

NHH



NORGES HANDELSHØYSKOLE  
Bergen, Høst 2016

# Håndtering av valutarisiko i Gjensidige Forsikring

*Med fokus på sikring av overskuddskapital*

**Eirik Løwer Anfinsen**

**Veileder: Thore Johnsen**

Masterutredning, Finansiell økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen eller sensorer inntår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet

## Innholdsfortegnelse

Innholdsfortegnelse.....	2
Tabelloversikt.....	5
Forord.....	8
Sammendrag.....	9
1.0 INNLEDNING.....	10
1.1 Problemstilling.....	10
1.2 Bakgrunn for valg av tema.....	11
1.3 Motivasjon og målsetting med oppgaven.....	11
1.4 utfordringer underveis.....	12
1.5 Oppgavens oppbygning .....	12
2.0 LITTERATURGJENNOMGANG.....	13
2.1 Teoretisk bakgrunn for problemstillingen.....	13
2.1.1 Gjensidige Forsikring ASA.....	13
2.1.2 Kapitalstyring i Gjensidige.....	14
2.1.3 Gjensidiges virksomheter i utlandet.....	15
2.1.4 Translasjonsrisiko.....	16
2.1.5 Regnskapsmessige konsekvenser.....	16
2.1.6 Risikotoleranse i Gjensidige.....	18
2.1.7 Valutasikring.....	18
2.1.8 Finansielle mål i konsernet.....	21
2.1.9 Problemstilling.....	23
2.2 Risikostyring i praksis.....	23
2.2.1 Identifisering av valutarisiko.....	23
2.2.2 Kvantifisering av valutarisiko.....	24
2.2.3 Konkurransmessig påvirkning av valutarisiko.....	24

2.2.4	Potensielle konsekvenser av valutarisiko.....	24
2.2.5	Risikotoleranse og risikoholdning.....	24
2.2.6	Avdekning av valutarisiko.....	25
<b>3.0</b>	<b>METODE.....</b>	<b>26</b>
3.1	Undersøkellesdesign.....	26
3.2	Datainnsamling.....	26
3.2.1	Primærdata.....	26
3.2.2	Sekundærdata.....	27
3.3	Behandling av innsamlet data.....	28
3.4	Kildekritikk.....	29
<b>4.0</b>	<b>SIKRINGSMETODER.....</b>	<b>29</b>
4.1	Metode 1: Valutaderivater uten sikringsbokføring.....	30
4.2	Metode 2: Valutaderivater med sikringsbokføring.....	30
4.3	Metode 3: Ta bevisste valutaposisjoner i morselskapet.....	31
4.4	Metode 4: Ta bevisste valutaposisjoner i datterselskap.....	31
<b>5.0</b>	<b>PRESENTASJON OG ESTIMERING AV TALL.....</b>	<b>32</b>
5.1	Resultatpost.....	32
5.2	Balanseposter.....	32
5.3	Estimering av skadeforsikring.....	32
5.4	Fordeling i virksomhetene.....	34
5.5	Fordeling i Danmark og Sverige.....	35
5.6	Presentasjon av estimerte tall.....	35
5.7	Balanseoppstilling NOK.....	37
5.8	Utrekning av prosentsatser for kapitalkravet.....	37
5.9	Nøkkeltall.....	40
5.10	Skatt.....	43

6.0	ANALYSE.....	44
6.1	Valutaendringers påvirkning på overskuddskapitalen.....	44
6.1.1	Kapitalkrav ved valutaendringer.....	44
6.1.2	Ingen valutasikring.....	45
6.2	Metoder for sikring av valutarisikoen i Gjensidige.....	50
6.2.1	Metode 1: Valutaderivater uten sikringsbokføring.....	51
6.2.2	Metode 2: Valutaderivater med sikringsbokføring.....	54
6.2.3	Metode 3: Ta bevisste valutaposisjoner i morselskapet.....	56
6.2.4	Metode 4: Ta bevisste valutaposisjoner i datterselskapene.....	62
7.0	DISKUSJON OG DRØFTING.....	68
7.1	Hvordan påvirkes overskuddskapitalen av valutaendringer.....	68
7.2	Metoder for sikring av valutarisikoen i Gjensidige.....	69
8.0	KONKLUSJON.....	73
9.0	BEGRENSNINGER OG VIDERE FORSKNING.....	74
9.1	Forslag til videre forskning.....	74
9.2	Begrensninger i oppgaven.....	75
	REFERANSELISTE.....	76

## Tabelloversikt

Tabell 1: Kapitaloverskudd i konsernet.....	21
Tabell 2: Finansielle mål i konsernet.....	21
Tabell 3: Estimering av Skadeforsikring.....	33
Tabell 4: Fordeling i virksomhetene.....	34
Tabell 5: Fordeling i Danmark og Sverige.....	35
Tabell 6: Presentasjon av estimerte tall.....	36
Tabell 7: Balanseoppstilling NOK.....	37
Tabell 8: Kapitalkrav for 4.kvartal 2015.....	37
Tabell 9: Kapitalkrav for hver valuta.....	39
Tabell 10: Kapitalkrav NOK.....	39
Tabell 11: Overskuddskapital for 4.kvartal 2015.....	40
Tabell 12: Tilgjengelig kapital utgangspunkt.....	41
Tabell 13: Resultatoppstilling utgangspunkt.....	42
Tabell 14: Egenkapitalavkastning utgangspunkt.....	42
Tabell 15: Utbetalt utbytte utgangspunkt.....	43
Tabell 16: Valutakursendringer.....	44
Tabell 17: Sum kapitalkrav ved valutaendringer.....	44
Tabell 18: Opprinnelig balanseoppstilling i hver valuta.....	45
Tabell 19: Balanseoppstilling ved valutaendringer.....	46
Tabell 20: Summering av balanseoppstilling NOK ved valutaendringer.....	46
Tabell 21: Tilgjengelig kapital ved valutaendringer.....	47
Tabell 22: Overskuddskapital ved valutaendringer.....	47
Tabell 23: Omregningsdifferanser.....	48
Tabell 24: Resultatoppstilling ved valutaendringer.....	48
Tabell 25: Egenkapital konsern ved valutaendringer.....	48
Tabell 26: Gjennomsnittlig egenkapital ved valutaendringer.....	49
Tabell 27: Egenkapitalavkastning ved valutaendringer.....	49
Tabell 28: Utbetaling av utbytte ved valutaendringer.....	49
Tabell 29: Oppsummering av effektene på nøkkeltall ved valutaendringer.....	50
Tabell 30: Tilgjengelig kapital ved metode 1.....	51
Tabell 31: Overskuddskapital ved metode 1.....	52
Tabell 32: Resultatoppstilling ved metode 1.....	52

Tabell 33: Egenkapitalavkastning ved metode 1.....	52
Tabell 34: Utbetaling av utbytte ved metode 1.....	53
Tabell 35: Oppsummeringstabell for metode 1.....	53
Tabell 36: Resultatoppstilling ved metode 2.....	54
Tabell 37: Egenkapitalavkastning ved metode 2.....	55
Tabell 38: Utbetaling av utbytte ved metode 2.....	55
Tabell 39: Oppsummeringstabell for metode 2.....	55
Tabell 40: Tilgjengelig kapital for hver valuta.....	56
Tabell 41: Valutaposisjon for å dekke kapitalkrav i hver valuta.....	57
Tabell 42: Valutaposisjoner i NOK ved hver valutaendring.....	57
Tabell 43: Resultatoppstilling ved metode 3.....	58
Tabell 44: Egenkapital konsern ved metode 3.....	59
Tabell 45: Ny egenkapital Skadeforsikring ved metode 3.....	59
Tabell 46: Tilgjengelig kapital ved metode 3.....	59
Tabell 47: Overskuddskapital ved metode 3.....	60
Tabell 48: Gjennomsnittlig egenkapital ved metode 3.....	60
Tabell 49: Egenkapitalavkastning ved metode 3.....	60
Tabell 50: Utbetaling av utbytte ved metode 3.....	61
Tabell 51: Oppsummeringstabell for metode 3.....	61
Tabell 52: Valutaposisjon NOK ved metode 4.....	62
Tabell 53: Ny egenkapital ved metode 4.....	62
Tabell 54: Ny egenkapital NOK ved metode 4.....	63
Tabell 55: Tilgjengelig kapital ved metode 4.....	64
Tabell 56: Overskuddskapital ved metode 4.....	64
Tabell 57: Omregningsdifferanser ved metode 4.....	65
Tabell 58: Resultatoppstilling ved metode 4.....	65
Tabell 59: Egenkapital konsern ved metode 4.....	66
Tabell 60: Gjennomsnittlig egenkapital ved metode 4.....	66
Tabell 61: Egenkapitalavkastning ved metode 4.....	66
Tabell 62: Utbetaling av utbytte ved metode 4.....	67
Tabell 63: Oppsummeringstabell for metode 4.....	67
Tabell 64: Oppsummering av effektene uten valutasikring.....	68
Tabell 65: Oppsummering av effektene ved metode 1.....	68

Tabell 66: Oppsummering av effektene ved metode 2.....	69
Tabell 67: Oppsummering av effektene ved metode 3.....	70
Tabell 68: Oppsummering av effektene ved metode 4.....	71
Tabell 69: Effekt på nøkkeltall ved ti prosent økning i valutakursene.....	72
Tabell 70: Effekt på nøkkeltall ved ti prosent reduksjon i valutakursene.....	72

## Forord

Med denne masterutredningen fullfører jeg herved min mastergrad ved Norges Handelshøyskole i Bergen. Jeg vil benytte muligheten til å rette en stor takk til min veileder, Thore Johnsen, som har vært en viktig støttespiller hele veien. Han har bidratt med konstruktive innspill og tilbakemeldinger underveis, i en krevende arbeidsprosess.

Jeg er også takknemlig for all hjelpen jeg har fått fra ansatte i Gjensidige, deriblant:

- Finansdirektør Jostein Amdal
- Senior analytiker Lars Fauskrud
- Leder kapitalmodelleringsavdelingen Martin Augustin
- Regnskapsdirektør Karen-Elise Christoffersen

Jeg setter stor pris på at de har tatt seg tid til å hjelpe meg med arbeidet slik at oppgaven kunne bli så god og valid som mulig.

Temaet for oppgaven går på valutarisiko med påfølgende sikring, med fokus på litt andre type metoder enn de jeg har vært innom i andre fag gjennom studietiden. Oppgaven skiller seg derfor litt ut sammenlignet med hva andre har skrevet om valutasikring tidligere. Det har gjort at oppgaven både har vært lærerik og interessant, men det har også gitt visse utfordringer, spesielt tilknyttet litteratursøkingen. Kildene har derfor i stor grad kommet fra årsrapporter og ansatte i Gjensidige. Mye av tiden har da blitt brukt til å forstå selve tanken og essensen bak de forskjellige metodene, og hvordan jeg best kan få formidlet dette i oppgaven slik at den er forståelig for alle.

Det har dermed vært en lang og hard arbeidsprosess som har stilt store krav til både tidsbruk og kompetanse, men jeg føler at jeg sitter igjen med mye nyttig lærdom på et spennende tema. Jeg håper at denne masterutredningen kan ha nytteverdi både for Gjensidige og andre som har interesse av temaet.

Bergen, desember, 2016.

---

Eirik Løwer Anfinsen



## Sammendrag

Denne masterutretningen kvantifiserer valutarisikoen i Gjensidige og tester ut den optimale metoden for å sikre stabil overskuddskapital i selskapet. Gjensidige endret valutastrategi fra og med tredje kvartal 2015 til å sikre stabil overskuddskapital for å opprettholde A-rating i henhold til Standard & Poor`s-modellen. Tidligere hadde de som mål å sikre egenkapitalen i konsernet.

Analysen går ut på å teste ut Gjensidiges nåværende strategi for sikring av overskuddskapital og øvrige nøkkeltall sammenlignet med andre metoder. For å besvare problemstillingen ble det først brukt et eksplorativt design og dermed kvalitativ metode, for så å ta i bruk en mer kvantitativ tilnærming. Teoridelen tar for seg den teoretiske bakgrunnen for problemstillingen:

*Hvordan påvirkes Gjensidiges overskuddskapital og andre nøkkeltall av valutaendringer, og hvordan skal de sikre seg mot det?*

Sammenhengen mellom valutarisiko og tilgjengelig kapital i Gjensidige er at tilgjengelig kapital svinger som følge av valutaendringer i de utenlandske datterselskapene og filialene. Analysen har forsøkt å kartlegge i hvilken grad valutaendringer slår ut på nøkkeltallene, og dermed hva som ville ha vært konsekvensen av å ikke ha noen tiltak mot risikoen. Funnene fra denne analysen tilsa at det ville være hensiktsmessig å innføre en form for sikring av valutaeffektene.

I den videre analysen ønsket jeg å komme fram til hva som ville være den optimale strategien for Gjensidige å håndtere translasjonsrisikoen på. Metodene jeg har analysert er sikring via valutaderivater, både med og uten sikringsbokføring, samt to forskjellige metoder for sikring gjennom å ta valutaposisjoner.

Basert på analysen konkluderte jeg med at den beste metoden for håndtering av translasjonsrisiko i Gjensidige er å ta valutaposisjoner i datterselskap og filialer. Dette er også selskapets strategi i dag. Et interessant funn var at den tidligere strategien, valutaderivater med sikringsbokføring, faktisk slo dårligst ut på hovedmålet om stabil overskuddskapital.

## 1.0 Innledning

I denne delen vil jeg foreta en presentasjon av problemstillingen, bakgrunn for valg av tema og motivasjon med oppgaven, samt utfordringer underveis.

### 1.1 Problemstilling

Denne oppgaven skal finne den optimale metoden for å håndtere valutarisiko i forsikringsselskapet Gjensidige ASA. Dette er et dagsaktuelt tema fordi Gjensidige nylig endret strategi fra å sikre egenkapitalen i selskapet til å sikre overskuddskapitalen. Overskuddskapitalen omtales som bufferkapitalen over strengeste kapitalkrav. Hensikten med denne sikringen er å opprettholde en A-rating i Standard & Poor`s-modellen. Betydningen av dette vil utdypes nærmere under teoridelen i neste kapittel.

Gjensidige er et multinasjonalt selskap og vil derfor være eksponert mot svingninger i de aktuelle valutakursene ved omregning til norske kroner. Valutaendringer kan derfor være med på å både øke og redusere konsernets kapital. Resultatet av dette vil være at overskuddskapitalen svinger, samtidig som at viktige finansielle nøkkeltall kan bli påvirket i negativ retning.

Problemstillingen vil innledningsvis omhandle i hvilken grad Gjensidige er påvirket av valutaendringer i sine utenlandske virksomheter. Videre skal jeg undersøke den optimale metoden for å håndtere denne risikoen. Nåværende metode testes ut ved å sammenligne den med andre aktuelle metoder, med fokus på effektene på overskuddskapitalen og andre viktige nøkkeltall. Det som gjør forskningen interessant er at Gjensidige nylig innførte en ny måte å håndtere valutarisikoen på. Problemstillingen lyder derfor slik:

*Hvordan påvirkes Gjensidiges overskuddskapital og andre nøkkeltall av valutaendringer, og hvordan skal de sikre seg mot det?*

Den teoretiske bakgrunnen for problemstillingen vil presenteres i kapittel 2.

## 1.2 Bakgrunn for valg av tema

Temaet for oppgaven er å identifisere valutarisiko i et konsern med translasjonsrisiko, samt risikostyringen tilknyttet det. Jeg har tatt utgangspunkt i forsikringsselskapet Gjensidige Forsikring ASA ettersom jeg har gode kontakter i dette selskapet. Valg av tema ble bestemt etter Gjensidiges eget ønske. De ville at jeg skulle teste og forklare den nye sikringsmetoden de tok i bruk fra sommeren 2015. Det har gjort at flere av Gjensidiges ansatte har fått interesse for denne oppgaven, noe som virkelig har økt min egen motivasjon under arbeidsprosessen.

Valutasikring er et tema jeg var kjent med fra flere andre fag, blant annet gjennom internasjonal finans. Kunnskap om omregning av utenlandsk valuta fra datterselskap til morselskap var noe jeg hadde opparbeidet meg gjennom faget finansregnskap. Det ga meg et godt grunnlag for oppgaveskrivingen, selv om dette viste seg å bare være en liten del av oppgaven.

## 1.3 Motivasjon og målsetting med oppgaven

Motivasjonen bak valget av tema og problemstilling var å kunne skrive om noe som ikke har blitt skrevet om av mange før meg, og samtidig kunne kombinere det med opparbeidet kunnskap gjennom studiene. Det har vært spennende å teste ut en metode som strider noe mot den generelle tankegangen rundt valutasikring. Jeg kunne ikke finne noen masteroppgaver med en lignende type vinkling, og det er nettopp det som gjør at jeg både håper og tror at oppgaven er relevant og interessant for flere. Det har vært lærerikt å se hvordan valg av ulike sikringsstrategier slår forskjellig ut på ulike finansielle nøkkeltall. Oppgaven har derfor vært spennende og faglig utfordrende.

Målsettingen med oppgaven er å teste ut om Gjensidiges nye sikringsmetode egner seg i praksis, gjennom identifisering av styrker og svakheter. En annen målsetting har vært å skrive en oppgave med høy informasjonsverdi for leseren, ved å bringe en ny vinkling inn i et allerede godt analysert forskningsområde. Jeg håper at oppgaven kan bidra til at man forstår både gjennomføringen og effekten av sikringsmetoden, og at oppgaven derfor kan ha nytteverdi for både Gjensidiges ansatte og øvrige interessenter.

## 1.4 utfordringer underveis

Forutsetningene for oppgaven har bydd på faglige utfordringer underveis. Årsaken er at det er tatt i bruk metoder som ikke er beskrevet i de tradisjonelle lærebøkene. Det har ført til utfordringer når det kommer til litteratursøking. Det har også gjort at det har vært vanskelig å finne noe å sammenligne arbeidet med slik at man får bekreftet at man er på rett spor underveis. Oppgaven i seg selv var derfor noe uklar i begynnelsen, hvilket gjorde at jeg måtte gå nye veier i informasjonshenting. Hovedkildene i oppgaven er blitt hentet gjennom flere personlige samtaler med ansatte i Gjensidige.

En annen utfordring er at forsikringselskaper er underlagt lover og reguleringer som øker kompleksiteten av oppgaven. Selskapet er i tillegg børsnotert og på grunn av strenge krav til bruk av innsideinformasjon har detaljer rundt valutaposisjoner, kapitalkrav og kapitalberegninger i enkelte selskaper ikke vært tilgjengelig. Utfordringen har vært å estimere et regnskap og en balanse med tall som viser en forenkling av disse reglene, men som samtidig er så realistiske at de samsvarer med virkelige tall.

Dette har blitt håndtert gjennom nøye, teoretisk gjennomgang og med hjelp fra teoretikere innenfor området. Denne prosessen synes jeg har vært vellykket ettersom sentrale aktører i selskapet har gått god for tallene og oppsettet jeg kom fram til. Det har derfor vært en krevende arbeidsprosess, men jeg har lært svært mye om hvordan sikring av kapitalposisjoner kan foregå i multinasjonale selskaper, samt om sammenhenger i regnskapet som jeg ikke hadde kjennskap til.

## 1.5 Oppgavens oppbygning

Kapittel 1: Presentasjon av bakgrunn, motivasjon, målsetting og utfordringer med oppgaven.

Kapittel 2: Teoretisk bakgrunn for å forstå problemstillingen.

Kapittel 3: Metodebruken.

Kapittel 4: Sikringsmetodene som er brukt i analysen.

Kapittel 5: Presentasjon av hvordan tallene i analysen er estimert.

Kapittel 6: Analysen i oppgaven.

Kapittel 7: Drøfting og sammenligning av resultatene.

