

DESEMBER 2007

# FJÁRSTÝRING

FAGRIT UM FJÁRMÁL FYRIRTÆKJA • 5. TÖLUBLAÐ • 4. ÁRGANGUR

## GÓÐUR SAMHLJÓMUR MILLI FRÆÐA OG FRAMKVÆMDA

*Viðtal við Kristján Jóhannsson, lektor við H.Í.*



RÁÐGJÖF

**MENNTUNARLEIÐIR  
ACT SAMTAKANNA**

*Richard Raeburn  
forstjóri ACT*

**SAMEIGINLEGT GREIÐSLU-  
SVÆÐI EVRUNNAR**

*Spurningin vaknar  
„Eru fyrirtæki tilbúin?“*

**FRAMVIRKIR GJALD-  
MIÐLASAMNINGAR**

*Tæki til að stýra gengisáhættu  
og stunda spákaupmennsku*

# Ertu á milli fjárfestinga?

Með Vaxtareikningi færðu meira svigrúm því nú geturðu fengið vextina af sparnaði þínum greidda út mánaðarlega. Mánaðarleg útborgun vaxta hentar þeim sem:

- vilja nýta vextina af sparnaði sínum strax
- eru á milli fjárfestinga
- vilja koma til móts við mánaðarleg útgjöld

Vaxtareikningur er óverðtryggður reikningur með háa vexti og er lágmarksinnistæða 200 þúsund krónur, en engin fyrir Vörðufélaga 60 ára eða eldri. Vextirnir fara stighækkandi eftir því sem upphæðin eykst.

Kynntu þér fjölmarga kosti Vaxtareiknings á [landsbanki.is](http://landsbanki.is), hafðu samband í 410 4000 eða stofnaðu reikninginn og kláraðu málið í Einkabankanum.



Landsbankinn

Í UPPHAFI ...

## Menntun

**M**enntun er gull í gildi. Hún er fjárfesting og enginn tekur hana frá manni. Tíminn á það þó til að höggva skarð í notagildi hennar. Endurmenntun og símenntun hafa því orðið mikilvæg og vinsæl leið til að tileinka sér nýja hluti og dusta rykið af fræðunum þegar árin líða. Fjármálanám er þar engin undantekning. Mikil aukning hefur orðið á framboði náms í fjármálafræðum í háskólum landsins á undanförunum árum.

Erlendis bjóða mörg fagsamtök uppá nám á sínu sérsviði. Yfirleitt líkur náminu með prófi og í sumum tilvikum gefa þau aukin réttindi. Samtök fjármálastjóra í Bretlandi, ACT, býður til að mynda uppá slíkt nám sem lýkur með prófi. Alþjóðleg samtök fagfólks á fjármálamarkaði, ACI, og sem fjármálastofnanir eru aðilar að bjóða uppá nám sem lýkur með prófi. Sum fyrirtæki og fjármálafræðingur hafa því af sjálfssáðum komið þeirri reglu á hjá sér að ákveðnir starfsmenn verði að hafa lokið þessum prófum.

Þeir starfsmenn sem hafa þessi próf geta því oft staðið betur að vígi þegar sótt er um störf þar sem æskilegt þykir

eða krafa er gerð um slík próf. Nokkrir af starfsmönnum bankanna hafa lokið ACI prófum, oft svokölluðu ACI Diploma sem er sérsniðið að verkefnum fjárstýringar. Það þarf þó nokkurn undirbúning fyrir slíkt próf og ekki óalgennt að aðeins um helmingur nái í gegn hverju sinni. Sambærileg próf fyrir fyrirtækin eru haldin á vegum ACT. Ekki er vitað til að neinn starfsmaður fyrirtækja hafi farið í slíkt próf hjá þeim. Gaman væri að vita af því ef svo væri.

