31 dec. '90		Res. Rek. '90		Res. Rek. '91	
deb1	115	res.deb1	5	res.deb1	5
(100×1.15)		100×(1.2-1.15)		100×(1.15-1.1)	
deb2	90	res.deb2	10	res.deb2	10
(50×1.80)		50×(1.8-1.6)		50×(2.0-1.8)	
				contract	20
				50×(2.0-1.6)	

De vermogenswaarde en het valutaresultaat van debiteur 1 is nu juist weergegeven. De waarde van debiteur 2 is echter te hoog opgenomen. Door het valutatermijncontract is de waarde gefixeerd op 80. Er is geen valutaresultaat op debiteur 2 en het termijncontract voor beide perioden. De resultatenrekening van 1990 toont echter een winst van 10 en die van 1991 een verlies van 10 voor debiteur 2 en het contract.

Situatie 3: Debiteuren en termijncontract tegen marktwaarde in de balans

Balans 31 dec. '90		Res. Rek. '90		Res. Rek. '91	
deb1	115	contract	10	res.deb1	5
(100×1.15)		50×(1.8-1.6)		100×(1.15-1.1)	
deb2	90	res.deb1	5	res.deb2	10
(50×1.80)		100×(1.2-1.15)		50×(1.8-1.6)	
		contract	10	contract	10
		50×(1.8-1.6)		50×(2.0-1.8)	

Debiteur 1 is 115 waard op 31 december.

Door de daling van de DM is in beide perioden het valutaresultaat 5. Uit de balans blijkt dat debiteur 2 en het contract 80 waard zijn. Terecht verschijnt er hiervan geen nettoresultaat in de resultatenrekeningen.