Kapittel 8: Konklusjonen.

Kapittel 9: Begrensning og forslag til videre forskning.

## 2.0 Litteraturgjennomgang

I dette kapittelet vil jeg gjøre rede for den teoretiske bakgrunnen for analysen. Denne delen er også viktig for å forstå hva problemstillingen går ut på. Jeg presenterer deretter en trinnvis metode for å besvare problemstillingen.

### 2.1 Teoretisk bakgrunn for problemstillingen

#### 2.1.1 Gjensidige Forsikring ASA

Gjensidige Forsikring ASA er et av Nordens største skadeforsikringselskaper notert på Oslo Børs og er morselskapet i Gjensidige Forsikring konsern, med datterselskaper i henholdsvis Bank, Livs- og Skadeforsikring. Konsernet tilbyr forsikring til privatpersoner og næringslivet i både Norge, Danmark, Sverige og i de tre baltiske statene, gjennom datterselskaper og filialer. I Norge tilbyr de i tillegg banktjenester, pensjon- og spareprodukter til kundene sine.

#### *Konsern*

Man kan definere et konsern som en sammenslutning av juridisk selvstendige selskaper som utgjør én økonomisk enhet (Kvifte, Toftedal og Bernhoft, 2011, s. 181). En annen definisjon finner man i regnskapsloven § 1-3: ”*Et morselskap utgjør sammen med et datterselskap eller datterselskaper et konsern*”.

Et konsern opprettes når et selskap har bestemmende innflytelse over et annet selskap. Morselskapet har kontrollen, mens datterselskapet direkte eller indirekte blir holdt kontroll over. Kontrollen utøves gjennom eierskap eller ved stemmeflertall i det andre selskapets øverste organ. De kan også ha kontroll uten å ha stemmeflertall. I disse tilfellene må det foreligge en konkret vurdering på andre relevante forhold. Det kan være å ha kontroll gjennom makt til å styre de finansielle og operasjonelle beslutningene i selskapet (Kvifte mfl., 2011, s. 182).

#### *Filial*

En filial er en selvstendig underavdeling av en bedrift, ofte i et annet land enn hovedavdelingen og med en annen funksjonell valuta. Det vil si at de har samme eier. En filial er altså ikke et eget selskap, bare en egen enhet (US Branch Office). De opererer uten verken krav til egenkapital eller styre, men de kan ha krav om å levere et eget årsregnskap og

andre krav avhengig av lover i det landet filialen opererer i. En filial skiller seg derfor ut fra datterselskaper ved at selskaper enklere kan overføre kapital til og fra filialer uten at det kreves at det tas opp og godkjennes i styremøte eller i generalforsamling.

## 2.1.2 Kapitalstyring i Gjensidige

Gjensidiges minimum kapitalbehov fastsettes ut i fra det strengeste av følgende tre krav:

- Regulatoriske krav
- Ratingbaserte krav
- Interne risikobaserte krav

De interne kravene brukes kun til intern styring. Alle tre har vedtatte buffere for styringsformål etter bestemmelse fra styret. Den målsatte kapitaliseringen vil ta utgangspunkt i det strengeste kapitalkravet inklusivt den styrevedtatte bufferen, og for øyeblikket er det kreditrating-byrået Standard & Poor`s som har det strengeste kravet (Årsrapport, 2015, s. 89).

Forsikringsvirksomheter er underlagt visse myndighetsbestemte kapitalkrav. Fra og med 1.januar 2016 måtte Gjensidige forholde seg til endrede rammebetingelser, etter at Solvens II-regelverket trådte i kraft. Før måtte de forholde seg til kapitaldekningsreglene (BIS-regler) som regulatoriske krav (Årsrapport, 2015, s. 90).

### *Solvens II*

Solvens II er et felles direktiv for forsikringsselskaper som opererer i EU, som 1.januar 2016 framskaffet et nytt regelverk tilknyttet soliditet som bygger på en 3-pilarstruktur (Finanstilsynet).

- Pilar 1. Krav til verdivurdering av eiendeler og forsikringstekniske avsetninger, kapital og kapitalkrav.
- Pilar 2. Regler for risikostyring og internkontroll samt tilsynsmessig kontroll og overvåkning.
- Pilar 3. Sikre markeddisiplin gjennom informasjonsplikt overfor offentligheten og rapporteringsplikt overfor tilsynsmyndighetene.

### *Standard & Poor`s-modellen*

Standard & Poor`s (S&P) er et amerikansk kredittratingbyrå som driver med finansiell forskning av kredittverdigheten til selskaper. Selskaper blir analysert etter hvilken grad S&P vurderer det som sannsynlig at de kan innfri forpliktelser overfor kreditorer og investorer. De vurderes på en skala fra C som dårligste rangering til den beste på AAA.

Selskapets finansielle struktur, lønnsomhet, stabilitet i kontantstrøm og langsiktige muligheter for vekst er kriterier kredittratingselskapene ser etter når de skal vurdere hvert selskap.

Moody`s Investors Service og Standard & Poor`s er de mest kjente kredittratingselskapene vi har (Bekaert og Hodrick, 2014, s. 402).

Gjensidige har valgt å bruke Standard & Poor`s-modellen for rapportering av Skadeforsikringsvirksomheten. Det vil si at Bank- og Livsforsikringsvirksomheten trekkes ut av grunnlaget for beregningene i analysen.

### **2.1.3 Gjensidiges virksomheter i utlandet**

Gjensidige har, i tillegg til Norge, i hovedsak filialer i Sverige og Danmark, samt datterselskap med egne filialer i Baltikum.

#### *Sverige*

Gjensidiges svenske virksomhet ble etablert i 2007 etter oppkjøp av forsikringsselskapet Tennant Forsikring. Det ble senere kjøpt enkelte mindre forsikringsporteføljer i tillegg. Selskapet drives i dag som en filial.

#### *Danmark*

Gjensidige kom inn i det danske markedet gjennom oppkjøp av selskapene Fair Forsikring (2006), Kommune Forsikring (2007) og Nykredit Forsikring (2010). Nykredit Forsikring står som et eget selskap, mens øvrig virksomhet drives som en filial.

#### *Baltikum*

I de tre baltiske statene, Latvia, Litauen og Estland, finnes datterselskapene Gjensidige Baltic og PZU med filialer.

### 2.1.4 Translasjonsrisiko

Gjensidige er utsatt for valutarisiko ved endringer i valutakursene til de utenlandske datterselskapene og filialene, såkalt translasjonsrisiko. Andre ord for translasjonsrisiko er regnskapsmessig eksponering, omregningseksponering og regnskapsmessig risiko, men videre i denne oppgaven vil jeg av praktiske hensyn kun omtale det som translasjonsrisiko.

Papaioannou (2006) beskriver at translasjonsrisiko oppstår når et selskap eier eiendeler som er notert i utenlandsk valuta. En valutakursendring fører til at papirverdien på eiendelene til selskapet endres, selv om midlene forblir uendret. Kursendringene kan både øke og senke verdien av eiendelene målt i morselskapets valuta. Risikoen ligger ikke nødvendigvis i faren for å miste papirverdien, men derimot i mangelen på kontroll og stabilitet.

Et eksempel på dette kan være en endring i valutakursen som følge av at et utenlandsk datterselskaps valuta skal omregnes til morselskapets valuta i konsernregnskapet. Den faktiske verdien av datterselskapet i utenlandsk valuta vil være den samme uavhengig av valutaendring, men det fører til en endring i egenkapitalen i konsernet. Det skjer når den måles i morselskapets valuta, og utgjør enten en gevinst eller et tap. En av fordelene med å globalisere en virksomhet er at det fungerer som en diversifisering slik at det reduserer selskapets avhengighet av sitt hjemlige valuta og dermed sprer valutakursrisiko (Hagelin og Pramborg, 2004).

### 2.1.5 Regnskapsmessige konsekvenser av translasjonsrisiko

Et selskap som er utsatt for translasjonsrisiko vil få omregningsdifferanser ved valutaendringer når konsernregnskapet skal gjøres opp ved årets slutt. For å forstå hvor effektene slår ut må det først skilles mellom årsresultat og totalresultat.

#### *Årsresultat og totalresultat*

Årsresultatet er det man normalt omtaler som resultatet, mens totalresultatet inkluderer både årsresultatet og andre inntekter og kostnader. Blant andre inntekter og kostnader, på engelsk omtalt som *other comprehensive income*, kan man blant annet finne verdiendringer i valuta ved omregning av datterselskaper og filialer. Totalresultatet er altså et utvidet resultatbegrep, ved at det inneholder poster som ikke føres i årsresultatet og som ikke er ført direkte mot egenkapitalen, men via andre inntekter og kostnader (Kvifte mfl., 2011, s. 242).



### *Omregning til regnskapsvaluta*

Virksomheter med eiendeler og gjeld i utenlandsk valuta har en verdi i regnskapet som varierer med valutakursen. Utenlandske enheter skal ved konsolidering i konsernregnskapet omregnes fra funksjonell valuta til presentasjonsvaluta etter dagskursmetoden. Dette innebærer at eiendeler og gjeld omregnes til dagskurs, mens resultatpostene omregnes til transaksjonskurs. Det følger av regnskapsloven at *pengeposter skal vurderes til regnskapsvalutakursen på balansedagen*, altså den valutaen som årsregnskapet føres i (Kvifte, Toftedal og Bernhoft, 2011, s. 223). Det kommer også fram av regnskapsloven § 5-9 at *pengeposter i utenlandsk valuta skal vurderes etter kursen ved regnskapsårets slutt*. I et konsern omregnes transaksjoner i utenlandsk valuta om til konsernregnskapets valutakurs på transaksjonstidspunktet.

Regnskapsloven §3-4. Regnskapsvaluta, presentasjonsvaluta og språk:

*Regnskapsvaluta for årsregnskapet skal være norske kroner eller den valuta virksomheten i hovedsak er knyttet til (funksjonell valuta). Morselskap kan anvende funksjonell valuta i konsernregnskapet og norske kroner i selskapsregnskapet. Ved endring av regnskapsvaluta kan omregning skje til kursen på gjennomføringstidspunktet*

### *Omregningsdifferanser*

Omregningsdifferanser er betegnelsen på regnskapsføringen av transaksjoner og poster i utenlandsk valuta. Pengeposter skal omregnes til balansedagens kurs og transaksjoner skal omregnes til transaksjonsdagens kurs. Virkningen av valutakursendringer skal resultatføres. Denne omregningsdifferansen føres direkte mot andre inntekter og kostnader som inngår i totalresultatet som overføres til egenkapitalen og påvirker derfor ikke årsresultatet (Kvifte mfl., 2011, s. 254).

Picker mfl. (2016) beskriver også de resultatmessige påvirkningene av endringer i valutakursene. De kommer fram når pengeposter omgjøres til funksjonell valuta og valutakursene er forskjellige fra når de ble omgjort ved utgangsposisjonen. Endringene som har skjedd i valutakursene i løpet av perioden tas med under *other comprehensive income* (Picker mfl., 2016, s. 685).

### *Årsregnskap*

Et årsregnskap er en formidling av nyttig og relevant informasjon om en bedrifts samlede økonomiske utvikling og finansielle stilling, som har til hensikt å gi brukeren den informasjonen den trenger for å fatte gode beslutninger. Alle regnskapspliktige foretak plikter å utarbeide årsregnskap. Det kommer frem av regnskapsloven § 3-1 at *regnskapspliktige skal for hvert regnskapsår utarbeide årsregnskap og årsberetning i samsvar med bestemmelsene i denne lov. Årsregnskapet og årsberetningen skal fastsettes senest seks måneder etter regnskapsårets slutt.*

Av regnskapspliktige foretak inngår finansinstitusjoner, jf § 1-2, altså Gjensidige Forsikring ASA.

#### **2.1.6 Risikotoleranse i Gjensidige**

Holdningen man har til valutarisiko avhenger av hvor stor risikoaversjon man har. Et selskap som har høy grad av risikoaversjon misliker usikkerhet. Det er normalt å se på forventet avkastning som et gode og risiko som et onde. Man skiller mellom risikoavers, risikonøytral og risikosøkende, fra lavest til høyest grad av risikotoleranse (Bøhren og Michaelsen, 2012, s. 44).

Gjennom samtaler med Gjensidige kom det fram at de har en lav grad av risikotoleranse knyttet til valuta, altså høy risikoaversjon. Årsaken er at forsikringsselskaper er underlagt visse krav om at kundene skal være sikret, noe som begrenser hvor stor risiko man kan ta. De skiller seg ut fra andre selskaper ved at risikoen ikke er borte med en gang varene er solgt. Når de selger forsikring løper risikoen i hele forsikringens løpetid og i mange tilfeller lengre i og med at det kan ta tid før skaden oppdages og rapporteres.

#### **2.1.7 Valutasikring**

Valutamarkedet er åpent 24 timer i døgnet og handelen verden over gjør at valutakursene kan svinge mye. Dette fører til at mange bedrifter som opererer i samhandling med utenlandske bedrifter ønsker å skape en forutsigbarhet i sine pengestrømmer til og fra utenlandsk valuta ved å valutasikre. Hvordan valutasikringen foregår avhenger av bedriftens mål med sikringen. Sikring ikke nødvendigvis er det samme som å fjerne all risiko og usikkerhet. Et velkjent fenomen er at man må ta risiko for å få avkastning over risikofri rente. Sikring går derfor mer på hvilken risiko man er villig til å ta (Loderer og Pichler, 2000). Gjensidige innførte 30.06.15

en ny måte å håndtere valutarisikoen i selskapet på da de endret mål fra å sikre egenkapitalen mot valutaeksponering til å sikre overskuddskapitalen.

### *Tidligere valutasikringsstrategi i Gjensidige*

Gjensidiges tidligere valutasikringsstrategi gikk ut på å sikre valutarisiko ved hjelp av finansielle derivater. Det vil si at man sikret seg slik at valutaposter fra utenlandsk virksomhet ikke skulle påvirke egenkapital, resultat eller egenkapitalavkastning i konsernet.

Sikringsbokføring ble brukt for å sikre valutarisikoen som oppstod i de største filialene og datterselskapene. Valutaposisjonene ble sikret gjennom øremerkede valutarelaterte kontrakter som ble fornyet hvert kvartal på et beløp med samme verdi som investeringene (Årsrapport, 2015, s. 83).

### *Sikringsbokføring*

Det finnes tre typer sikringsbokføring: Virkelig verdisikringer, kontantstrømsikring og utenlandske valutasikringer (Finansiere – BlogGrm, 2012). Fokuset i denne oppgaven ligger på utenlandske valutasikringer som har til hensikt å sikre seg mot endringer i verdien av et utenlandsk valuta. Sikringen føres som justering av omregningsdifferansene.

Sikringsbokføring er en måte å presentere valutaeffekter netto i regnskapet framfor brutto på ulike regnskapslinjer. Det er med andre ord en sikringsstrategi for å unngå volatile resultater, ved å korrigere det regnskapsmessige misforholdet som oppstår ved regnskapsføringen. Hensikten med denne formen for valutaderivatsikring er dermed at den skal hindre påvirkning på års- og totalresultatet.

Sikringsbokføring har ingen betydning for den underliggende driften og lønnsomheten i selskapet, men kun betydning for hvordan verdiendringer vises i resultatet. Den har imidlertid sine ulemper, noe Glaum og Klöcker (2011) poengterer i en artikkel om denne bokføringsmetoden. De påpeker blant annet at den krever kompleks dokumentasjon som er så omfattende at man mange velger å avvike fra den.

### *Ny valutastrategi i Gjensidige*

Midtveis i 2015 endret Gjensidige valutastrategi fra å fokusere på stabil bokført egenkapital til å prioritere stabil overskuddskapital, i henhold til det til enhver tid mest bindende kapitalkravet. De vurderte flere løsninger tilknyttet dette, og endte opp med å håndtere valutarisikoen gjennom å ta *valutaposisjoner i datterselskapene*. Det vil si at de beregnet kapitalkrav for datterselskap og filialer i de respektive valutaene, for så å plassere ut kapital til de utenlandske virksomhetene slik at hvert selskap har tilnærmet lik nettokapital som kapitalkravet. Med andre ord løste de det ved å tilpasse størrelsen på aktiva i utenlandske datterselskaper og filialer slik at overskuddskapitalen i disse ble minimert.

Dette skal videre minimere valutarisiko i overskuddskapitalen til konsernet. Teoretisk skal da svingninger i valutakurser gi svingninger i tilgjengelig kapital i samme størrelsesorden som kapitalkravet. Hensikten er at det skal gi mindre effekt på overskuddskapitalen ved at nettokapital og kapitalkrav svinger i takt når valutakursen endrer seg. De skriver videre at denne strategien har vist seg å være effektiv (Årsrapport, 2015, s. 101).

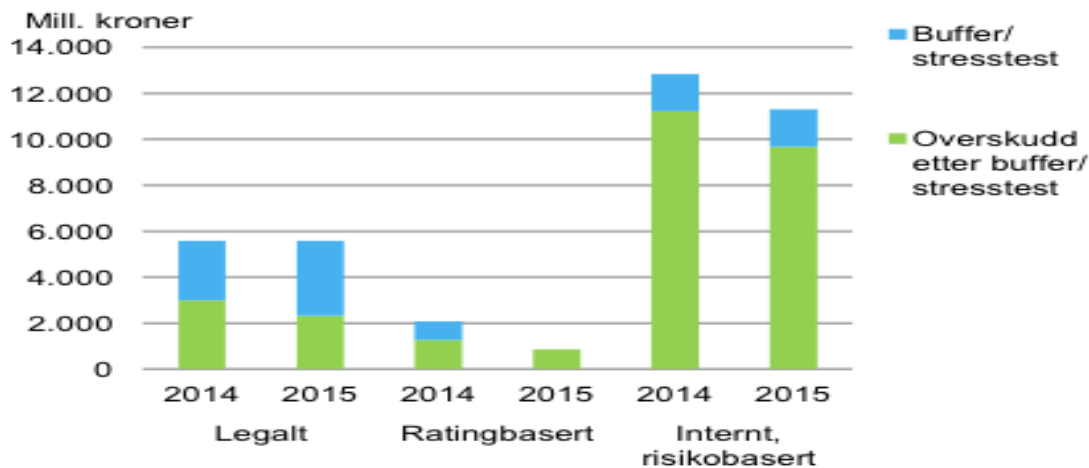
### *Overskuddskapital*

Overskuddskapitalen i Gjensidige defineres som tilgjengelig kapital utover risikobasert krav, beregnet ved hjelp av konsernets økonomiske buffer over det strengeste legale kapitalkravet. Denne bufferen skal være stor nok til å tåle kraftige fall i aksje- og obligasjonskurser, som følge av kurs-, rente- og valutarisiko (Årsrapport, 2015, s. 58). Den tilgjengelige kapitalen består i hovedsak av egenkapitalen i konsernet minus immaterielle eiendeler. Den består også av andre poster, men disse er i liten grad påvirket av valutaendringer.

Kapitalkravet er et krav til soliditet for å oppnå en viss rating, og beregnes ut fra eiendeler og de forsikringstekniske avsetningene, altså gjeldspostene. Dette inkluderer poster fra de ulike datterselskapene og filialene, som videre omregnes til norske kroner. Kapitalkravet vil med andre ord variere med valutakursen når de utenlandske virksomhetene regnes om til norske kroner. Om den danske kronen eksempelvis skulle øke i verdi i forhold til den norske kronen vil kapitalkravet også øke. Utfordringen har da vært å få kapitalen til å variere i takt med endringer i kapitalkravet. Problemstillingen er derfor motsatt av hva man normalt forbinder med valutarisiko og sikring av valutarisiko.