Í þessu blaði er víða komið inn á menntunina. Kristján Jóhannsson, lektor í Háskóla Íslands, fer m.a. yfir þróun menntunar í fjármálafræðum og samspil hennar við fjármálastjórastarfið. Kristján er hafsjór af fróðleik um fjármál fyrirtækja og gaman að heyra nálgun fræðimannsins á fjármálum almennt, þróun fjármálanáms og verkefnum fjármálastjórans. Í þessu blaði er einnig að finna grein sem forstjóri ACT skrifaði fyrir tímariðið Fjárstýringu um menntun þeirra samtaka og hvað hún fæli í sér. Það er vonandi að einhverjir eigi eftir að nýta sér þennan áhugaverða möguleika í framtíðinni.

Innleiðing SEPA er mörgum evrópskum

fjármálastjóranum ofarlega í huga. Ekki hefur verið jafn mikið fjallað um þessi mál hér á landi og víða erlendis. Sigríður M. Torfadóttir, hjá Glitni, og Vigdís Ósk Helgadóttir, hjá FGM, fara yfir stöðu innleiðingarinnar hér á landi og hverju þetta gæti breytt fyrir íslensk fyrirtæki. Að lokum er síðan almenn grein um framvirka gjaldmiðlasamninga fyrir þá sem eru að tileinka sér þessa samninga nú eða vilja rifja þá upp.

Fyrir hönd okkar sem standa að þessu blaði óska ég lesendum gleðilegrar hátíðar og farsæls komandi árs. Jafnframt þakka ég sérstaklega öllum þeim sem lagt hafa hönd á plóginn með því að koma í viðtal í blaðinu eða skrifað greinar í blaðið.

Gleðileg jól.



ÓLAFUR ÁSGEIRSSON  
IFS Ráðgjöf, olafur@ifs.is.



RÁÐGJÖF

IFS RÁÐGJÖF

Suðurlandsbraut 24 • 108 Reykjavík

Sími: 533 4600 • Fax: 533 4601

ifs@ifs.is • www.ifs.is

Tímariðið Fjárstýring er gefið út af IFS Ráðgjöf ehf.

IFS Ráðgjöf og starfsfólk þess tekur ekki ábyrgð á viðskiptum sem gerð eru á grundvelli þeirra upplýsinga og skoðana sem hér eru settar fram. Öll réttindi áskilin varðandi efni og myndir.

Höfundar efnis: Guðmundur Sigfinnsson • Gunnar Bjarni Viðarsson • Halldór Ó. Sigurðsson • Hallsteinn Arnarson • Hildur Jóna Gunnarsdóttir • Hlynur Hreinsson • Jón Ævar Pálmason • Ólafur Ásgeirsson Þröstur Sveinbjörnsson

Ábyrgðarmadur: Ólafur Ásgeirsson  
Ljósmyndun: Jóhannes Long  
Umbrot og hönnun: Ragnar Helgi Ólafsson  
Prentun: Prentmet

ISSN 1670-5866

## Efnisyfirlit

Desember 2007

- |                                                                                                                                                      |                                                                                                             |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>2 <b>SAMTÖK FJÁRMÁLASTJÓRA Á ÍSLANDI?</b><br/>Spennandi tímar framundan á nýju ári.</p>                                                           | <p>11 <b>FRAMVIRKIR GJALDMIÐLASAMNINGAR</b><br/>Tæki til að stýra gengisáhættu og stunda spákaupmennsku</p> |
| <p>6 <b>HLUTVERK FJÁRMÁLASTJÓRANS AÐ BREYTAST</b><br/>Góður samhljómur milli fræða og framkvæmda að mati Kristjáns Jóhannssonar lektors hjá H.Í.</p> | <p>15 <b>SEPA: SAMEIGINLEGT GREIÐSLU-SVÆÐI EVRUNNAR</b><br/>Spurningin vaknar „Eru fyrirtæki tilbúin?“</p>  |
|                                                                                                                                                      | <p>18 <b>ACT EDUCATION ARTICLE</b><br/>By Richard Raeburn, Chief Executive.</p>                             |

# Lausnir fyrir fagaðila á fjármálamarkaði

Mentis hf. er hugbúnaðarfyrtæki með sérþekkingu á fjármálasviði og þróar hugbúnað fyrir fagaðila á fjármálamarkaði.