Kapital over strengeste kapitalkrav skal også sikre finansiell fleksibilitet med tanke på organisk vekst og mindre oppkjøp som ikke finansieres av tilbakeholdt overskudd. Samtidig bidrar det til å stabilisere utbyttet over tid (Årsrapport, 2015, s. 89). Tabellen under viser overskuddskapital i Gjensidige de to siste årene ved henholdsvis legalt, ratingbasert og internt kapitalkrav. Man ser at overskuddskapitalen i det ratingbaserte perspektivet gir klart lavest buffer og har dermed det strengeste kapitalkravet.

**Figur 4 – Kapitaloverskudd i konsernet fra ulike perspektiver**



Tabell 1. Kapitaloverskudd i konsernet.

## 2.1.8 Finansielle mål i konsernet

Område	Mål
Egenkapitalavkastning	> 15 %
Utbytte	Nominelt høyt og stabilt. Utdelingsgrad > 70 %
Rating	Opprettholde A-rating fra S&P

Tabell 2. Finansielle mål i konsernet.

Gjensidige har tre finansielle hovedmål i konsernet (<https://www.gjensidige.no>). Dette er fokusområder som skal hjelpe Gjensidige med å styrke sin posisjon i det norske markedet.

### *Egenkapitalavkastning*

Egenkapitalavkastning er et nøkkeltall som viser den prosentvise lønnsomheten i årsresultatet i forhold til gjennomsnittlig egenkapital, som på engelsk er kjent som *return on equity* (ROE) (Bodie, Kane og Marcus, 2013, s.642). Det står i tabell 2 at de har som mål at den skal ligge på minst 15 prosent.

$$(1) \quad \frac{\text{Årsresultat}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}} .$$

### *Utbytte*

Gjensidige har også som mål å utbetale høye og stabile nominelle utbytter til sine aksjeeiere, der den målsatte andelen skal være på minst 70% av årsresultatet etter skatt. Årsresultatet benyttes framfor totalresultatet som følge av en beslutning fra styret. Hensikten er at det skal gi bedre sammenlignbarhet, i og med at årsresultatet brukes i de fleste andre selskaper. I tillegg til dette skal fremtidig overskuddskapital utover målsatt kapitalisering utbetales til eierne over tid.

Utbytte er den vanligste formen for tilbakebetaling av resultater i aksjeselskaper. For giveren representerer utbyttet en utdeling til eierne (Kvifte mfl., 2011, s. 173). Hvorvidt selskapets eiere velger å ta ut utbytte eller ikke, og hvor mye de velger å ta ut, avhenger ofte av bestemte kjennetegn ved selskapet. Norske banker og forsikringsselskaper betaler som regel utbytte hvert år (Bøhren og Michaelsen, 2012, s. 345).

### *Rating*

Den finansielle målsettingen for rating er å opprettholde en A-rating i Standard & Poor`s-modellen. Grunnen til at de kun ønsker en A-rating, og ikke en enda høyere, er at A er et tilstrekkelig nivå for de forsikringskundene som krever en ratet forsikringsgiver. En A-rating betyr også at det ikke er noen sterkere ratede forsikringsselskaper i Norden enn Gjensidige, noe som er viktig for selskapets renommé.

Samtidig er de i noen sammenhenger reassurandør for andre selskaper, og da er generelt A-rating et krav for å tegne forsikring fra disse selskapene. I tillegg vil en A-rating gjøre det

billigere å tegne reassuranse. Det vil si at Gjensidige slipper å bære all risikoen selv ved store naturskader i selskaper de har tegnet forsikring i.

### **2.1.9 Problemstilling**

Problemstillingen i denne oppgaven blir som tidligere nevnt å se hvordan Gjensidiges overskuddskapital påvirkes av svingninger i valutakurs. Videre vil jeg se på hvordan metoden for sikring av overskuddskapital gjennom overføring av kapital egner seg sammenlignet med andre metoder som ble vurdert av Gjensidige. Jeg kommer til å fokusere på hvordan de forskjellige sikringsmetodene, som utdypes senere i oppgaven, slår ut på nøkkeltallene som Gjensidige styrer sine finansielle mål etter.

Problemstillingen for denne masterutredningen er derfor formulert på følgende måte:

*Hvordan påvirkes Gjensidiges overskuddskapital og andre nøkkeltall av valutaendringer, og hvordan skal de sikre seg mot det?*

## **2.2 Risikostyring i praksis**

Mellemseter og Mørch (2006) beskriver en anbefalt metode på seks trinn for å håndtere risikostyring i praksis.

### **2.2.1 Identifisering av valutarisiko**

Selskapene må først identifisere hva slags type valutarisiko de er utsatt for.

Papaoannou (2006) deler valutarisiko i tre hovedtyper:

- Transaksjonsrisiko
- Økonomisk risiko
- Translasjonsrisiko

#### *Transaksjonsrisiko*

Transaksjonsrisiko forekommer om man har risiko tilknyttet endring i valuta i perioden mellom kontraktsinngåelse og tidspunkt for oppgjør. Slike transaksjoner kan bestå av kjøp og salg, samt lån og plassering i fremmed valuta. Risikoen kan være at fremtidige inntekter ikke er like store som utgiftene i valuta.

### *Økonomisk risiko*

Økonomisk eksponering er risikoen som reflekterer hva slags effekt endringer i valutakurs har på selskapets nåverdi av framtidige kontantstrømmer. Dette er en risiko man vil være utsatt for selv om bedriften ikke opererer med utenlandsk valuta i noen grad. Grunnen til dette er at konkurrenter med eiendeler i utenlandsk valuta kan de tilegne seg en fordel over selskapet om valutaeffektene slår gunstig ut.

### *Translasjonsrisiko*

Translasjonsrisiko er beskrevet under punkt 2.1.4 på side 16. Denne oppgaven fokuserer utelukkende på translasjonsrisiko og derfor vil ikke de øvrige formene for valutarisiko behandles videre i oppgaven.

## **2.2.2 Kvantifisering av valutarisiko**

Når bedriftens valutarisiko er identifisert, er neste steg å kvantifisere risikoen. Det kan gjøres ved å beregne sannsynligheten for ulike utfall og deretter se på hvilke konsekvenser det har for regnskapet og balansen.

## **2.2.3 Konkurransemessig påvirkning av valutarisiko**

Det neste steget vil videre være å kartlegge hvordan selskapets konkurransemessige situasjon påvirker, og påvirkes av, valutarisiko.

## **2.2.4 Potensielle konsekvenser av valutarisiko**

Om man tidligere i analysen anslo valutarisikoen som betydelig, kan det være hensiktsmessig å kartlegge de finansielle effektene den kan ha på selskapet.

## **2.2.5 Risikotoleranse og risikoholdning**

Avhengig av de kartlagte konsekvensene av valutarisikoen i selskapet, vil et naturlig neste steg være å vurdere egen risikotoleranse og risikoholdning til det hele. Det vil si hvilken evne bedriften har til å leve med denne finansielle risikoen. Faktorer som påvirker dette kan være soliditet, og evne til å generere stabile og høye overskudd.



### **2.2.6 Avdekning av valutarisiko**

Det siste steget i denne analysen blir å finne optimal måte å avdekke valutarisikoen på. Man må da vurdere optimal sikringshorisont, sikringsgrad, tidspunkt for valutasikring, samt valg av sikringsinstrumenter. Loderer og Pichler (2000) beskriver fire enkle, generelle metoder man kan forholde seg til valutarisiko på så snart den både er identifisert og kvantifisert.

#### *Unngå risiko*

En måte å unngå valutarisiko på er å unngå handler i utlandet ved å kun fakturere i hjemmevaluta. Dette er imidlertid ikke noe som lett kan la seg gjøre i en åpen økonomi.

#### *Redusere risiko for tap*

En måte man kan redusere valutarisikoen på er ved å flytte produksjonen inn i den utenlandske sonen. Valutarisiko vil fortsatt være til stede når overskuddet skal føres tilbake til hjemlig valuta.

#### *Flytte risiko til andre*

Gjennom forwardkontrakter og valutaopsjoner kan man flytte risiko over på andre. En annen metode å flytte valutarisikoen over på andre kan være gjennom å diversifisere, ved å spre valutarisikoen på flere valutaer. Dette bør helst være valutakurser med motsatt korrelasjon, da dette vil gi en naturlig sikringsprosess.

#### *Ta risiko*

Den siste måten å forholde seg til valutarisiko på er å velge og ta risikoen. Om man beslutter seg for dette betyr det som regel at man anser risikoen som akseptabel.

Denne metoden er kun et utgangspunkt og kommer ikke til å følges trinn for trinn videre i oppgaven. Hovedfokuset vil være på kvantifisering og avdekning av valutarisiko. Årsaken er at de to trinnene er viktigst for å besvare problemstillingen.

## **3.0 Metoder**

Jeg vil i denne delen forklare hvordan jeg har gått fram for å besvare problemstillingen.

Det foretas også en kritisk drøfting av denne fremgangsmetoden, med fokus på reliabilitet, validitet og vurdering av kilder.

### **3.1 Undersøkellesdesign**

Første steg i prosessen var å identifisere hvilket undersøkelsesdesign som egnet seg best til å besvare problemstillingen. Valget man gjør her vil være viktig med tanke på hvor gyldig og pålitelig oppgaven vil være (Jacobsen, 2005).

#### *Eksplorativt design*

Problemstillingen har gått ut på å finne ut hvordan Gjensidiges overskuddskapital påvirkes av translasjonsrisiko og hvordan de bør håndtere det. Det var derfor nødvendig å finne så mange detaljer og nyanser som mulig for å besvare problemstillingen. Jeg følte at et eksplorativt design ville være den beste framgangsmåten for å skaffe oversikt over temaet og problemstillingen i denne oppgaven. Målet med et eksplorativt design er å forstå det aktuelle fagområdet på best mulig måte (Gripsrud, Silkoset, Olsson, 2010).

#### *Deskriptivt design*

Etter å ha fått en grunnleggende forståelse av fagområdet var det viktig å beskrive området jeg analyserer på en bestemt måte, og derfor ble deskriptivt design benyttet videre i oppgaven. Formålet med deskriptivt design å analysere nivået på bestemte variabler og se sammenhengen mellom dem (Gripsrud mfl., 2010). Dette ble gjort gjennom å se på hvilken effekt hver metode ga på nøkkeltall hos Gjensidige.

### **3.2 Datainnsamling**

Datainnsamlingen avhenger av om man velger en kvalitativ- eller kvantitativ tilnærming og om man skal innhente primær- eller sekundærdata (Jacobsen, 2005).

#### **3.2.1 Primærdata**

Et kjennetegn på primærdata er at det er en type informasjon som ikke er hentet inn før (Gripsrud mfl., 2010). Med andre ord er det noe man har samlet inn selv for å svare på

problemstillingen. For å skaffe meg en oversikt over temaet og problemstillingen i oppgaven har jeg vært nødt til å innhente data som ikke ligger tilgjengelig i lærebøker eller artikler. Dette har blitt anskaffet gjennom møter med ansatte i selskapet, en form for kvalitativ metode.

### *Kvalitativ metode*

Kvalitativ metode benyttes ved uklare problemstillinger når målet er å anskaffe data i form av tekst. Metoden kalles derfor ofte for tekstens tale (Gripsrud mfl., 2010). Jeg innledet denne masterutredningsprosessen med noen møter med bedriften for å få en mer kvalitativ bakgrunn til problemstillingen og metodene. Dette har vært nødvendig ettersom koblingen til teori er noe uklar, i og med at enkelte av valutahåndteringsmetodene ikke kan finnes i noe lærebokpensum.

Disse møtene dannet grunnlaget for forståelsen av problemstillingen i oppgaven. Samtidig ga det bekreftelse på at jeg skrev om noe samfunnsnyttig og interessant. Jeg har holdt kontakten med de samme personene gjennom hele prosessen for å få nye innspill og ny informasjon når uklarheter fant sted. Det var interessant å høre hvilket syn fagfolk innenfor dette området hadde på denne problemstillingen.

### **3.2.2 Sekundærdata**

Sekundærdata er allerede eksisterende informasjon om emnet som tidligere er hentet inn av andre til andre formål enn for den spesifikke oppgaven (Zikmund, Babin, Carr & Griffin, 2010). Tall fra Gjensidiges års- og kvartalsrapporter har blitt innhentet, og har derfor vært viktig for analysen. Det er aksjonærer og andre investorer som har den største interessen av å lese disse tallene fra års- og kvartalsrapportene, og det vil da regnes som sekundærdata. Årsaken er at tallene ikke knytter seg til den spesifikke problemstillingen, selv om de kan argumenteres for å være primærdata da man trekker ut den spesifikke informasjonen man trenger.

### *Kvantitativ metode*

Kvantitativ metode blir brukt når svaret på en problemstilling krever uttrykkelse i tall eller mengdeenheter. Denne metoden kalles ofte for tallenes tale (Gripsrud mfl., 2010).

Problemstillingen i oppgaven analyseres tallmessig, derfor er kvantitativ metode også benyttet

i denne oppgaven. Relevante tall fra års- og kvartalsrapporter er blitt innhentet ved hjelp av bevisst utplukking av de poster og tall som behøves for å besvare problemstillingen. Denne informasjonen var lett tilgjengelig da Gjensidige er et børsnotert selskap.

### **3.3 Behandling av innsamlet data**

Analysen i oppgaven ble gjennomført i Excel. Dataprogrammet ble brukt til å sette opp en balanse med analyserte tall. Tallene har blitt satt opp så forenklet som mulig for å gjøre analysene mest mulig forståelige for leseren. Kapitalkravet, blant annet, regnes ut gjennom et betydelig antall flere variabler, men det er ikke den utregningen som er hovedfokuset i oppgaven. Hovedfokuset er derimot å få fram prinsippene, og øke forståelse for hvordan de enkelte endringene slår ut på nøkkeltallene som Gjensidiges finansielle mål styres etter. Det er kun disse målene jeg tar utgangspunkt i, selv om jeg i samtale med Gjensidige ble fortalt at andre nøkkeltall, som resultat per aksje, også var viktig for selskapet. Imidlertid svinger disse like mye som egenkapitalavkastningen ved endringer i valutakursene, derfor er det unødvendig å bruke disse i analysen også.

#### *Reliabilitet*

Vurderingen av metodenes reliabilitet går på hvor pålitelige resultatene man får er, altså hvorvidt dataene er i overensstemmelse med faktiske forhold. Man må da analysere hvilke slutninger som er sikre, og troverdige, og hvilke som er mer tentative. Et resultat er reliabelt om det ville gitt samme resultat hvis man gjentar samme måling gang på gang (Gripsrud mfl., 2010). Tallene og oppsettet er en forenkling av virkeligheten, men prinsippene for utregningene er fortsatt like. Det er derfor grunn til å anta at forenklingene ikke vil ha en hemmende effekt på påliteligheten av resultatene og at oppgaven derfor har høy reliabilitet.

#### *Validitet*

Vurderingen av validitet går på hvor gyldige resultatene er. Det er altså en analyse av kvaliteten på datamaterialet og handler om hvorvidt man måler det man faktisk skal måle (Gripsrud mfl., 2010). Det betyr at man kan trekke gyldige slutninger om det man skal måle. I dette tilfelle må den altså vise hvordan en valutakursendring påvirker overskuddskapitalen og øvrige nøkkeltall i Gjensidige, og den må vise hvilken effekt de ulike metodene gir.

For å øke validiteten har jeg brukt sikre kilder og offentliggjorte tall. Tallene er imidlertid omfordelt for denne spesifikke analysen, og basert på visse forenklinger. Man må derfor ta høyde for at noe vesentlig informasjon kan være utelatt. Det er likevel grunn til å anta at det jeg produserer av resultater vil være av god kvalitet.

### **3.4 Kildekritikk**

Internettkildene som er brukt har kommet fra flere artikler der mange sier mye av det samme. Det er derfor liten sjanse for at alle tar feil. Flere av artiklene jeg har brukt har vært etter anbefaling av forelesere på NHH, og noen av bøkene er til og med skrevet av disse personene. I samtaler med ansatte er det fare for at viktige elementer som kan ha relevans for oppgavens løsning ikke kommer fram. Faren for dette ble minimert ved å grundig analysere all informasjon som kunne påvirke analysen og løsningen.

Samtidig er det alltid en risiko at samtalepartneren ikke forteller den fulle sannheten rundt temaet for å fremstille selskapet i bedre lys, men jeg anser ikke dette som noe fare, ettersom temaet er såpass nytt og usikkert for mange. Dermed vil det være i selskapets interesse å få alle fakta på bordet.

## **4.0 Sikringsmetoder**

Jeg skal nå beskrive de ulike metodene Gjensidige vurderte å benytte seg av før de bestemte seg for en valutahåndteringsstrategi. Alternativet til metodene er å ikke foreta noen form for sikring. Det å ikke valutasikre går ut på å ikke ta hensyn til valutarisikoen i selskapet og heller la selskapene følge legale og operative krav. Det vil si at de ikke er styrt av et overordnet mål om hvor stor eksponeringen skal være i de ulike valutaene. Dette passive alternativet betyr at man vurderer valutarisikoen som liten og noe man ikke trenger å ta hensyn til, eller at man ikke er klar over hvilken valutarisiko man står overfor. Selskapet vil da ha eksponering i relative endringer i valutakurs mellom den norske kronen og de øvrige virksomhetenes valutakurser. Loderer og Pichler (2000) omtalte det som *å ta risiko*.

## 4.1 Metode 1: Valutaderivater uten sikringsbokføring

Denne metoden brukes til å sikre egenkapitalen mot valutaeffekter. Det betyr at uavhengig av hvordan valutakursene i datterselskapene og filialene skulle utvikle seg i forhold til den norske kursen så ville egenkapitalen være upåvirket. Dette er den vanligste formen for valutasikring fordi den sikrer selskapet mot tap som følge av valutaendringer. Valutaeffekter på derivatene vil påvirke finans- og årsresultatet, mens valutaeffekter fra datterselskap og filialer inkluderes i andre inntekter og kostnader. Dette gjør at totalresultatet blir tilnærmet upåvirket av valuta.

Man håndterer her risiko ved å *flytte risiko til andre*, som var en av strategiene Loderer og Pichler (2000) beskrev i sin artikkel. Analysen vil ikke fokusere på hva slags konkrete valutaderivater som benyttes, da det ikke er relevant for oppgaven. Målet er kun å vise hvilke effekter sikring av egenkapitalen gir.

## 4.2 Metode 2: Valutaderivater med sikringsbokføring

Her gjør man som i metode 1, og sikrer egenkapitalen mot valutaeffekter. Sikringsbokføring går i enkelthet ut på at man skal motregne valutaeffekter på sikringsinstrumentene mot sikringsobjektet. Det er strenge dokumentasjonskrav, men metoden går ut på at man må utpeke hva som sikres og dokumentere at sikringen har vært effektiv.

Hovedforskjellen fra å ta i bruk derivater med sikringsbokføring, kontra å ikke bruke sikringsbokføring, er at sikringen vil ha minimal effekt på årsresultatet. Dette er fordi sikringsbokføringen flytter effekten fra finansresultatet ned til en egen linje under andre inntekter og kostnader, på samme måte som omregningsdifferansene fra utenlandske filialer og datterselskap. Disse to effektene skal utligne hverandre og gjøre at totalresultatet heller ikke påvirkes. Dette var strategien Gjensidige benyttet seg av for danske selskap før endringen de foretok 30.06.2015.

Man håndterer også her risiko ved å *flytte risiko til andre*. Jeg fortalte innledningsvis at sikringsbokføring kun ble brukt på de store datterselskapene i Danmark under den tidligere valutasikringsstrategien, men jeg kommer likevel her til å ta utgangspunkt i at alle selskapene sikres ved hjelp av sikringsbokføring for å forenkle oppgaven og ikke ha for mange variabler.

### **4.3 Metode 3: Ta bevisste valutaposisjoner i morselskapet**

Metode 3 og 4 går ut på å ta valutaposisjoner for å sikre overskuddskapitalen. Å sikre overskuddskapitalen gjennom å ta valutaposisjoner kan ikke omtales som en valutasikringsmetode da det skiller seg ut fra det man tradisjonelt sett forbinder med valutasikring fra litteraturen. Å ta valutaposisjoner, også omtalt som valutainvesteringer, vil si at man tilpasser hvert selskaps kapital til den summen man ønsker.

Det vil i dette tilfellet bli gjort ved å beregne kapitalkrav for hvert selskaps valuta og gjøre valutainvesteringer på differansen mellom kapitalkravet per valuta og den tilgjengelige kapitalen i hvert utenlandske selskap. Summen tilsvarer differansen mellom kapitalkrav og tilgjengelige kapital for hvert selskap, altså overskuddskapitalen i hvert selskap.

Valutainvesteringene i morselskapet vil da gi utslag på årsresultatet fordi valutaeffekter av eiendeler i utenlandsk valuta innregnes i finansresultatet.

### **4.4 Metode 4: Ta bevisste valutaposisjoner i datterselskap**

Dette er metoden Gjensidige benytter seg av i dag. Forenklet handler det om å overføre/flytte kapital fra Norge og over til de ulike datterselskapene og filialene for å tilfredsstille beregnet kapitalkrav. Det gjøres ved å tilføre kapital der de trenger mer kapital og hente hjem kapital der det er for mye. Forskjellen fra forrige metode er at det nå involverer alle selskaper i stedet for at man kun forholder seg til morselskapet. Endring i valutaposisjoner i datterselskap og filialer vil ikke gi utslag på årsresultatet da disse, som tidligere omtalt, inkluderes i andre inntekter og kostnader som inngår i totalresultatet etter årsresultatet.

Loderer og Pichlers (2000) tolkning av dette ville her blitt *å ta risiko*, i og med at man ikke bruker tradisjonell valutasikring ved disse to strategiene. Man mener her at man tar bort operasjonell risiko knyttet til overskuddskapital ved å overføre differansen mellom tilgjengelig kapital og kapitalkravet. Tanken er at dersom tilgjengelig kapital er lik kapitalkrav i alle selskaper vil de være uavhengige av valutakursendringene og dermed sikret.

## 5.0 Presentasjon og estimering av tall

Jeg skal nå presentere hvordan jeg har estimert resultat- og balanseoppstillingen som vil danne grunnlaget for analysen i oppgaven. Tallene er basert på estimater, men er relativt likt det virkelige regnskapet. Det er tatt med poster som Gjensidige regner kapitalkrav av, både fra det norske konsernet og de utenlandske datterselskapene og filialene. En normal balanseoppstilling og kapitalkravsregning inneholder flere poster, men jeg må forholde meg til offentlig tilgjengelig informasjon. Av samme årsak har jeg heller ikke tatt hensyn til de juridiske forskjellene mellom datterselskaper og filialer. Dette vil imidlertid ikke endre prinsippet for metodene. Nedenfor følger en presentasjon av postene som er tatt med i resultatet og balansen, i tillegg til egenkapital og andre eiendeler.

### 5.1 Resultatpost

#### *Premieinntekter*

Resultatposten inneholder premieinntekter fra Skadeforsikring. Premieinntekter fra pensjon holdes utenfor da jeg ser bort fra Livsforsikring i analysen (Årsrapport, 2015, s. 80).

### 5.2 Balanseposter

#### *Immaterielle eiendeler*

Immaterielle eiendeler består av goodwill, andre immaterielle eiendeler og utsatt skattefordel (Årsrapport, 2015, s. 81).

#### *Erstatningsavsetninger*

Denne skal dekke forventede fremtidige erstatningsutbetalinger. De inneholder også administrasjonskostnader som påløper i forbindelse med skadeoppgjør.

Erstatningsavsetninger inngår derfor som en gjeldspost. Erstatningsavsetning knyttet til pensjon er holdt utenfor (Årsrapport, 2015, s. 82).

### 5.3 Estimering av Skadeforsikring

Denne oppgaven fokuserer på skadeforsikringsdelen i Gjensidige, som er den delen som skal rates i S&P-modellen, og derfor starter jeg med å skille ut hvilke tall i konsernregnskapet som gjelder for Skadeforsikring. Ettersom det ikke ligger offentlige tall om balansestørrelser på



Skadeforsikring har det blitt gjort ved å trekke tallene til Livsforsikring og Bank fra konsernet og dermed stå igjen med Skadeforsikringsdelen. Konserntallene er hentet fra årsrapporten for 2015 (s. 76), der egenkapitalverdien har blitt funnet direkte. Immaterielle eiendeler er som sagt en summering av goodwill, andre immaterielle eiendeler og utsatt skattefordel. Andre eiendeler er funnet ved å finne differansen mellom sum av eiendeler og immaterielle eiendeler. Erstatningsavsetninger er funnet direkte under gjeldsposten fra første kvartalsrapport for 2016 (s. 26), og gjelder bare for Skadeforsikring.

Tallene til Livsforsikringen er funnet direkte fra årsrapporten for 2015 (s. 163) fra datterselskapet Gjensidige Pensjon og Sparing Holding (konsern). Tallene for Bank er hentet direkte fra fjerde kvartalsrapport for 2015 (s. 6) for Gjensidige Bank Konsern, der andre eiendeler tilsvarer differansen mellom de oppgitte tallene for eiendeler og immaterielle eiendeler. Tallene for Skadeforsikring er dermed funnet ved å trekke kolonnene for Livsforsikring og Bank fra konsernet. Kun relevante poster i balansen er inkludert, og det gjør at det er avvik mellom sum av eiendeler og sum av egenkapital og gjeld. Alle tallverdiene er i millioner norske kroner (NOK).

	<b>Konsern</b>	<b>Livsforsikring</b>	<b>Bank</b>	<b>Skadeforsikring</b>
<b>Resultatpost</b>				
Premieinntekter	21 272			21 272
<b>Balanseposter</b>				
<b><i>Eiendeler</i></b>				
Immaterielle eiendeler	4 581	58	52	4 470
Andre eiendeler	124 683	20 712	40 409	63 528
<b><i>Egenkapital og gjeld</i></b>				
Egenkapital	23 331	596	2 669	20 065
Erstatningsavsetninger	32 315			32 315

Tabell 3. Estimering av Skadeforsikring.

## 5.4 Fordeling i virksomhetene

Nå gjenstår det å fordele tallene for Skadeforsikringsdelen ut på de forskjellige virksomhetene. Premieinntektene for Norden og Baltikum er funnet direkte i årsrapporten for 2015 (s. 61 og s. 62). Immaterielle eiendeler i Norden er en summering av goodwill i den danske og svenske filialen, mens de samme typen eiendeler i Baltikum er funnet ved summering av de to baltiske datterselskapene, Gjensidige Baltic og PZU, fra årsrapporten (2015, s. 110). Samme fremgangsmåte er benyttet for å finne andre eiendeler og egenkapital i Baltikum (Årsrapport, 2015, s. 163).

Erstatningsavsetninger har en viss sammenheng med premieinntekter og er derfor beregnet gjennom den prosentvise fordelingen av premieinntekter mellom de ulike selskapene. Norden står for 25% av premieinntektene i konsernet, og gis da samme andel av avsetningene i konsernet, mens Baltikum står for 3% av premieinntektene og gis dermed en betydelig mindre andel avsetninger. Ettersom Sverige og Danmark i hovedsak består av filialer uten egenkapitalkrav, har jeg satt egenkapital lik immaterielle eiendeler i Norden og andre eiendeler lik avsetninger i Norden. Årsaken er at de finansielle eiendelene i filialer må være minst like store som forsikringsforpliktelsene for å kunne dekke disse, både med hensyn til likviditet og valutarisiko. Det finnes heller ingen offentlig informasjon om disse verdiene. Verdiene i Norge er funnet ved å trekke kolonnene for Norden og Baltikum fra skadeforsikringen. Alle verdiene er i millioner NOK.

	<b>Skadeforsikring</b>	<b>Norden</b>	<b>Baltikum</b>	<b>Norge</b>
<b>Resultatpost</b>				
Premieinntekter	21 272	5 233	642	15 397
<b>Balanseposter</b>				
<b><i>Eiendeler</i></b>				
Immaterielle eiendeler	4 470	2 668	426	1 376
Andre eiendeler	63 563	7 950	1 723	53 890
<b><i>Egenkapital og gjeld</i></b>				
Egenkapital	20 065	2 668	861	16 536
Erstatningsavsetninger	32 315	7 950	975	23 390

Tabell 4. Fordeling i virksomhetene.

## 5.5 Fordeling i Danmark og Sverige

Videre skal det foretas en fordeling av summene i Norden til henholdsvis Danmark og Sverige. Det finnes ingen offentlig informasjon om fordelingen av premieinntekter mellom de danske og svenske filialene, derfor har jeg beregnet fordelingen etter fordelingen av goodwill til disse selskapene da det er de eneste tallene som er offentlig tilgjengelig. Det har gitt 94 % til Danmark og 6 % til Sverige, og det stemmer godt med tanke på at virksomhetene i Danmark er betydelig større enn i Sverige. Tallene er derfor fordelt med hvert lands prosentvise andel av goodwill, noe som gjør at virksomhetene i Danmark får en stor del av balansetallene i Norden. Det stemmer også med virkelige tall i Gjensidige. Alle verdiene er i millioner NOK.

	Norden	Danmark (94%)	Sverige (6%)
<b>Resultatpost</b>			
Premieinntekter	5 233	4 923	310
<b>Balanseposter</b>			
<b><i>Eiendeler</i></b>			
Immaterielle eiendeler	2 668	2 510	158
Andre eiendeler	7 950	7 479	471
<b><i>Egenkapital og gjeld</i></b>			
Egenkapital	2 668	2 510	158
Erstatningsavsetninger	7 950	7 479	471

Tabell 5. Fordeling i Danmark og Sverige.

## 5.6 Presentasjon av estimerte tall

Alle tallene for virksomhetene i Norge, Danmark og Sverige har nå blitt estimert, og faktiske tall er satt inn for Baltikum. Under følger derfor det endelige oppsettet av den estimerte balanseoppstillingen det tas utgangspunkt i. Tallene er regnet om til hvert selskaps respektive valuta. Normalt regnes resultatposter om til den gjennomsnittlige valutakursen for året 2015, som forklart i teorien, men for å enklere kunne avstemme brukes samme prinsipp som for balansestørrelsene. Dermed blir resultatposter beregnet om til valutakursen på

balansetidspunktet 31.12.2015, etter regnskapsreglene. Kursene er hentet fra hjemmesiden til Norges Bank. Kolonnen NOK tilsvarer det norske selskapet. Kolonnene DKK og SEK viser verdiene i henholdsvis de danske og svenske virksomhetene, mens kolonnen EUR viser verdiene i Baltikum. Alle verdiene er i millioner.

	<b>Norge</b>	<b>Danmark</b>	<b>Sverige</b>	<b>Baltikum</b>
	<u>NOK</u>	<u>DKK</u>	<u>SEK</u>	<u>EUR</u>
<b>Resultatpost</b>				
Valutakurs resultat	1,00	1,29	1,05	9,62
Premieinntekter	<b>15 397</b>	<b>3 821</b>	<b>296</b>	<b>67</b>
<b>Balanseposter</b>				
Valutakurs 31.12.2015	1,00	1,29	1,05	9,62
<b>Eiendeler</b>				
Immaterielle eiendeler	<b>1 376</b>	<b>1 948</b>	<b>151</b>	<b>44</b>
Andre eiendeler	<b>53 890</b>	<b>5 804</b>	<b>449</b>	<b>179</b>
<b>Egenkapital og gjeld</b>				
Egenkapital	<b>16 536</b>	<b>1 948</b>	<b>151</b>	<b>89</b>
Erstatningsavsetninger	<b>23 390</b>	<b>5 804</b>	<b>449</b>	<b>101</b>

Tabell 6. Presentasjon av estimerte tall i hver sin respektive valuta.

## 5.7 Balanseoppstilling NOK

Tabell 6 viste verdiene av hver post i de respektive landenes valutakurser. De utenlandske eiendelene regnes om til norske kroner gjennom valutakursene på tidspunktet 31.12.2015.

Tabellen nedenfor viser derfor de utenlandske postene, omregnet til norske kroner. Kolonnen ”NOK” forandrer seg naturlig nok ikke. Alle verdiene er i millioner NOK.

<b>Kurs 31.12.15</b>	<b>1,00</b>	<b>1,29</b>	<b>1,05</b>	<b>9,62</b>	
	<b>Norge</b>	<b>Danmark</b>	<b>Sverige</b>	<b>Baltikum</b>	<b>Sum</b>
	<u>NOK</u>	<u>NOK</u>	<u>NOK</u>	<u>NOK</u>	<u>NOK</u>
Premieinntekter	15 397	4 492	310	642	21 272
Immaterielle eiendeler	1 376	2 510	158	426	4 470
Andre eiendeler	53 890	7 479	471	1 723	63 563
Erstatningsavsetninger	23 390	7 479	471	975	32 315
Egenkapital	16 536	2 510	158	861	20 065

Tabell 7. Balanseoppstillingen for hver virksomhet i NOK.

Tabellen viser hver utenlandske virksomhets verdi i norske kroner, med en summering av hver post i høyre kolonne.

## 5.8 Utregning av prosentsatser for kapitalkravet

Kapitalkravet i S&P-modellen regnes ut ved så mange komplekse utregninger at jeg har gjort visse forenklinger og estimater. For å regne ut kapitalprosenten har jeg tatt utgangspunkt i følgende oppstilling fra fjerde kvartal (2015, s. 32) i kvartalspresentasjonen til Gjensidige. De fire punktene viser kapitalkravet for eiendelsrisiko, forsikringsrisiko, diversifisering og kvantitativ kreditt, som videre er summert opp i et totalt kapitalkrav for skadeforsikringsdelen i Gjensidige. Oppsettet finnes kun på engelsk.

	<b>NOK bn</b>
<b>Total capital charge for asset risk</b>	<b>7.5</b>
<b>Total capital charge for insurance risk</b>	<b>9.7</b>
<b>Total gain diversification</b>	<b>(1.2)</b>
<b>Quantitative credit</b>	<b>(0.8)</b>
<b>Total capital requirement A-rating</b>	<b>15.2</b>

Tabell 8. Totalt kapitalkrav for A-rating i Gjensidige, 4.kvartal 2015.

Tabellen viser altså det totale kapitalkravet som kreves for å oppnå A-rating i S&P-modellen ved slutten av siste kvartal i 2015. Ifølge Gjensidige holder disse seg relativt stabilt gjennom hele året og vil derfor være relevante for hele perioden. Endringer i kapitalkravet kan komme gjennom kjøp og salg av selskap, endring i aktivaallokering og valutaendringer i utenlandske virksomheter. Endring i aktivaallokering kan for eksempel øke kapitalkravet om man kjøper aksjer framfor statsobligasjoner.

Prosentatsene for kapitalkravet ligger som sagt ikke offentlig tilgjengelig og må derfor baseres på estimater. Prosentatsene for eiendelsrisiko er estimert ved å ta summen av kapitalkravet for eiendeler dividert på summen av eiendeler i Skadeforsikring, da det kan gi en indikasjon på hvor stor prosentandel av eiendeler som kreves for å oppnå A-rating. Den samme fremgangsmåten er benyttet for å estimere kapitalkravet på forsikringsrisikoen. Jeg har da funnet følgende prosentsetter for A-rating i Standard & Poor`s-modellen:

Forsikring:  $9,7 / 53,5 = \mathbf{18,1\%}$

9,7 milliarder NOK er totalt kapitalkrav for forsikringsrisiko fra tabell 8. 53,5 milliarder NOK er summen av premieinntekter og avsetninger i Skadeforsikring fra tabell 7. Premieinntekter og avsetninger er slått sammen ettersom de står for forsikringsrisikoen i selskapet. Jeg vet kun hva den totale summen av de er, noe som gjør at snittet blir riktig selv om man ikke vet den individuelle fordelingen av verdiene grunnet manglende informasjon.

Eiendeler:  $7,5 / 63,6 = \mathbf{11,8\%}$

7,5 milliarder NOK er totalt kapitalkrav for eiendelsrisiko fra tabell 9. 63,6 milliarder NOK er summen av andre eiendeler fra skadeforsikringsvirksomheten i tabell 7.

Jeg har valgt å bruke de samme prosentatsene på alle selskapene. Ettersom det ikke foreligger offentlig informasjon om kapitalkrav på de utenlandske enhetene. Det ville ha krevd en type innsideinformasjon som jeg ikke har tilgjengelig, og derfor må beregningene igjen baseres på estimater. Diversifisering og kvantitativ kreditt fordeles ikke på valuta da de er basert på stordriftsfordeler i Norge og dermed lite påvirket av valuta ifølge Gjensidige. Effekten av disse blir derfor lagt i den norske virksomheten i NOK slik at kapitalkravberegningene nedenfor blir identisk med faktisk kapitalkrav.

### *Kapitalkrav for hver valuta*

Beregningene av kapitalkravet i denne oppgaven gjøres da først ved å beregne 18,1% av postene for premieinntekter og avsetninger under fellesbetegnelsen Forsikringsrisiko. Eiendelsrisiko beregnes videre som 11,8% av eiendeler, og på denne måten får jeg vist hvordan valuta påvirker kapitalkravet. Diversifiseringsdelen som senker kapitalkravet med 2 000 millioner NOK er summeringen av diversifisering og kvantitativ kreditt fra tabell 8.

	<b>Norge</b>	<b>Danmark</b>	<b>Sverige</b>	<b>Baltikum</b>
<b>Grunnlag</b>	<u>NOK</u>	<u>DKK</u>	<u>SEK</u>	<u>EUR</u>
Forsikringsrisiko	38 786	9 625	744	168
Eiendelsrisiko	53 854	5 804	449	179
<b>Kapitalkrav %</b>				
Forsikringsrisiko	18,1 %	18,1 %	18,1 %	18,1 %
Eiendelsrisiko	11,8 %	11,8 %	11,8 %	11,8 %
<b>Kapitalkrav</b>				
Forsikringsrisiko	7 021	1 742	135	30
Eiendelsrisiko	6 359	685	53	21
Diversifisering	- 2 000			
<b>Sum kapitalkrav pr valuta</b>	<b>11 380</b>	<b>2 427</b>	<b>188</b>	<b>52</b>

Tabell 9. Kapitalkrav for hver valuta.

Dette gir en totalsum av kapitalkrav for hver av de respektive utenlandske virksomhetene.

### *Kapitalkrav i NOK*

Kapitalkravet fra tabell 9 regnes så om til norske kroner.

	<b>Norge</b>	<b>Danmark</b>	<b>Sverige</b>	<b>Baltikum</b>	<b>Sum</b>
	<u>NOK</u>	<u>DKK</u>	<u>SEK</u>	<u>EUR</u>	
Sum kapitalkrav	11 380	2 427	188	52	
Valuta 31.12.2015	1,00	1,29	1,05	9,62	
	<u>NOK</u>	<u>NOK</u>	<u>NOK</u>	<u>NOK</u>	<u>NOK</u>
<b>Kapitalkrav NOK</b>	<b>11 380</b>	<b>3 127</b>	<b>197</b>	<b>496</b>	<b>15 200</b>

Tabell 10. Kapitalkrav NOK

Total kapitalkrav i hvert lands respektive valuta fra tabell 9 har nå blitt regnet om til NOK. Dette gir en totalsum av kapitalkrav for hver av de respektive utenlandske virksomhetene i norske kroner, mens disse summeres opp i et totalt kapitalkrav for konsernet på 15 200 millioner NOK i kolonnen nederst til høyre. Dette tallet tilsvarer totalt kapitalkrav fra tabell 8.