Vörur félagsins tengjast viðskiptum á verðbréfamarkaði, eignastýringu, lánaumsýslu, rekstri lífeyrissjóða, greiningu og rannsóknum.



## NETVISION

Miðlaðu á **markvissan** hátt með Netvision

Öflug skjálausnakerfi fyrir fyrirtæki



## MARKAÐSVAKTIN

Veist þú hvað er að gerast á **markaðinum** í dag

Lifandi upplýsingar af fjármálamarkaði



## GENIUS

Samþætting upplýsingakerfa með Genius

Próun og rekstur á XML vefþjónustum án forritunar





## Samtök fjármálastjóra á Íslandi?

Nýtt ár er framundan, árið 2008. Margt gott á vonandi eftir að gerast á því ári. Íslenskir fjármálastjórar gætu t.d. stofnað með sér samtök fjármálastjóra á Íslandi. Slík samtök þurfa ekki að vera hagsmunasamtök að öðru leyti en því að efla menntun, viðskiptasiðferði og tengsl félagsmanna. Þó svo fyrirtæki geti átt í samkeppni sín á milli er í sjálfu sér ekkert sem ætti að koma í fyrir að þeir sem stýra eða sinna fjármálum þeirra geti komið saman í stærri hópi og rætt saman þó svo það sé ekki um viðskipti viðkomandi fyrirtækja. Starfsmenn bankanna eru t.d. með slík samtök, ACI Íslandi, þó svo þeir séu í harðri samkeppni sín á milli dagsdaglega (sjá mars 2006 tölublað Fjárstýringar).

Ef samtök væru mynduð þyrfti að setja saman stjórn sem héldi utanum starfsemi samtakanna líkt og gengur og gerist hjá öðrum sambærilegum samtökum. Einhverri verkaskiptingu gæti verið komið á milli stjórnarmanna, t.d. væru stjórnarformaður og ritari kosnir en einnig gætu meðstjórnendur skipt á milli sín menntun, tengslum og siðferði.

Samtök sem þessi þurfa trúlega að finna gott jafnvægi milli þess að vera ekki of virkt í menntunar og félagslífi og þess að bjóða upp á lítið sem ekkert. Það þarf því að finna einhverskonar hóflegan milliveg. Sá millivegur gæti, til að gefa einhverja hugmynd, verið tveir fræðslufundir á ári og ein árshátíð. Möguleiki væri á síðar að tengjast sambærilegum erlendum samtökum ef það þykir áhugavert en þó langt frá því að vera nauðsynlegt. Einnig væri hægt að koma á einhverskonar samstarfsaðild að ACT þó svo það byggist almennt eingöngu á einstaklingsaðild.

Tímaritið Fjárstýring er tilbúið til að halda utan um þræðina í byrjun þar til stjórn hefur verið mynduð ef áhugi er á því. Í byrjun nýs árs verður leitað til nokkurra aðila og kannaður áhugi á að koma á slíkum samtökum. Síðan verður sagt frá því hvernig mál þróast í blaðinu á næstu mánuðum. Þeir sem hafa áhuga á að gerast aðilar að slíkum samtökum og/eða vilja taka þátt í uppbyggingu þeirra eru vinsamlegast beðnir um að senda línu á [olafur@ifs.is](mailto:olafur@ifs.is).

## Ráðstefnur erlendis

Þeim fjölgar fulltrúm íslenskra fyrirtækja sem sækja ráðstefnur erlendis. Alþjóðlega fjárstýringarráðstefna EuroFinance í Vín í september síðastliðinn er dæmi um það. Þar var kominn saman allnokkur hópur fjármálastjórnenda íslenskra fyrirtækja. Á næsta ári verða nokkrar áhugaverðar ráðstefnur eins og verið hefur. IFS Ráðgjöf, fyrir hönd tímaritsins Fjárstýringu, stefnir á þrjár fjárstýringarráðstefnur og eina skuldabréfaráðstefnu á næsta ári. Þær eru eftirfarandi:

26 – 27. febrúar, Euromoney, The Euromoney Bond Investors Congress

28 – 30. apríl, ACT, Edinborg, The ACT Annual Conference 2008

21 – 22. maí, EuroFinance, Stokkhólmur, Cash and Treasury Management in the Nordic and Baltic Regions

1 – 3. október, EuroFinance, Barcelona, International Cash and Treasury Management

# Hlutverk fjármálastjórans að breytast

GÓÐUR SAMHLJÓMUR MILLI FRÆÐA OG FRAMKVÆMDA

ÖR ÞRÓUN OG ÁHERSLUBREYTINGAR Hafa einkennt Háskólanám í fjármálafræðum á undanförunum árum í kjölfar aukins frelsis á mörkuðum og alþjóðavæðingu fyrirtækja. Möguleikar fjármálastjóra við fjármálastjórn hafa aukist og þátttaka þeirra í almennri stjórnun fyrirtækja hefur farið vaxandi. Verksvið fjármálastjórans hefur því breyst í takt við þá alþjóðlegu breytingu sem orðið hefur í fjármálakennslu á háskólastigi. Þetta er mat Kristjáns Jóhannssonar sem var fús að miðla af reynslu sinni í viðtali við tímaritið Fjárstýringu.

Kristján þarf vart að kynna fyrir lesendum því hann hefur kennt fjölmörgum viðskiptafræðingum fjármál við Háskóla Ísland og stjórnendum í Endurmenntun Háskóla Íslands. Kristján segir til gamans að einn af hverjum tíu, sem hann hittir á förunum vegi sé gamall nemandi. Hann byrjaði rétt eftir 1980 sem stundakennari í Háskólanum í rekstrarhagfræði og afleysingakennari Gylfa Þ. Gíslasonar, prófessors og fyrrum ráðherra. Hann er í dag lektor við skólann og kennir fög er lúta að fjármálum fyrirtækja, mat á fjárfestingum, fjármögnun fyrirtækja og rekstrarhagfræði. Kristján lauk B. Sc. Econ. og M. Sc. Econ. prófi frá Viðskiptaháskólanum í Kaupmannahöfn og vann ýmis sérfræðistörf í Danmörku eftir að námi lauk. Hann starfaði síðan

sem hagfræðingur Félags íslenskra iðnrekenda, framkvæmdastjóri AB / Eymundsson og rekstrarráðgjafi eftir að heim var komið og áður en hann varð lektor við Háskólann. Meðfram kennslunni hefur hann setið sem stjórnarmaður margra íslenskra fyrirtækja og hefur þannig náð að halda góðum tengslum við atvinnulífið í gegnum árin. Kristján hefur einnig verið formaður Félags viðskipta- og hagfræðinga.

*Til að byrja með Kristján, hvernig hefur háskólanám í fjármálafræðum þróast á undanförunum árum?*

Háskólanám í fjármálum eins og flestum öðrum greinum háskólanáms þarf að taka mið af því nýjasta sem er að gerast og þannig leiða þá þróun í

kjölfarið innan fyrirtækja. Þetta er oft snúið en við reynum okkar besta. Fjármál fyrirtækja er eitt af þeim fögum sem hefur gengið í gegnum mikla þróun og áherslubreytingar á undanförunum árum þó svo að menn hafi ekki merkt það sem byltingu. Því í grunninn þá gengur fjármálastjórn eðlilega alltaf útá það sama, það er að fá sem mesta skilvirkni úr þeim auðlindum, sem fyrirtækið hefur úr að spila. Umhverfið hefur hinsvegar breyst hratt og leitt af sér nýjar aðferðir við fjármálastjórn og nýja sýn á marga þætti hennar. Þessar breytingar kalla á nýjar áherslur og oft á tíðum nýtt kennsluefni. Kennsluefnið hjá okkur hefur jafnan átt uppruna sinn í Bandaríkjunum eða Bretlandi og stundum hefur það ekki þótt nægjanlega praktískt miðað við



Íslenskan fyrirtækjarekstur og því er ég stundum spurður af nemendum hvers vegna sé verið að kenna þetta í stað einhvers sem nýtist. Með aukinni alþjóðavæðingu hafa slíkar spurningar alveg þagnað og nemendur í raun gert kröfu um að vera gjaldgengir á alþjóðlegum vinnumarkaði. Háskólar þurfa því alltaf að vera brautryðjendur í að kynna nýjar hugmyndir, kenningar og vinnubrögð við stjórnun fyrirtækja.