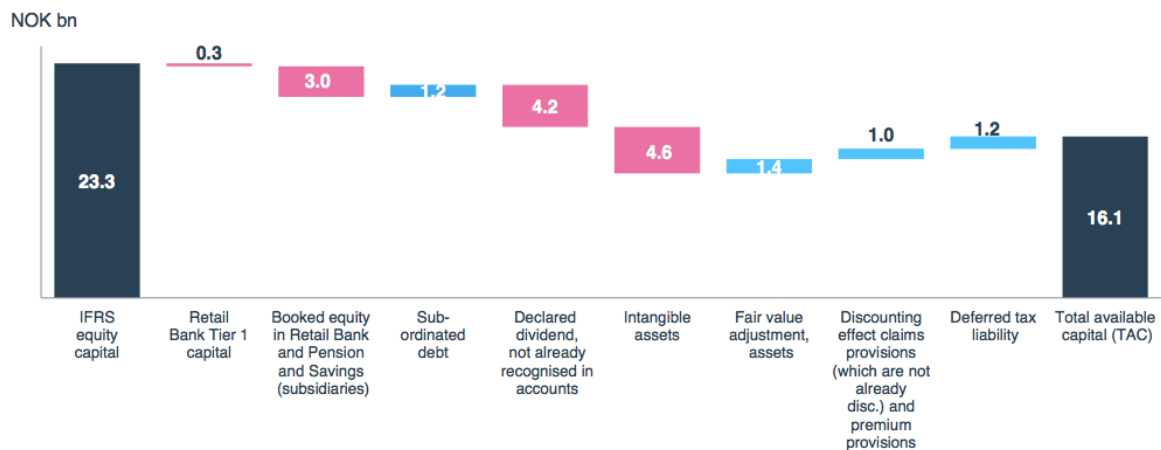
## 5.9 Nøkkeltall

Jeg skal nå beregne nøkkeltallene som Gjensidige styrer sitt finansielle mål etter. Det er disse tallene som vil danne utgangspunktet før jeg ser på effekter ved valutaendringer og de ulike metodene. For å komme fram til nøkkeltallene kreves det flere mellomregninger. Jeg ser derfor også på tilgjengelig kapital, effektene på årsresultatet- og totalresultatet, egenkapitalverdien i konsernet og gjennomsnittlig egenkapital.

### *Overskuddskapital*

Overskuddskapitalen regner jeg ut ved å trekke kapitalkravet fra tilgjengelig kapital. Tilgjengelig kapital kommer fram av denne oppstillingen fra 4. kvartalsrapport (2015, s. 31):

#### Bridging the gap between IFRS equity and available capital



Tabell 11. Tilgjengelig kapital i Gjensidige, 4.kvartal 2015.

Tallet 23,3 gjenspeiler egenkapitalverdien i konsernet fra tabell 3 på 23 331 millioner NOK. Faktorer som egenkapital i bank, egenkapital i bank og pensjon, ansvarlig lån, utbytte, immaterielle eiendeler, fair value-justeringer, diskonteringer av erstatningsavsetning og utsatt skatteforpliktelse er med på å korrigere tilgjengelig kapital til en lavere verdi enn



egenkapitalen i konsernet. Jeg starter da med å trekke fra de to første faktorene og står da igjen med den totale egenkapitalen i Skadeforsikring på 20 065 millioner NOK.

Immaterielle eiendeler kan også trekkes fra da den er med i balansen og påvirkes av valutaendringer, mens de øvrige faktorene ikke vil ha samme relevans ettersom de er lite påvirket av valuta. Disse faktorene er i hovedsak i norske kroner og trekkes derfor fra det norske selskapet. For å få tilgjengelig kapital til å tilsvare summen fra tabell 11 på 16 100 millioner NOK har jeg summert de øvrige postene til å bli 505 millioner NOK og videre definert de som *annen tilgjengelig kapital*. Tilgjengelig kapital blir da videre i oppgaven definert som egenkapital i Skadeforsikring minus immaterielle eiendeler pluss annen tilgjengelig kapital. Tallene er hentet fra balansen i tabell 6.

	<b>Norge</b>	<b>Danmark</b>	<b>Sverige</b>	<b>Baltikum</b>	<b>Sum</b>
	<u>NOK</u>	<u>NOK</u>	<u>NOK</u>	<u>NOK</u>	<u>NOK</u>
Egenkapital Skadeforsikring	16 536	2 510	158	861	20 065
- Immaterielle eiendeler	- 1 376	- 2 510	- 158	- 426	- 4 470
Annen tilgjengelig kapital *	505	-	-	-	505
<b>Tilgjengelig kapital</b>	<b>15 665</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>435</b>	<b>16 100</b>

Tabell 12. Tilgjengelig kapital utgangspunkt.

\* Annen tilgjengelig kapital består av ansvarlig lån, utbytte, fair value-justeringer, diskontering av erstatningsavsetning og utsatt skatteforpliktelse.

Den tilgjengelige kapitalen i skadeforsikring er derfor altså på 16 100 millioner NOK som utgangspunkt. Det tallet stemmer med de offisielle tallene pr. 31.12.15, som man finner i tabell 11. Man ser at den danske og svenske filialen ikke har noen overskuddskapital, da de som sagt ikke har kapitalkrav og kun er avhengige av at egenkapital skal dekke immaterielle eiendeler. Annen offentlig informasjon finnes heller ikke om disse tallene. Filialene er derfor kapitalisert på et minimumsnivå. Slik er det ikke med datterselskapene i Baltikum, da de tallene ligger offentlig tilgjengelig, og derfor kan de faktiske tallene brukes.

Overskuddskapitalen blir derfor på:  $16\ 100 - 15\ 200 = \mathbf{900}$

Det blir da en overskuddskapital på 900 millioner NOK som utgangspunkt. Kapitalkravet kommer fra tabell 10.

Legg merke til at det finansielle målet om A-rating er oppnådd så lenge man overstiger kapitalkravet for A-rating, noe det her også gjør. Fokuset videre i oppgaven blir derfor å se hvordan ulike valutaendringer slår ut ved ulike sikringsmetoder. Gjensidiges ønske er at overskuddskapitalen skal holde seg så stabil som mulig.

### *Resultatoppstilling*

Resultatoppstillingen har som hensikt å vise hvilken effekt de ulike metodene har på års- og totalresultat. Tallet 3 785 er hentet direkte fra årsrapporten for 2015 (s. 75) og er i millioner NOK. Jeg ser kun på resultatposter som har betydning for analysen, og derfor er korrigert årsresultat og totalresultat likt til og begynne med.

	<b>Konsern</b>
Årsresultat	3 785
Effekt av endringer	
<b>Korrigert årsresultat</b>	<b>3 785</b>
Omregningsdifferanser	
Sikringsbokføring	
<b>Totalresultat</b>	<b>3 785</b>

Tabell 13. Resultatoppstilling utgangspunkt.

Det blir et årsresultat og et totalresultat på 3 785 millioner NOK som utgangspunkt før valutaendringer.

### *Egenkapitalavkastning*

Som forklart i teoridelen så har Gjensidige et mål om at egenkapitalavkastningen skal ligge på over 15%. Gjensidige beregner egenkapitalavkastningen som årsresultatet delt på gjennomsnittlig egenkapital for perioden. Ved å bruke årsresultat på 3 875 millioner NOK og egenkapitalavkastningen fra fjerde kvartal 2015 (s. 3) på 17,4 %, så har gjennomsnittlig egenkapital blitt beregnet til 21 761 millioner NOK som utgangspunkt før valutaendringer.

Årsresultat / egenkapital	3 785 / 21 761
<b>Egenkapitalavkastning</b>	<b>17,4 %</b>

Tabell 14. Egenkapitalavkastning utgangspunkt.

Egenkapitalavkastningen i Gjensidige er altså på 17,4 % som utgangspunkt før valutaendringer, mens den gjennomsnittlige egenkapitalen vil ligge på 21 761 millioner NOK som utgangspunkt før valutaendringer.

### *Utbetaling av utbytte*

Gjensidige skal betale ut et utbytte på 70% av årsresultatet.

Årsresultat × 70 %	3 785 × 70 %
<b>Utbetalt utbytte</b>	<b>2 649</b>

Tabell 15. Utbetalt utbytte utgangspunkt.

Utbetalingen av utbytte ligger altså på 2 649 millioner NOK som utgangspunkt før valutaendringer.

I resultat- og balanseoppstillingen ovenfor har det ikke forekommet noen endringer i valutakursene, eller blitt foretatt noen form for sikring, så derfor er alle nøkkeltall i samsvar med Gjensidiges finansielle mål. Disse tallene utgjør derfor nøkkeltallenes utgangsposisjon før jeg skal se på effektene av de forskjellige metodene.

## **5.10 Skatt**

Jeg har valgt å se helt bort ifra skatt i denne oppgaven, selv om man ved faktisk kapitalallokering må ta hensyn til dette. Grunnen til at jeg har sett bort fra det er todelt:

- Det vil ikke være relevant for løsningen av problemstillingen.
- Det ville ha gjort analysen unødvendig komplisert, og tatt mye fokus vekk fra essensen med oppgaven.

## 6.0 Analyse

Analysen vil bestå av to deler. I den første delen vil jeg analysere hvordan Gjensidige påvirkes av endringer i valutakursene. I den andre delen tester jeg ut hvordan de ulike metodene slår ut på overskuddskapitalen og andre nøkkeltall.

### 6.1 Valutaendringers påvirkning på overskuddskapitalen

For å analysere ut hvordan Gjensidige påvirkes av valutaendringer i de utenlandske virksomhetene, ønsker jeg å se på hvordan endringene slår ut på de ulike nøkkeltallene, samt overskuddskapitalen. I og med at jeg kun ser på valutaendringer i de utenlandske virksomhetene, vil ikke verdiene i disse selskapene endre seg i lokal valuta, men endringene kommer etter omregning til norske kroner. Jeg vil se på effekten av metodene for to forskjellige tilfeller. Den ene hva er når alle de tre utenlandske valutakursene øker med ti prosent i verdi sammenlignet med den norske kursen, og den andre når de synker tilsvarende i verdi. Kursene vil derfor se slik ut ved hver endring:

	NOK	DKK	SEK	EUR
Utgangspunkt	1,00	1,29	1,05	9,62
+ 10 %	1,00	1,42	1,15	10,58
- 10 %	1,00	1,16	0,94	8,65

Tabell 16. Valutakurs ved ti prosent økning og ti prosents reduksjon fra opprinnelig valutakurs ved 31.12.2015.

#### 6.1.1 Kapitalkrav ved valutaendringer

Kapitalkravet fra tabell 10 brukes som utgangspunkt. Valutaendringene gir derfor følgende endringer i kapitalkravet omregnet til NOK:

	Utgangspunkt	+10% valutaendring	-10% valutaendring
Norge	11 380	11 380	11 380
Danmark	3 127	3 440	2 815
Sverige	197	217	177
Baltikum	496	546	446
<b>Sum kapitalkrav</b>	<b>15 200</b>	<b>15 582</b>	<b>14 818</b>

Tabell 17. Sum kapitalkrav ved ti prosent økning og reduksjon fra opprinnelig valutakurs ved 31.12.2015.

Disse valutaendringene fører til at kapitalkravet endrer seg med 382 millioner NOK i hver retning, ved henholdsvis ti prosents økning og ti prosent nedgang i valutakursene. Disse vil det bli tatt utgangspunkt i ved nye beregninger av overskuddskapitalen ved valutaendringene.

## 6.1.2 Ingen valutasikring

Jeg vil først vise effektene på alle relevante tall dersom man ikke foretar noen sikring av valutaeksponeringen. Jeg skal derfor se på hvordan Gjensidige påvirkes dersom de relevante valutakursene endrer seg i verdi sammenlignet med den norske kronen, og bruker balanseoppstillingen fra tabell 7 igjen.

### 6.1.2.1 Balanseoppstilling i valuta

Tabell 18 nedenfor er de samme tallene som tidligere i oppgaven, og tabell 19 viser tallene omregnet til norske kroner ved de nye valutakursene.

	<b>Norge</b>	<b>Danmark</b>	<b>Sverige</b>	<b>Baltikum</b>
	<u>NOK</u>	<u>DKK</u>	<u>SEK</u>	<u>EUR</u>
Premieinntekter	15 397	4 087	323	81
Immaterielle eiendeler	1 376	1 948	151	44
Andre eiendeler	53 890	5 804	449	179
Erstatningsavsetninger	23 390	5 804	449	101
Egenkapital	16 536	1 948	151	89

Tabell 18. Opprinnelig balanseoppstilling i hver valuta.

<b>10% valutaoppgang</b>	<b>1,00</b>	<b>1,42</b>	<b>1,15</b>	<b>10,58</b>	
	<b>Norge</b>	<b>Danmark</b>	<b>Sverige</b>	<b>Baltikum</b>	<b>Sum</b>
	<u>NOK</u>	<u>NOK</u>	<u>NOK</u>	<u>NOK</u>	<u>NOK</u>
Premieinntekter	15 397	5 792	373	860	22 422
Immaterielle eiendeler	1 376	2 761	174	468	4 780
Andre eiendeler	53 890	8 227	518	1 896	64 531
Erstatningsavsetninger	23 390	8 227	518	1 073	33 208
Egenkapital	16 536	2 761	174	947	20 418

<b>10% valutareduksjon</b>	<b>1,00</b>	<b>1,16</b>	<b>0,94</b>	<b>8,65</b>	
	<b>Norge</b>	<b>Danmark</b>	<b>Sverige</b>	<b>Baltikum</b>	<b>Sum</b>
	<u>NOK</u>	<u>NOK</u>	<u>NOK</u>	<u>NOK</u>	<u>NOK</u>
Premieinntekter	15 397	4 739	305	704	21 145
Immaterielle eiendeler	1 376	2 259	142	383	4 161
Andre eiendeler	53 890	6 731	424	1 551	62 596
Erstatningsavsetninger	23 390	6 731	424	878	31 423
Egenkapital	16 536	2 259	142	774	19 712

Tabell 19. Balanseoppstilling NOK ved ti prosents økning og reduksjon i valutakursene.

Tabellen viser de nye verdiene i norske kroner for hver valutaendring, med en summering av hver post i høyre kolonne.

### 6.1.2.2 Balanseoppstilling NOK

Kolonnene Sum NOK sammenstilles nå med utgangspunktet for å vise endringene.

	Utgangspunkt	+10% valutaendring	-10% valutaendring
Premieinntekter	21 272	22 422	21 145
Immaterielle eiendeler	4 470	4 780	4 161
Andre eiendeler	63 563	64 531	62 596
Erstatningsavsetninger	32 315	33 208	31 423
Egenkapital	20 065	20 418	19 712

Tabell 20. Summering av balanseoppstilling NOK ved valutaendringer.

Tabellen viser at effekten av en økning i valutakursene på ti prosent er at verdiene også øker, samtidig som verdiene synker ved en tilsvarende nedgang i valutakursene når de omregnes til norske kroner.

### 6.1.2.3 Nøkkeltall

Jeg skal nå måle hva disse valutaendringene har å si for nøkkeltallene i analysen. Jeg ser på tilgjengelig kapital, overskuddskapital, effektene på årsresultat- og totalresultat, egenkapitalverdi i konsernet, egenkapitalavkastning og utbetaling av utbytte for hver valutaendring.

*Tilgjengelig kapital*

Ny tilgjengelig kapital regnes nå ut basert på de nye verdiene i egenkapitalen og immaterielle eiendeler fra tabell 20.

	Utgangspunkt	+10% valutaendring	-10% valutaendring
Egenkapital	20 065	20 418	19 712
- Immaterielle eiendeler	- 4 470	- 4 780	- 4 161
Annen tilgjengelig kapital	505	505	505
<b>Tilgjengelig kapital</b>	<b>16 100</b>	<b>16 143</b>	<b>16 056</b>

Tabell 21. Tilgjengelig kapital ved valutaendringer.

Valutaendringene gir ny tilgjengelig kapital på henholdsvis 16 143 og 16 056 millioner NOK.

*Overskuddskapital*

Overskuddskapitalen beregnes ved å trekke kapitalkravet fra tilgjengelig kapital. Deretter beregnes endringen i forhold til overskuddskapitalen jeg hadde som utgangspunkt før valutaendringer.

	Utgangspunkt	+10% valutaendring	-10% valutaendring
Tilgjengelig kapital	16 100	16 143	16 056
- Kapitalkrav	- 15 200	- 15 582	- 14 818
<b>Overskuddskapital</b>	<b>900</b>	<b>561</b>	<b>1 238</b>
<b>Δ Overskuddskapital</b>	<b>-</b>	<b>- 339</b>	<b>339</b>

Tabell 22. Overskuddskapital ved valutaendringer.

Valutaendringene fører til endringer i overskuddskapitalen på 339 millioner NOK.

*Omregningsdifferanser*

Omregningsdifferansene er regnet ut ved å se på endringene i egenkapitalen for hver utenlandske virksomhet, omregnet til norske kroner, som følge av valutakursendringene. I og med at egenkapital i det norske selskapet er uavhengig av valutaendring så trekkes total egenkapital fra den totale egenkapitalen jeg hadde som utgangspunkt (20 065 NOK) før valutaendringer.

	+10% valutaendring	-10% valutaendring
Ny egenkapital	20 418	19 712
- Egenkapital utgangspunkt	20 065	20 065
<b>Omregningsdifferanser</b>	<b>353</b>	<b>-353</b>

Tabell 23. Omregningsdifferanser.

Det blir omregningsdifferanser på 353 millioner NOK ved valutaendringer, med henholdsvis positive og negative effekter på totalresultatet.

### *Resultatoppstilling*

Valutakursendringene har ført til omregningsdifferanser, noe som gir en endring i totalresultatet. Alle de øvrige postene er konstante.

	Utgangspunkt	+10% valutaendring	-10% valutaendring
Årsresultat	3 785	3 785	3 785
Effekt av endringer			
<b>Korrigert årsresultat</b>	<b>3 785</b>	<b>3 785</b>	<b>3 785</b>
Omregningsdifferanser		353	- 353
Sikringsbokføring			
<b>Totalresultat</b>	<b>3 785</b>	<b>4 138</b>	<b>3 432</b>

Tabell 24. Resultatoppstilling ved valutaendringer.

Nytt totalresultat blir på henholdsvis 4 138 og 3 432 millioner NOK, og årsresultatet er uendret.

### *Egenkapital konsern*

Endring i egenkapital for konsernet kommer som følge av endringer i totalresultatet, gitt en forutsetning om at egenkapitalen i Bank og Livsforsikring er konstant.

	+10% valutaendring	-10% valutaendring
Egenkapital konsern utgangspunkt	23 331	23 331
Endring i totalresultat	353	- 353
<b>Ny egenkapital konsern</b>	<b>23 683</b>	<b>22 978</b>

Tabell 25. Egenkapital konsern ved valutaendringer.



Endringene i totalresultat gir nye egenkapitalverdier i konsernet på henholdsvis 23 683 og 22 978 millioner NOK.

### *Gjennomsnittlig egenkapital*

Ny gjennomsnittlig egenkapital finnes ved å justere den estimerte, gjennomsnittlige egenkapitalen fra tabell 15 for halvparten av endringene i totalresultatet.

	+10% valutaendring	-10% valutaendring
Utgangspunkt	21 761	21 761
(Endring i totalresultat)/2	177	177
<b>Ny gjennomsnittlig egenkapital</b>	<b>21 938</b>	<b>21 585</b>

Tabell 26. Gjennomsnittlig egenkapital ved valutaendringer.

Ny gjennomsnittlig egenkapital blir på henholdsvis 21 938 og 21 585 millioner NOK for hver valutaendring.

### *Egenkapitalavkastning*

Egenkapitalavkastningen finner man ved å dele årsresultatet på gjennomsnittlig egenkapital.

	Utgangspunkt	+10% valutaendring	-10% valutaendring
Årsresultat / egenkapital	3 785 / 21 761	3 785 / 21 938	3 785 / 21 585
<b>Egenkapitalavkastning</b>	<b>17,4 %</b>	<b>17,3 %</b>	<b>17,5 %</b>

Tabell 27. Egenkapitalavkastning ved valutaendringer.

Valutaendringer vil føre til nye egenkapitalavkastninger på henholdsvis 17,3 % og 17,5 %.

### *Utbetaling av utbytte*

Gjensidige skal betale ut et utbytte på 70% av årsresultatet.

	Utgangspunkt	+10% valutaendring	-10% valutaendring
Årsresultat × 70 %	3 785 × 70 %	3 785 × 70 %	3 785 × 70 %
<b>Utbetalt utbytte</b>	<b>2 649</b>	<b>2 649</b>	<b>2 649</b>

Tabell 28. Utbetaling av utbytte ved valutaendringer.

Utbetalingen av utbytte er upåvirket av valutaendringer fordi årsresultatet ikke endrer seg.

### 6.1.2.4 Oppsummeringstabell for valutakurseffekter uten sikring

Tabellen viser en oppsummering av de viktigste postene fra endringene jeg analyserte ved henholdsvis ti prosents økning i valutakursene og ti prosents reduksjon i valutakursene.

Tabellen viser også tallene jeg hadde som utgangspunkt, for å vise hvilke poster som er utsatt for valutarisiko. Alle verdiene er i millioner NOK.

	Utgangspunkt	+10% valutaendring	-10% valutaendring
Årsresultat	3 785	3 785	3 785
Totalresultat	3 785	4 138	3 432
Egenkapital	23 331	23 683	22 978
Egenkapitalavkastning	17,4 %	17,3 %	17,5 %
Utbetaling utbytte	2 649	2 649	2 649
Overskuddskapital	900	561	1 238
$\Delta$ Overskuddskapital	-	- 339	339

Tabell 29. Oppsummering av effektene på nøkkeltall ved valutaendringer.

Valutaendringene fører til at både kapitalkrav og tilgjengelig kapital endrer seg i samme retning. Effekten på kapitalkravet er imidlertid sterkere enn på den tilgjengelige kapitalen, noe som gjør at overskuddskapitalen synker ved økning i valutakursene og øker tilsvarende ved reduksjon i valutakursene. Årsresultatet er upåvirket av endringene, noe som gjør at utbetaling av utbytte heller ikke påvirkes av valutaendringene.

Omregningsdifferansene gjør at egenkapitalen og totalresultatet blir endret. Økte omregningsdifferanser gir høyere egenkapital, som videre gir lavere egenkapitalavkastning. Dersom omregningsdifferansene skulle gi lavere egenkapital ser man at egenkapitalavkastningen blir høyere.

## 6.2 Metoder for sikring av valutarisikoen i Gjensidige

I denne delen vil jeg ta for meg de ulike metodene for valutastyring som Gjensidige har ansett som aktuelle for håndtering av valutarisiko tilknyttet datterselskapene. Jeg skal vise hvordan valutaendringene kan slå ut på de viktigste postene for hver metode. Disse er tilgjengelig kapital, kapitalkrav, overskuddskapital, årsresultat, totalresultat, egenkapitalverdi i konsernet, egenkapitalavkastning og utbyttebetaling.

### 6.2.1 Metode 1: Valutaderivater uten sikringsbokføring

Jeg skal nå se hvordan bruk av valutaderivater uten sikringsbokføring kan slå ut på regnskapet i de to valutaendringstilfellene. Sikring av egenkapitalen vil si at egenkapitalverdien i konsernet ikke skal endre seg som følge av endringer i valutaen. I tabell 21 kom det fram at valutaendringer førte til endringer i egenkapitalen til skadeforsikring fra 20 065 til henholdsvis 20 418 og 19 712, altså endringer på 353 millioner NOK i hver retning. Endringene forekommer i det konsoliderte regnskapet, altså det norske, noe som gjør at det må justeres tilsvarende for å unngå valutaendringseffekter.

#### *Nøkkeltall*

Jeg skal nå måle hva denne metoden har å si for nøkkeltallene i analysen. Jeg ser på tilgjengelig kapital, overskuddskapital, effekter på årsresultat- og totalresultat, egenkapitalverdi i konsernet, egenkapitalavkastning og utbetaling av utbytte for hver valutaendring.

#### *Tilgjengelig kapital*

Jeg regner nå ny tilgjengelig kapital basert på de nye verdiene i immaterielle eiendeler fra tabell 20. Egenkapitalen er uendret.

	Utgangspunkt	+10% valutaendring	-10% valutaendring
Egenkapital	20 065	20 065	20 065
- Immaterielle eiendeler	- 4 470	- 4 780	- 4 161
Annen tilgjengelig kapital	505	505	505
<b>Tilgjengelig kapital</b>	<b>16 100</b>	<b>15 790</b>	<b>16 409</b>

Tabell 30. Tilgjengelig kapital ved metode 1.

Denne metoden gir ny tilgjengelig kapital på henholdsvis 15 790 og 16 409 ved valutaendringer. Årsaken til endringene kommer av at egenkapitalen er stabil, mens immaterielle eiendeler endrer seg tilsvarende eksemplet uten valutasikring i tabell 22.

### *Overskuddskapital*

Overskuddskapitalen beregnes ved å trekke kapitalkravet fra tilgjengelig kapital. Deretter beregnes endringen i forhold til overskuddskapitalen jeg hadde som utgangspunkt før valutaendringer.

	Utgangspunkt	+10% valutaendring	-10% valutaendring
Tilgjengelig kapital	16 100	15 790	16 409
- Kapitalkrav	- 15 200	- 15 582	- 14 818
<b>Overskuddskapital</b>	<b>900</b>	<b>208</b>	<b>1 591</b>
<b>Δ Overskuddskapital</b>	<b>-</b>	<b>- 691</b>	<b>691</b>

Tabell 31. Overskuddskapital ved metode 1.

Metoden fører til en stor endring i overskuddskapitalen. Forskjellen er hele 691 millioner NOK for hver valutaendring.

### *Resultatoppstilling*

Valutakursendringene har ført til de samme omregningsdifferansene. Sikringen av egenkapital har utlignet effekten av disse omregningsdifferansene.

	Utgangspunkt	+10% valutaendring	-10% valutaendring
Årsresultat	3 785	3 785	3 785
Effekt av endringer		- 353	353
<b>Korrigert årsresultat</b>	<b>3 785</b>	<b>3 432</b>	<b>4 138</b>
Omregningsdifferanser		353	- 353
Sikringsbokføring			
<b>Totalresultat</b>	<b>3 785</b>	<b>3 785</b>	<b>3 785</b>

Tabell 32. Resultatoppstilling ved metode 1.

Denne metoden gir ingen endringer i totalresultatet, selv om årsresultatet påvirkes.

### *Egenkapitalavkastning*

Egenkapitalavkastningen finner man ved å dele årsresultatet på gjennomsnittlig egenkapital.

	Utgangspunkt	+10% valutaendring	-10% valutaendring
Årsresultat / egenkapital	3 785 / 21 761	3 432 / 21 761	4 138 / 21 761
<b>Egenkapitalavkastning</b>	<b>17,4 %</b>	<b>15,8 %</b>	<b>19,0 %</b>

Tabell 33. Egenkapitalavkastning ved metode 1.

Valutaendringer vil føre til endringer i egenkapitalavkastningen, på henholdsvis 15,8 % og 19,0 %. Dette kommer av endringene i årsresultatet.

### *Utbetaling av utbytte*

Gjensidige skal betale ut et utbytte på 70% av årsresultatet.

	Utgangspunkt	+10% valutaendring	-10% valutaendring
Årsresultat × 70 %	3 785 × 70 %	3 432 × 70 %	4 138 × 70 %
<b>Utbetalt utbytte</b>	<b>2 649</b>	<b>2 402</b>	<b>2 896</b>

Tabell 34. Utbetaling av utbytte ved metode 1.

Endringene i årsresultatet gjør at betalingen av utbytte endrer seg til henholdsvis 2 402 og 2 896 millioner NOK.

### *Oppsummeringstabell for metode 1*

Tabellen viser en oppsummering av de viktigste tallene for metode 1 ved hver valutakursendring, sammenlignet med resultatoppstillingen, overskuddskapitalen og nøkkeltallene jeg hadde som utgangspunkt for analysen. Alle verdiene er i millioner NOK.

	Utgangspunkt	+10% valutaendring	-10% valutaendring
Årsresultat	3 785	3 432	4 138
Totalresultat	3 785	3 785	3 785
Egenkapital	23 331	23 331	23 331
Egenkapitalavkastning	17,4 %	15,8 %	19,0 %
Utbetaling utbytte	2 649	2 402	2 896
Overskuddskapital	900	208	1591
Δ Overskuddskapital	-	- 691	691

Tabell 35. Oppsummeringstabell for metode 1.

Effektene av å sikre egenkapitalen gir ved denne metoden utslag på årsresultatet, selv om totalresultatet forblir uendret som følge av omregningsdifferansene. Utbytte og egenkapitalavkastning er begge poster som påvirkes av årsresultatet, så derfor endres disse nøkkeltallene ved denne sikringsstrategien. Ved en økning i valutaene får man nå høyere

kapitalkrav og lavere tilgjengelig kapital, mens en reduksjon i valutaen gir lavere kapitalkrav og høyere tilgjengelig kapital. Det betyr at denne metoden gir store svingninger i overskuddskapitalen. Egenkapitalen blir upåvirket fordi valutaderivatene utligner effekten av omregningsdifferansene.

## 6.2.2 Metode 2: Valutaderivater med sikringsbokføring

Jeg skal nå videre se på effekten ved bruk av valutaderivater med sikringsbokføring. Igjen sikres egenkapitalen, og det vil gi de samme effektene på balansen som i forrige metode. Forskjellene finner man derfor kun i resultatoppstillingen og nøkkeltall som er påvirket av årsresultatet.

### Nøkkeltall

Jeg måler hva denne metoden har å si for nøkkeltallene i analysen. Jeg ser på tilgjengelig kapital, overskuddskapital, effekter på årsresultat- og totalresultat, egenkapitalverdi i konsernet, egenkapitalavkastning og utbetaling av utbytte for hver valutaendring.

### Resultatoppstilling

Valutakursendringene har ført til samme omregningsdifferanser som i metode 1, noe som gir en endring i totalresultatet. Sikringsbokføringen sikrer disse omregningsdifferansene ved å justere for tilsvarende sum. Alle de øvrige postene er konstante.

	Utgangspunkt	+10% valutaendring	-10% valutaendring
Årsresultat	3 785	3 785	3 785
Effekt av endringer			
<b>Korrigert årsresultat</b>	<b>3 785</b>	<b>3 785</b>	<b>3 785</b>
Omregningsdifferanser		353	- 353
Sikringsbokføring		- 353	353
<b>Totalresultat</b>	<b>3 785</b>	<b>3 785</b>	<b>3 785</b>

Tabell 36. Resultatoppstilling ved metode 2.

Sikringsbokføringen gjør at verken årsresultatet eller totalresultatet blir påvirket av valutaendringer.

### Egenkapitalavkastning

Egenkapitalavkastningen finner man ved å dele årsresultatet på gjennomsnittlig egenkapital.

	Utgangspunkt	+10% valutaendring	-10% valutaendring
Årsresultat / egenkapital	3 785 / 21 761	3 785 / 21 761	3 785 / 21 761
<b>Egenkapitalavkastning</b>	<b>17,4 %</b>	<b>17,4 %</b>	<b>17,4 %</b>

Tabell 37. Egenkapitalavkastning ved metode 2.

Egenkapitalavkastningen i Gjensidige blir uforandret som følge av et stabilt årsresultat.

### Utbetaling av utbytte

Gjensidige skal betale ut et utbytte på 70% av årsresultatet.

	Utgangspunkt	+10% valutaendring	-10% valutaendring
Årsresultat × 70 %	3 785 × 70 %	3 785 × 70 %	3 785 × 70 %
<b>Utbetalt utbytte</b>	<b>2 649</b>	<b>2 649</b>	<b>2 649</b>

Tabell 38. Utbetaling av utbytte ved metode 2.

Utbetalingen av utbytte blir også uforandret som følge av upåvirket årsresultat.

### Oppsummeringstabell for metode 2

Tabellen viser en oppsummering av de viktigste tallene for metode 2 ved hver valutakursendring, sammenlignet med resultatoppstillingen, overskuddskapitalen og nøkkeltallene jeg hadde som utgangspunkt for analysen. Alle verdiene er i millioner NOK.

	Utgangspunkt	+10% valutaendring	-10% valutaendring
Årsresultat	3 785	3 785	3 785
Totalresultat	3 785	3 785	3 785
Egenkapital	23 331	23 331	23 331
Egenkapitalavkastning	17,4 %	17,4 %	17,4 %
Utbetaling utbytte	2 649	2 649	2 649
Overskuddskapital	900	208	1 591
Δ Overskuddskapital	-	- 691	691

Tabell 39. Oppsummeringstabell for metode 2.

Man ser at effektene av sikringsbokføring gjør at årsresultatet holder seg stabilt uansett utfall av valutakursen. Det gjør at sikringsbokføring heller ikke påvirker egenkapitalavkastning eller utbetaling av utbytte. Siden man også her sikrer egenkapitalen, gir valutaendringer de samme store svingningene i overskuddskapitalen som forekom i derivatsikringen uten sikringsbokføring. Valutaendringene vil gi omregningsdifferanser, men sikringsbokføringen slår inn på andre inntekter og kostnader, og gjør dermed at verken totalresultatet eller egenkapitalen påvirkes av valutaendringer.

### 6.2.3 Metode 3: Ta bevisste valutaposisjoner i morselskapet

Å ta valutaposisjoner i morselskapet handler om å minimere risiko i de utenlandske virksomhetene ved å overføre de ulike selskapenes overskuddskapital til morselskapet. Man gjør da investeringer i morselskapet for å oppnå målet om stabil overskuddskapital.

#### *Tilgjengelig kapital for hver valuta*

Jeg finner først tilgjengelig kapital for hver respektive utenlandske valuta, med tallene fra tabell 6.

	<b>Danmark</b>	<b>Sverige</b>	<b>Baltikum</b>
	<u>DKK</u>	<u>SEK</u>	<u>EUR</u>
Egenkapital	1 948	151	89
- Immaterielle eiendeler	- 1 948	- 151	- 44
<b>Tilgjengelig kapital</b>	-	-	<b>45</b>

Tabell 40. Tilgjengelig kapital for hver valuta.

I og med at egenkapital og immaterielle eiendeler er identiske i de svenske og danske filialene, er det kun fra datterselskapene i Baltikum som har med seg tilgjengelig kapital.

#### *Valutaposisjoner*

Videre finner jeg valutaposisjonene ved å beregne differansen mellom kapitalkrav og tilgjengelig kapital i hvert utenlandske selskap per valuta. Det vil si at man beregner hvor stor valutaposisjon konsernet trenger for å dekke kapitalkravet utover det som ligger i selskapene. Kapitalkravene er hentet fra beregningene i tabell 10. Valutaposisjonene regnes om til NOK.



	<b>Danmark</b>	<b>Sverige</b>	<b>Baltikum</b>
	<u>DKK</u>	<u>SEK</u>	<u>EUR</u>
Kapitalkrav	2 427	188	52
- Tilgjengelig kapital	-	-	- 45
<b>Ny valutaposisjon</b>	<b>2 427</b>	<b>188</b>	<b>7</b>
Valutakurs 31.12.2015	1,29	1,05	9,62
	<u>NOK</u>	<u>NOK</u>	<u>NOK</u>
<b>Valutaposisjon i NOK</b>	<b>3 127</b>	<b>197</b>	<b>61</b>

Tabell 41. Valutaposisjoner for å dekke kapitalkrav i henholdsvis hver valuta og i NOK.

Valutaposisjonen vil være på 3 386\* millioner NOK som utgangspunkt for valutaendringer.

\* (Beregning: 3 127 + 197 + 61 = 3 386)

### *Valutaposisjoner ved endring i kursene*

Jeg skal nå finne effekten av valutaposisjonene ved hver valutaendring. Jeg beregner differansen mellom valutaposisjonen fra utgangsposisjonen i tabell 41 og den tilsvarende valutaposisjonen ved endring i kursene. Dette vil ha effekt på års- og totalresultatet og egenkapital i Skadeforsikring. I og med at det skal overføres fra de utenlandske datterselskapene til morselskapet viser tabellen kun de utenlandske virksomhetene.

	<b>Danmark</b>	<b>Sverige</b>	<b>Baltikum</b>	<b>Sum</b>
<b>+ 10% valutakurser</b>	<b>1,42</b>	<b>1,15</b>	<b>10,58</b>	
	<u>NOK</u>	<u>NOK</u>	<u>NOK</u>	<u>NOK</u>
Valutaposisjon ved kursoppgang	3 440	217	67	3 724
- Valutaposisjon utgangspunkt	- 3 127	- 197	- 61	- 3 386
<b>Differanse ved valutaoppgang</b>	<b>313</b>	<b>20</b>	<b>6</b>	<b>339</b>
<b>- 10% valutakurser</b>	<b>1,16</b>	<b>0,94</b>	<b>8,65</b>	
	<u>NOK</u>	<u>NOK</u>	<u>NOK</u>	<u>NOK</u>
Valutaposisjon ved kursnedgang	2 815	177	55	3 047
- Valutaposisjon utgangspunkt	- 3 127	- 197	- 61	- 3 386
<b>Differanse ved valutanedgang</b>	<b>- 312</b>	<b>- 20</b>	<b>- 6</b>	<b>- 339</b>

Tabell 42. Valutaposisjoner i norske kroner ved hver valutaendring. Differansen ved hver valutaendring viser påvirkningen på års- og totalresultat, samt egenkapital.

Det vil bli en differanse i valutaposisjonene på henholdsvis 339 og -339 millioner nok ved hver valutaendring.

Man ser at en økning i de opprinnelige valutaene på ti prosent i forhold til den norske kronen vil ha en positiv effekt på årsresultatet og egenkapitalen, mens en tilsvarende reduksjon i de opprinnelige valutaene vil ha negativ effekt på årsresultatet og egenkapitalen. Dette tilsvarer altså summen som må overføres fra datterselskapene til morselskapet for å opprettholde stabil overskuddskapital.

### *Nøkkeltall*

Jeg skal nå måle hva denne metoden har å si for nøkkeltallene i analysen. Jeg ser på effekter på årsresultat- og totalresultat, egenkapitalverdi i konsernet- og skadeforsikring, tilgjengelig kapital, overskuddskapital, egenkapitalavkastning og utbetaling av utbytte for hver valutaendring.

### *Resultatoppstilling*

Valutakursendringene har ført til samme omregningsdifferanser som tidligere, noe som gir en endring i totalresultatet. Valutaposisjonen i morselskapet gir endringer på årsresultatet fordi alle valutaeffekter av eiendeler i utenlandske valuta innregnes i finansresultatet.

	Utgangspunkt	+10% valutaendring	-10% valutaendring
Årsresultat	3 785	3 785	3 785
Effekt av endringer		339	- 339
<b>Korrigert årsresultat</b>	<b>3 785</b>	<b>4 077</b>	<b>3 493</b>
Omregningsdifferanser		353	- 353
Sikringsbokføring			
<b>Totalresultat</b>	<b>3 785</b>	<b>4 476</b>	<b>3 093</b>

Tabell 43. Resultatoppstilling som effekt av omregningsdifferanser og valutaposisjoner ved metode 3.

Denne metoden vil gi nye totalresultater på henholdsvis 4 476 og 3 093 millioner NOK.

### *Egenkapital konsern*

Endring i egenkapital for konsernet kommer som følge av endringer i totalresultatet, gitt en forutsetning om at egenkapitalen i Bank og Livsforsikring er konstant.

	+10% valutaendring	-10% valutaendring
Egenkapital konsern utgangspunkt	23 331	23 331
Endring i totalresultat	339 + 353	(-339) - 353
<b>Ny egenkapital konsern</b>	<b>24 023</b>	<b>22 639</b>

Tabell 44. Ny egenkapital konsern som effekt av omregningsdifferanser og valutaposisjoner ved metode 3.

Endringene i totalresultat gir nye egenkapitalverdier i konsernet på henholdsvis 24 023 og 22 639 millioner NOK.

### *Ny egenkapital Skadeforsikring*

Endring i egenkapital for Skadeforsikring kommer også som følge av endringer i totalresultatet. Tall fra opprinnelig egenkapital er hentet fra tabell 21.

	+10% valutaendring	-10% valutaendring
Opprinnelig egenkapital	20 065	20 065
Effekt av valutaposisjon	339 + 353	(-339) - 353
<b>Ny egenkapital Skadeforsikring</b>	<b>20 757</b>	<b>19 373</b>

Tabell 45. Ny egenkapital Skadeforsikring som effekt av omregningsdifferanser og valutaposisjon ved metode 3.

Valutaposisjonene i morselskapet øker den allerede høye egenkapitalen når valutakursene øker, samtidig som den senker egenkapitalen ytterligere når valutakursene synker.

### *Tilgjengelig kapital*

Ny tilgjengelig kapital beregnes nå basert på de nye verdiene i egenkapitalen for Skadeforsikring og immaterielle eiendeler fra henholdsvis tabell 46 og tabell 21.

	Utgangspunkt	+10% valutaendring	-10% valutaendring
Egenkapital Skadeforsikring	20 065	20 757	19 373
- Immaterielle eiendeler	- 4 470	- 4 780	- 4 161
Annen tilgjengelig kapital	505	505	505
<b>Tilgjengelig kapital</b>	<b>16 100</b>	<b>16 482</b>	<b>15 718</b>

Tabell 46. Tilgjengelig kapital ved metode 3.

Denne metoden gir ny tilgjengelig kapital på henholdsvis 16 482 og 15 718 ved valutaendringer.

### *Overskuddskapital*

Overskuddskapitalen beregnes ved å trekke kapitalkravet fra tilgjengelig kapital. Deretter beregnes endringen i forhold til overskuddskapitalen jeg hadde som utgangspunkt før valutaendringer.

	Utgangspunkt	+10% valutaendring	-10% valutaendring
Tilgjengelig kapital	16 100	16 482	15 718
- Kapitalkrav	- 15 200	- 15 582	- 14 818
<b>Overskuddskapital</b>	<b>900</b>	<b>900</b>	<b>900</b>
<b>Δ Overskuddskapital</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

Tabell 47. Overskuddskapital ved metode 3.

Man ser at valutaposisjonen i morselskapet gjør at overskuddskapitalen ikke endrer seg.

### *Gjennomsnittlig egenkapital*

Ny gjennomsnittlig egenkapital finnes ved å justere den estimerte gjennomsnittlige egenkapitalen fra tabell 15 for halvparten av endringene i totalresultatet.

	+10% valutaendring	-10% valutaendring
Utgangspunkt	21 761	21 761
(Endring i totalresultat)/2	346	- 346
<b>Ny gjennomsnittlig egenkapital</b>	<b>22 107</b>	<b>21 415</b>

Tabell 48. Gjennomsnittlig egenkapital ved metode 3.

Ny gjennomsnittlig egenkapital blir på henholdsvis 22 107 og 21 415 millioner NOK for hver valutaendring.

### *Egenkapitalavkastning*

Egenkapitalavkastningen finner man ved å dele årsresultatet på gjennomsnittlig egenkapital.

	Utgangspunkt	+10% valutaendring	-10% valutaendring
Årsresultat / egenkapital	3 785 / 21 761	4 123 / 22 107	3 446 / 21 415
<b>Egenkapitalavkastning</b>	<b>17,4 %</b>	<b>18,7 %</b>	<b>16,1 %</b>

Tabell 49. Egenkapitalavkastning ved metode 3.

Valutaendringer vil føre til nye egenkapitalavkastninger på henholdsvis 18,7 % og 16,1 %.

### Utbetaling av utbytte

Gjensidige skal betale ut et utbytte på 70% av årsresultatet.

	Utgangspunkt	+10% valutaendring	-10% valutaendring
Årsresultat × 70 %	3 785 × 70 %	4 123 × 70 %	3 446 × 70 %
<b>Utbetalt utbytte</b>	<b>2 649</b>	<b>2 886</b>	<b>2 412</b>

Tabell 50. Utbetaling av utbytte ved metode 3.

Endringene i årsresultatet gjør at betalingen av utbytte endrer seg til henholdsvis 2 886 og 2 412 millioner NOK.

### Oppsummeringstabell for metode 3

Tabellen viser en oppsummering av de viktigste tallene for metode 3 ved hver valutakursendring, sammenlignet med resultatoppstillingen, overskuddskapitalen og nøkkeltallene jeg hadde som utgangspunkt for analysen. Alle verdiene er i millioner NOK.

	Utgangspunkt	+10% valutaendring	-10% valutaendring
Årsresultat	3 785	4 077	3 493
Totalresultat	3 785	4 429	3 140
Egenkapital	23 331	24 023	22 639
Egenkapitalavkastning	17,4 %	18,7 %	16,1 %
Utbetaling utbytte	2 649	2 886	2 412
Overskuddskapital	900	900	900
Δ Overskuddskapital	-	-	-

Tabell 51. Oppsummeringstabell for metode 3.

Som ønsket gir denne metoden ingen effekt på overskuddskapitalen. Likevel gir denne sikringsstrategien effekter på egenkapitalavkastningen og utbetaling av utbytte som følge av at årsresultatet påvirkes. Grunnen er at valutaposisjonene fra datterselskap til morselskap gir utslag på finansresultatet som inngår som en del av årsresultatet. Det er imidlertid ikke bare årsresultatet som gjør at egenkapitalavkastningen påvirkes. Nevneren i brøken endres også til en viss grad, på grunn av omregningsdifferansens effekt på totalresultatet, og derav egenkapitalen.

## 6.2.4 Metode 4: Ta bevisste valutaposisjoner i datterselskapene

For å ta bevisste valutaposisjoner i datterselskap må det beregnes ut hvor mye kapital som kreves i hver virksomhet for å opprettholde stabil overskuddskapital. Man finner hvor store valutaposisjoner som må tas ved å finne forskjellen mellom kapitalkravet og den tilgjengelige egenkapitalen, altså overskuddskapitalen. Det danner grunnlaget for en reallokering av egenkapital. Det gjøres altså ved hjelp av samme framgangsmåte som i metode 3, og jeg bruker derfor tallene derfra.

### *Reallokering av egenkapital*

Tallene kommer fra tabell 41 under metode 3. Der ble det beregnet hvor stor valutaposisjon konsernet trenger for å dekke kapitalkravet utover det som ligger i de utenlandske selskapene.

	<b>Danmark</b>	<b>Sverige</b>	<b>Baltikum</b>
	<u>NOK</u>	<u>NOK</u>	<u>NOK</u>
Valutaposisjon NOK	3 127	197	61

Tabell 52. Valutaposisjon i norske kroner.

Disse valutaposisjonene overføres fra det norske morselskapet og ut til datterselskapene og filialer, i motsetning til i metode 3 hvor investeringene ble gjort i morselskapet. Det gjør at egenkapitalverdien i NOK for norske selskapet blir lavere.

Overføring fra det norske selskapet:  $3\,127 + 197 + 61 = \underline{\underline{3\,386}}$  (med avrundinger).

### *Ny egenkapital*

Reallokeringen av egenkapital (EK) fører dermed til ny egenkapital i hver valuta hos samtlige virksomheter fra den opprinnelige balansen. Tallene ved raden "EK utgangspunkt" er hentet fra tabell 7. Tallene ved raden "Reallokering av EK" er hentet fra tabell 41. De øvrige postene i balansen endres ikke.

	<b>Norge</b>	<b>Danmark</b>	<b>Sverige</b>	<b>Baltikum</b>
	<u>NOK</u>	<u>DKK</u>	<u>SEK</u>	<u>Euro</u>
EK utgangspunkt	16 536	1 948	151	89
- Reallokering av EK	- 3 386	+ 2 427	+ 188	+ 6
<b>Ny egenkapital</b>	<b>13 150</b>	<b>4 375</b>	<b>338</b>	<b>96</b>

Tabell 53. Ny egenkapital i hver virksomhet i hver valuta som følge av valutaposisjonen.

Endringene i egenkapitalen hos virksomhetene i utlandet gjør altså at egenkapitalen eksponert i NOK må endres i motsatt retning, i og med at man bare overfører den totale summen av kapital, som er på 3 386 millioner NOK, mellom selskapene,. Det gjør at egenkapitalen eksponert i NOK synker fra 16 536, som den har vært på i de øvrige eksemplene, til en ny egenkapital på 13 150 millioner NOK. Endringene har med andre ord ingen effekt på kapitalkravet, men den har effekt på tilgjengelig kapital.

### *Ny egenkapital NOK*

Jeg skal nå vise hva reallokeringen fra tabell 53 gjør med summen av egenkapital omregnet til norske kroner ved valutaendringer.

	<b>Norge</b>	<b>Danmark</b>	<b>Sverige</b>	<b>Baltikum</b>	<b>Sum</b>
	<u>NOK</u>	<u>DKK</u>	<u>SEK</u>	<u>EUR</u>	
Ny egenkapital	13 150	4 375	338	96	
<b>Kurs 31.12.2015</b>	<b>1,00</b>	<b>1,29</b>	<b>1,05</b>	<b>9,62</b>	
	<u>NOK</u>	<u>NOK</u>	<u>NOK</u>	<u>NOK</u>	<u>NOK</u>
Ny egenkapital	13 150	5 638	355	922	<b>20 065</b>
<b>+ 10% valutakurs</b>	<b>1,00</b>	<b>1,42</b>	<b>1,15</b>	<b>10,58</b>	
	<u>NOK</u>	<u>NOK</u>	<u>NOK</u>	<u>NOK</u>	<u>NOK</u>
Ny egenkapital	13 150	6 201	391	1 014	<b>20 757</b>
<b>- 10% valutakurs</b>	<b>1,00</b>	<b>1,16</b>	<b>0,94</b>	<b>8,65</b>	
	<u>NOK</u>	<u>NOK</u>	<u>NOK</u>	<u>NOK</u>	<u>NOK</u>
Ny egenkapital	13 150	5 074	320	830	<b>19 374</b>

Tabell 54. Ny egenkapital i NOK ved hver valutaendring som følge av valutaposisjonene.

Egenkapitalen i det norske selskapet er nå betydelig lavere enn ved de tidligere metodene, mens egenkapitalen i de utenlandske selskapene har økt vesentlig som et resultat av valutaposisjonene i datterselskapene. Summen av egenkapitalen i NOK ved opprinnelige valutakurser endrer seg ikke da det kun utføres en overføring av kapital, men man ser at den

vil være påvirket av valutaendringer. Reallokeringen vil derfor gi nye totale egenkapitalverdier på henholdsvis 20 757 og 19 374 millioner NOK ved hver valutaendring.

### *Nøkkeltall*

Jeg skal nå måle hva denne metoden har å si for nøkkeltallene i analysen. Jeg ser på tilgjengelig kapital, overskuddskapital, effekter på årsresultat- og totalresultat, egenkapitalverdi i konsernet, egenkapitalavkastning og utbetaling av utbytte for hver valutaendring.

### *Tilgjengelig kapital*

Ny tilgjengelig kapital beregnes basert på de nye verdiene i egenkapitalen og immaterielle eiendeler fra henholdsvis tabell 54 og tabell 20.

	Utgangspunkt	+10% valutaendring	-10% valutaendring
Egenkapital	20 065	20 757	19 374
- Immaterielle eiendeler	- 4 470	- 4 780	- 4 161
Annen tilgjengelig kapital	505	505	505
<b>Tilgjengelig kapital</b>	<b>16 100</b>	<b>16 482</b>	<b>15 718</b>

Tabell 55. Tilgjengelig kapital ved metode 4.

Denne metoden gir ny tilgjengelig kapital på henholdsvis 16 482 og 15 718 millioner NOK ved valutaendringer.

### *Overskuddskapital*

Overskuddskapitalen beregnes ved å trekke kapitalkravet fra tilgjengelig kapital. Deretter beregnes endringen i forhold til overskuddskapitalen jeg hadde som utgangspunkt før valutaendringer.

	Utgangspunkt	+10% valutaendring	-10% valutaendring
Tilgjengelig kapital	16 100	16 482	15 718
- Kapitalkrav	- 15 200	- 15 582	- 14 818
<b>Overskuddskapital</b>	<b>900</b>	<b>900</b>	<b>900</b>
<b>Δ Overskuddskapital</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

Tabell 56. Overskuddskapital ved metode 4.



Man ser at valutaposisjonene i datterselskapene gjør at overskuddskapitalen ikke endrer seg.

### *Omregningsdifferanser*

Omregningsdifferansene er regnet ut ved å se på endringene i egenkapitalen for hver utenlandske virksomhet, omregnet til norske kroner, som følge av valutakursendringene. I og med at egenkapital i det norske selskapet er uavhengig av valutaendring trekkes total egenkapital fra den totale egenkapitalen jeg hadde som utgangspunkt (20 065).

	+10% valutaendring	-10% valutaendring
Ny egenkapital	20 757	19 374
- Egenkapital utgangspunkt	- 20 065	- 20 065
<b>Omregningsdifferanser</b>	<b>691</b>	<b>- 691</b>

Tabell 57. Omregningsdifferanser som effekt av valutaposisjonene ved metode 4.

Omregningsdifferansene er større ved denne metoden enn de tidligere som følge av reallokeringen av egenkapital. Omregningsdifferansene i konsernet summerer seg nå opp til 691 millioner NOK i hver retning, etter at den tidligere lå på 353 millioner NOK.

### *Resultatoppstilling*

Valutakursendringene og valutaposisjonen i datterselskapene har ført til nye omregningsdifferanser. Alle de øvrige postene er konstante.

	Utgangspunkt	+10% valutaendring	-10% valutaendring
Årsresultat	3 785	3 785	3 785
Effekt av endringer			
<b>Korrigert årsresultat</b>	<b>3 785</b>	<b>3 785</b>	<b>3 785</b>
Omregningsdifferanser		691	- 691
Sikringsbokføring			
<b>Totalresultat</b>	<b>3 785</b>	<b>4 476</b>	<b>3 093</b>

Tabell 58. Resultatoppstilling som effekt av valutaposisjonene ved metode 4.

Denne metoden vil gi nye totalresultat på henholdsvis 4 476 og 3 093 millioner NOK.

### *Egenkapital konsern*

Endring i egenkapital for konsernet kommer som følge av endringer i totalresultatet, gitt en forutsetning om at egenkapitalen i Bank og Livsforsikring er konstant.

	+10% valutaendring	-10% valutaendring
Egenkapital konsern utgangspunkt	23 331	23 331
Endring i totalresultat	691	- 691
<b>Ny egenkapital konsern</b>	<b>24 022</b>	<b>22 640</b>

Tabell 59. Ny egenkapital konsern som effekt av valutaposisjonene ved metode 4.

Endringene i totalresultat gir oss nye egenkapitalverdier i konsernet på henholdsvis 24 022 og 22 640 millioner NOK.

### *Gjennomsnittlig egenkapital*

Ny gjennomsnittlig egenkapital finnes ved å justere den estimerte gjennomsnittlige egenkapitalen fra tabell 15 for halvparten av endringene i totalresultatet.

	+10% valutaendring	-10% valutaendring
Utgangspunkt	21 761	21 761
(Endring i totalresultat)/2	346	- 346
<b>Ny gjennomsnittlig egenkapital</b>	<b>22 107</b>	<b>21 415</b>

Tabell 60. Gjennomsnittlig egenkapital som effekt av valutaposisjonene ved metode 4.

Ny gjennomsnittlig egenkapital blir på henholdsvis 22 107 og 21 415 millioner NOK for hver valutaendring.

### *Egenkapitalavkastning*

Egenkapitalavkastningen finner man ved å dele årsresultatet på gjennomsnittlig egenkapital.

	Utgangspunkt	+10% valutaendring	-10% valutaendring
Årsresultat / egenkapital	3 785 / 21 761	3 785 / 22 107	3 785 / 21 415
<b>Egenkapitalavkastning</b>	<b>17,4 %</b>	<b>17,1 %</b>	<b>17,7 %</b>

Tabell 61. Egenkapitalavkastning ved metode 4.

Valutaendringer vil føre til nye egenkapitalavkastninger på henholdsvis 17,1 % og 17,7 %.

*Utbetaling av utbytte*

Gjensidige skal betale ut et utbytte på 70% av årsresultatet.

	Utgangspunkt	+10% valutaendring	-10% valutaendring
Årsresultat × 70 %	3 785 × 70 %	3 785 × 70 %	3 785 × 70 %
<b>Utbetalt utbytte</b>	<b>2 649</b>	<b>2 649</b>	<b>2 649</b>

Tabell 62. Utbetaling av utbytte ved metode 4.

Utbetalingen av utbytte blir uforandret fordi årsresultatet er uendret.

*Oppsummeringstabell for metode 4*

Tabellen viser en oppsummering av de viktigste tallene for metode 4 ved hver valutakursendring, sammenlignet med resultatoppstillingen, overskuddskapitalen og nøkkeltallene jeg hadde som utgangspunkt for analysen. Alle verdiene er i millioner NOK.

	Utgangspunkt	+10% valutaendring	-10% valutaendring
Årsresultat	3 785	3 785	3 785
Totalresultat	3 785	4 429	3 140
Egenkapital	23 331	24 022	23 331
Egenkapitalavkastning	17,4 %	17,1 %	17,7 %
Utbetaling utbytte	2 649	2 649	2 649
Overskuddskapital	900	900	900
Δ Overskuddskapital	-	-	-

Tabell 63. Oppsummeringstabell for metode 4.

Reallokeringen av egenkapital gjør at overskuddskapitalen holder seg stabil, uavhengig av hvordan valutakursene skulle utvikle seg. Det samme er tilfellet med årsresultatet og utbytte. Å flytte kapital ut til datterselskaper og filialer gjør at valutaeffektene havner under andre inntekter og kostnader, noe som gjør at denne strategien ikke har effekt på årsresultatet. Egenkapitalavkastningen blir noe påvirket på grunn av endringen i egenkapital, blant annet som følge av det store utslaget omregningsdifferansen i andre inntekter og kostnader har på totalresultatet.

## 7.0 Diskusjon og drøfting

I denne delen vil det foretas en drøfting av resultatene fra analysen. Jeg vil først foreta en vurdering av hvordan overskuddskapitalen og øvrige nøkkeltall i Gjensidige påvirkes av valutaendringer. Deretter skal jeg drøfte og vurdere resultatene fra de ulike metodene opp mot hverandre for å komme fram til den ideelle metoden for å håndtere valutarisiko i Gjensidige.

### 7.1 Hvordan påvirkes overskuddskapitalen av valutaendringer

Kvantifiseringen av valutarisikoen har blitt gjort gjennom å se effektene av valutaendringer der man ikke sikret valutarisiko. Det ga følgende tall for hver valutaendring:

Årsresultat	Totalresultat	Egenkapital	EK-avkastning	Utbytte	Overskuddskapital
3 785	4 138	23 683	17,3 %	2 649	561
3 785	3 432	22 978	17,5 %	2 649	1 238

Tabell 64. Oppsummering av effektene på diverse nøkkeltall ved ti prosents økning (øverst) og ti prosents reduksjon (nederst) i valutakursene uten valutasikring.

Tabellen oppsummerer hvordan regnskapet og balansen direkte påvirkes av valutaendringer, og man kan tydelig se at valutaendringer skaper effekter som har konsekvenser for Gjensidiges finansielle mål.

Som det ble nevnt i teoridelen, ønsker ikke Gjensidige store svingninger i nøkkeltall. Det betyr at selv om endringene i valutakursene også kan slå positivt ut på nøkkeltallene, så er det generelt ikke positivt å ikke ha kontroll på hvilke konsekvenser valutaendringer har på nøkkeltallene. Man kan se at effekter på årsresultatet har mer å si for nøkkeltallene enn effekter på totalresultatet. Endringer i totalresultatet har riktignok noe å si for egenkapitalavkastningen og overskuddskapitalen i og med at de påvirker egenkapitalen, men i mye mindre grad enn årsresultatet da totalresultatet bare utgjør en liten andel av egenkapitalen.

### 7.2 Metoder for sikring av valutarisikoen i Gjensidige

Jeg skal nå foreta en drøfting av de ulike metodene basert på resultatene i analysen, etterfulgt av en direkte sammenligning av resultatene for hver valutaendring.

**Metode 1: Valutaderivater uten sikringsbokføring**

Årsresultat	Totalresultat	Egenkapital	EK-avkastning	Utbytte	Overskuddskapital
3 432	3 785	23 331	15,8 %	2 402	208
4 138	3 785	23 331	19,0 %	2 896	1 591

Tabell 65. Oppsummering av effektene på diverse nøkkeltall ved ti prosents økning (øverst) og ti prosents reduksjon (nederst) i valutakursene ved metode 1.

Det er tydelig at nøkkeltallene er utsatt for større svingninger ved denne metoden enn ved å ikke foreta seg noe. Gjensidige vil dermed ikke være bedre stilt ved bruk av denne strategien enn om de ikke foretar noen form for sikring, hvis man ser på de finansielle målene. Metoden virker å være god når valutakursene slår gunstig ut i forhold til den norske kronen, men tilsvarende dårlig når den norske kronen svekkes i verdi. Dessuten, selv om endringer i valutakursen kan føre til større overskuddskapital, utbyttebetaling og egenkapitalavkastning, ønsker ikke Gjensidige de store svingningene i overskuddskapitalen som man ikke har kontroll på.

**Metode 2: Valutaderivater med sikringsbokføring**

Årsresultat	Totalresultat	Egenkapital	EK-avkastning	Utbytte	Overskuddskapital
3 785	3 785	23 331	17,4 %	2 649	208
3 785	3 785	23 331	17,4 %	2 649	1 591

Tabell 66. Oppsummering av effektene på diverse nøkkeltall ved ti prosents økning (øverst) og ti prosents reduksjon (nederst) i valutakursene ved metode 2.

Resultatene fra analysen rundt denne strategien indikerer at metoden gir flere fordeler. Man vil kunne klare å sikre seg mot tap som følge av svingninger i valutakursene ved sikringsbokføring. Ulempen vil imidlertid være den ustabile overskuddskapitalen. Det gjør at de i verste fall kan risikere å miste A-ratingen i Standard & Poor's-modellen, hvis nedgangen i overskuddskapitalen går under kapitalkravet.

Effekten på øvrige nøkkeltall viser tydelig at dette var den mest gunstige strategien så lenge egenkapitalen var viktigst å sikre. Det eneste som kunne tale mot bruk av sikringsbokføring er at det krever en del ekstra arbeid, i form av dokumentasjonskrav. Dermed øker arbeidsmengden, som igjen bidrar til øke kostnader.

En fellesnevner for begge metodene med valutaderivater er da at de ikke klarer å stabilisere overskuddskapitalen når de sikrer egenkapitalen mot valutaendringer. Økonomisk sett er det derfor ingen forskjell på disse to metodene med og uten sikringsbøkføring. Bruk av sikringsbøkføring eller ikke har derfor ingen betydning for lønnsomheten i bedriften. Forskjellen ligger på hvordan verdiendringer på sikringsinstrumenter vises i resultatet, noe som videre har mye å si for nøkkeltall.

### ***Metode 3: Ta bevisste valutaposisjoner i morselskap***

Årsresultat	Totalresultat	Egenkapital	EK-avkastning	Utbytte	Overskuddskapital
4 123	4 476	24 022	18,7 %	2 886	900
3 446	3 093	22 639	16,1 %	2 412	900

Tabell 67. Oppsummering av effektene på diverse nøkkeltall ved ti prosents økning (øverst) og ti prosents reduksjon (nederst) i valutakursene ved metode 3.

Fordelen med denne risikostyringen er helt klart det at den gir stabil overskuddskapital uavhengig av hvilken retning valutakursene tar, samt hvor store endringer som forekommer. Den negative siden ved strategien er at den gir svingninger i egenkapitalavkastningen og utbetalingen av utbytte. Dette strider med målsettingen til Gjensidige om stabile nøkkeltall.

En annen ulempe med denne metoden er at det er vanskelig å beregne kapitalkravet eksakt, da totalresultatet i perioden vil påvirke både kravet og kapitalen. Man vet derfor ikke effekten av valutaposisjonene før etter at perioden er forbi. Man blir derfor nødt til å basere seg på estimater. Mye tyder likevel på at dette er en metode som egner seg godt for å sikre stabil overskuddskapital.

### ***Metode 4: Ta bevisste valutaposisjoner i datterselskap***

Årsresultat	Totalresultat	Egenkapital	EK-avkastning	Utbytte	Overskuddskapital
3 785	4 476	24 022	17,1 %	2 649	900
3 785	3 093	22 639	17,7 %	2 649	900

Tabell 68. Oppsummering av effektene på diverse nøkkeltall ved ti prosents økning (øverst) og ti prosents reduksjon (nederst) i valutakursene ved metode 4.

På samme måte som at det økonomisk sett ikke er noen forskjell fra metode 1 og metode 2, så er det økonomisk sett heller ingen forskjell på metode 3 og metode 4. Metodene gir like stabil overskuddskapital uavhengig av hvordan valutakursene skulle utvikle seg i framtiden.

De små svingningene i egenkapitalavkastningen tyder på at den er vanskelig å holde helt stabil, med mindre man tar i bruk sikringsbokføring som jeg så på tidligere. Effektene er imidlertid relativt små, så jeg vil ikke anse det som en vesentlig svakhet ved bruk av denne metoden. Det ser ut til at det skal mye til før det er fare for at de kommer under den målsatte satsen på 15% av egenkapital.

På en annen side er dette en valutastyringsmetode som er svært annerledes fra det andre forsikringsselskaper bruker. Til tross for at effektene har vist seg å være gode hittil, er det fortsatt mulig at det kan bære med seg uforutsette ulemper på lengre sikt, som ennå ikke har blitt identifisert.

### ***Sammenligning av resultater***

Nedenfor følger en direkte sammenligning av resultatene på nøkkeltallene fra analysen for hvert utfall av valutaendringene. Hensikten med dette er å kunne identifiserte ”vinnere” og ”tapere” for hver valutaendring. Det gir da mulighet til å sammenligne alle metodene, både med hverandre, med alternativet uten valutasikring og med utgangspunktet før valutaendringer. Linjen ”Utgangspunkt” viser da de opprinnelige nøkkeltallene før valutaendringene oppstod.

10 % økning	Egenkapitalavkastning	Utbyttebetaling	Overskuddskapital
Utgangspunkt	17,4 %	2 649	900
Ingen valutasikring	17,3 %	2 649	561
Metode 1	15,8 %	2 402	208
Metode 2	17,4 %	2 649	208
Metode 3	18,7 %	2 886	900
Metode 4	17,1 %	2 649	900

Tabell 69. Effekt på nøkkeltall ved ti prosent økning i valutakursene.

Ved ti prosents økning i valutakursene vil metode 3 være den som slår best ut da den gir stabil overskuddskapital, samt høyere utbyttebetaling og egenkapitalavkastning enn utgangspunktet.

Metode 1 er den som slår dårligst ut ved denne valutakursutviklingen. Metode 4 er den som holder seg mest stabil ved denne valutakursutviklingen i forhold til utgangspunktet.

10 % reduksjon	Egenkapitalavkastning	Utbyttebetaling	Overskuddskapital
Utgangspunkt	17,4 %	2 649	900
Ingen valutasikring	17,5 %	2 649	1 238
Metode 1	19,0 %	2 896	1 591
Metode 2	17,4 %	2 649	1 591
Metode 3	16,1 %	2 412	900
Metode 4	17,7 %	2 649	900

Tabell 70. Effekt på nøkkeltall ved ti prosent reduksjon i valutakursene.

Ved ti prosents økning i valutakursene vil metode 1 være den som slår best ut, ettersom den har høyere egenkapitalavkastning, utbyttebetaling og overskuddskapital enn de øvrige metodene. Man ser at metode 3 nå har lavere egenkapitalavkastning og utbyttebetaling enn de andre, selv om overskuddskapitalen holder seg stabil. Metode 4 holder seg fortsatt relativt stabil.

Dette bekrefter veldig godt det som ble drøftet før denne sammenligningen, og det er at derivatsikringen vil gi altfor ustabile nøkkeltall i forhold til hva som er Gjensidiges mål med sikringen. Riktignok gir sikringsbøkføring mer stabil egenkapitalavkastning og utbyttebetaling enn noen av de andre metodene, men den ustabile overskuddskapitalen gjør metoden mindre god. Derivatsikringen bærer altså med seg stor risiko. Dette passer dårlig for Gjensidige ettersom de, som beskrevet i teoridelen, har høy grad av risikoaversjon.

De to siste metodene ser helt klart ut til å være de beste med tanke på målet med sikringen. Allikevel ser vi også ulikheter i nøkkeltall etter hvordan valutakursene slår ut. Metode 3 gir den største oppsiden og den største nedsiden ved valutaendringene, og har derfor størst risiko knyttet til seg. Metode 4 klarer derimot å kombinere stabil overskuddskapital med stabil utbyttebetaling. Riktignok evner den ikke å stabilisere egenkapitalavkastning perfekt, men metode 3 gir større svingninger. Det er derfor å anta at det er større fare for at man ved enda større valutaendringer risikerer å komme under den målsatte egenkapitalavkastningen på 15% hvis man velger metode 3 framfor metode 4.



## 8.0 Konklusjon

Målet med oppgaven har først vært å analysere hvordan ulike nøkkeltall i Gjensidige påvirkes av valutaendringer i datterselskapene og filialene, og vurdere ulike metoder for å håndtere translasjonsrisikoen. Påvirkningen ble analysert gjennom å se på effekten av valutaendringer hvis man ikke tok i bruk noen form for sikring. Optimal håndtering ble videre analysert gjennom å se på effekten av ulike sikringsmetoder. Jeg har sett på metoder som er brukt av Gjensidige i tidligere sikringsstrategier og nye strategier som har blitt vurdert.

Analysene i denne oppgaven indikerer at Gjensidige er utsatt for risiko ved endringer i SEK, DKK og EUR i forhold til NOK. Valutarisikoen er i tillegg så stor at det videre vil være hensiktsmessig å ta hensyn til den. Uten noen form for bevisst valutastrategi har jeg sett at det blir store variasjoner i overskuddskapitalen, egenkapitalavkastning og utbetaling av utbytte. Dette har potensial til å gi store utfordringer for Gjensidige når det gjelder å nå sine finansielle mål. Translasjonsrisikoen er derfor så stor at det vil være en fordel å innføre en form for håndtering av valutarisiko.

For å vurdere den optimale håndteringsmetoden har jeg gått gjennom ulike alternativer og valgt å fokusere på hvilken effekt det har hatt på overskuddskapitalen, samt andre relevante nøkkeltall. Det har vært tydelig å se at valg av sikringsstrategi har stor betydning for hvordan overskuddskapitalen utvikler seg. De forskjellige strategiene ga ulike utslag på nøkkeltallene. De viste blant annet at det er vanskelig å sikre både overskuddskapital og egenkapital samtidig. Det ser ut til at den ene "ødelegger" for den andre.

Et annet interessant funn var at tradisjonell valutasikring gjennom valutaderivater faktisk ga størst variasjon på hovedmålet med sikringen. Gjensidige har valgt å sikre overskuddskapitalen ved å ha tilstrekkelig kapital i datterselskaper og filialer til å dekke kapitalkravet, gjennom å ta valutaposisjoner. Basert på mine utregninger i analysen har jeg også kommet fram til at det er den ideelle metoden for å tilfredsstille Gjensidiges hovedmål om A-rating i Standard & Poor`s-modellen uten stor valutarisiko.

Den har også vist seg å gi tilfredsstillende effekter på de nevnte nøkkeltallene. Gjensidige forteller også i sin årsrapport at denne sikringsmetoden har vært vellykket. Det vil selvsagt ikke ha noen negativ effekt om overskuddskapitalen blir større enn målsettingen, men det

beste er å holde den så stabil som mulig for å redusere volatiliteten i den. Jeg så i siste del av drøftingen at metoden verken slo best eller dårligst ut ved noen av valutaendringene, men den holdt seg stabil uansett valutakursutvikling. Dette er tydelig noe av grunnen til at den egner seg så godt.

Basert på analysen kan jeg derfor konkludere med at den optimale metoden for å opprettholde A-rating i S&P-modellen, og samtidig holde de finansielle nøkkeltallene stabile, er gjennom å ta bevisste valutaposisjoner i datterselskap og filialer.

## **9.0 Begrensninger og videre forskning**

Jeg ønsker å avslutte denne masterutredningen med en vurdering av begrensningene i oppgaven, samt forslag til hvordan man kan dra denne forskningen enda lenger.

### **9.1 Forslag til videre forskning**

Det kan knyttes spørsmålsteget til validiteten rundt tallene i analysene da disse er en forenkling i forhold til hvordan man opererer i praksis. Videre forskning på dette området kan fokusere på å gå enda dypere inn i virkeligheten. Dette forutsetter naturligvis at man har en lenger forskningsperiode enn ett semester, samtidig som at det krever at man har et enda tettere bånd med bedriften man analyserer. Et annet forslag til videre forskning kan være å finne en metode for håndtering av valutarisiko som både gir stabil overskuddskapital og stabil egenkapital, om det i det hele tatt kan la seg gjøre.

### **9.2 Begrensninger i oppgaven**

Denne oppgaven er noe forenklet i forhold til virkeligheten, med tanke på oppsettet av regnskapet og balansen, samt utregning av kapitalkravet. Det kan derfor være enkelte viktige forhold som ikke er tatt hensyn til. En dypere forskning krever at man må gjøre eksakte beregninger ned på enhetsnivå for hver valuta.

Man finner også en svakhet angående hvor sannsynlig de forskjellige valutaendringene er, i og med at det er vanskelig å predikere hvor mye de vil svinge basert på annet enn historiske valutakurser. Endringene i valutakursene forutsetter samtidig at alle andre relevante faktorer holdes konstant.

En annen begrensning i oppgaven er jeg ikke har funnet andre bedrifter som har mål å sikre stabil overskuddskapital. Det har gjort at det ikke har vært mulig å sammenligne strategien med hvordan andre bedrifter har løst det.

## Referanseliste

### Bøker

- Bekaert, G. J. og Hodrick, R. J. (2014). *International Financial Management*. Pearson.
- Bodie, Z., Kane, A. og Marcus, A. J. (2014). *Investments*. 10th Global Edition.
- Bøhren, Ø. og Michalsen, D. (2012). *Finansiell økonomi*. 4.utg. Fagbokforlaget.
- Gripsrud, G., Olsson, U. H. og Silkoset, R. (2016). *Metode og dataanalyse*. 3.utg. Høyskoleforlaget.
- Jacobsen, D. I. (2005). *Hvordan gjennomføre undersøkelser?: Innføring i samfunnsvitenskapelig metode*. Kristiansand: Høyskoleforlaget.
- Kvifte, S. S., Tofteland, A. og Bernhoft, A-C. (2011). *Finansregnskap – God regnskapsskikk og IFRS*. 2.utg. Fagbokforlaget.
- Picker, R. et. al. (2016). *Applying IFRS Standards*. Fourth edition. Wiley.
- Zikmund, W. G., Babin, B. J., Carr, J. C. & Griffin, M. (2010). *Business Research Methods*. South-Western Cengage Learning.

## Artikler

Glaum, M. & Klöcker, A. (2011). *When the Tail Wags the Dog: Hedge Accounting and its Influence on Financial Hedging.*

Hagelin, N. og Pramborg, B. (2004). *Hedging Foreign Exchange Exposure: Risk Reduction from Transaction and Translation Hedging.*

Loderer, C. og Pichler, K. (2000). *Firms, do you know your currency risk exposure? Survey results.* Journal of Empirical Finance.

## Internettkilder

Finansielle mål, Gjensidige (2016). Lastet ned fra <https://www.gjensidige.no/konsern/investorinformasjon/finansiell+strategi>

Finansiere – BlogGrm. (2012). *Hva er Hedge Accounting (Sikringsbokføring)?* Lastet ned fra <http://finansiere.bloggrm.com/2012/03/01/hva-er-hedge-accounting/>

Forskjellen på en filial og et datterselskap. *US Branch Office.*  
Lastet ned fra <http://www.usbranchoffice.com/the-difference-between-a-branch-and-a-subsiary.html>

Gjensidige. (2016). *Om Gjensidige.*  
Lastet ned fra [https://www.gjensidige.no/konsern/om-oss/virksomheten#section\\_5](https://www.gjensidige.no/konsern/om-oss/virksomheten#section_5)

Mellemseter, S-E. & Mørch, T. (2006). *Risikostyring i praksis.*  
Magma. Lastet ned fra <https://www.magma.no/risikostyring-i-praksis>

Norges Bank. (2016). *Valutakurser på tidspunkt 31.12.2015.* Lastet ned fra <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Valutakurser/valuta/>

Papaioannou, M. (2006). *Exchange Rate Risk Measurement and Management: Issues and Approaches for Firms*.

IMF Working Paper 06/255.

Lastet ned fra <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp06255.pdf>

Standard & Poor`s. (2016). *Om Standard & Poor`s*. Lastet ned fra

[http://www.spratings.com/en\\_US/what-we-do](http://www.spratings.com/en_US/what-we-do)

## Rapporter

Gjensidige. (2015). *Kvartalsrapport, 4.kvartal*.

Lastet ned fra <http://feed.ne.cision.com/wpyfs/00/00/00/00/00/32/EA/F3/wkr0010.pdf>

Gjensidige. (2015). *Årsrapport*.

Lastet ned fra <https://www.gjensidige.no/konsern/årsrapport/årsrapport-2015>

## Lover og direktiver

Finanstilsynet. (2016). *Solvens II*.

Lastet ned fra <http://www.finanstilsynet.no/no/forsikring-og-pensjon/Livsforsikring/Tema/Solvens-II/>

Finanstilsynet. (2014). *Problemstillinger knyttet til gjennomføringen*

*av Solvens II*. Lastet ned fra

[http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Brev\\_vedlegg/2014/Vedlegg\\_Finansdepartementet\\_Problemstillinger\\_Solvens\\_II.pdf](http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Brev_vedlegg/2014/Vedlegg_Finansdepartementet_Problemstillinger_Solvens_II.pdf)

Forsikringsvirksomhetsloven. (2015). *Kapittel 7. Skadeforsikring*.

Lastet ned fra [https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-10-44#KAPITTEL\\_7](https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-10-44#KAPITTEL_7)

Regnskapsloven. (2015). *Lov om årsregnskap m.v.*

Lastet ned fra <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1998-07-17-56>