*Getur þú nefnt nokkur dæmi um þessa þróun?*

Kennsla í fjármálafræðum við Háskóla Íslands hófst í raun með komu Árna Vilhjálmssonar prófessors. Hann var nýkominn úr námi frá Harvard háskólanum í Bandaríkjunum og kom því inn með allt það nýjasta sem var

að gerast á sviði fjármálafræða og reikningshalds. Hann var einstaklega ötull við að miðla nýjustu kenningum til nemenda sinna og við sem tókum við af honum höfum síðan reynt að halda hans brautryðjendastarfi áfram. Lengi framan af voru fjármálin og reikningshaldið nánast eitt svið viðskiptafræðinnar, en síðar öðluðust bæði sviðin sjálfstætt líf sem fræðigreinar, þó nánar séu. Upphaf fjármálakennslu í háskólum má rekja til áratugarins eftir stríð þegar sérstakar kennslubækur um „Financial management“ koma fram á sviðið. Á sjöunda áratugnum eru þeir félagar Miller og Modigliani atkvæðamiklir fræðimenn sem koma fram með kenningar um fjármagnsskipan fyrirtækja og síðar arðgreiðslustefnu

fyrirtækja, sem átti eftir að valda straumhvörfum. Einnig má nefna samvalsfræðin og kenninguna um verðmyndun verðbréfa, eða CAPM líkanið, sem fjallar um samhengið á milli arðsemi og áhættu, en þar er m.a. William Sharpe í broddi fylkingar. Miller, Modigliani og Sharpe urðu allir Nóbelsverðlaunahafar fyrir framlag sitt til fjármálafræða. Fleiri vörður getum við nefnt á þróunarferli fjármála fyrirtækja, t.d. kenninguna um skilvirkan markað, sem enn er deilt um og sumir fræðimenn telja jafn ranga og kenninguna á sínum tíma um að jörðin væri flöt. Inn í fjármálin spinnast sjónarmið um mannlega hegðun, svo sem kenningar um umboðsvanda, ósamhverfar upplýsingar og loks það sem kallast atferlisfjármál eða

„behavioral finance“. Þessar kenningar og sjónarmið hafa fengið aukinn hljómgrunn þar sem margir telja að hin almennu fjármálalíkön séu oft gagnlítil þegar á reynir vegna mannlegrar hegðunar við fjárfestingar. Til að fjármálamódel gefi rétta mynd er oft sett fram sú forsenda að markaðir séu skilvirkir. Það hafa verið gerðar mælingar í fjölmörgum nemendaverkefnum um skilvirkni íslenska hlutabréfamarkaðsins sem benda til að um skilvirkan markað sé að ræða þannig að hann bregðist rétt við upplýsingum en sé þó öllu hægari en gerist á stóru hlutabréfamörkuðunum. Það er því ekki laust við að þetta fræðasvið sé spennandi og heillandi viðfangsefni.

#### *Hvernig sérð þú að hlutverk fjármálastjórans innan fyrirtækisins hafa breyst?*

Ég tel að í mörgum tilvikum hafi hlutverkið breyst og teygji sig inná fleiri verksvið en áður var. Stjórnun íslenskra fyrirtækja er víðast hvar mjög fagleg og öguð. Það er kannski ákveðinn samhljómur þarna við þróun fjármálafræðanna almennt og kennslunnar. Fjármálastjórar eru víða virkir þátttakendur í stefnumótun fyrirtækja og ekki eingöngu að því er lýtur að fjármálum heldur einnig að almennri þátttöku í að þróa fyrirtækin inn í framtíðina. Viðskiptadeildin hefur í vaxandi mæli lagt áherslu á meistaranám og þar fer kennslan oft fram með dæmisögum eða „case studies“. Með þeim hætti þjálfar nemendur með sér aukna færni í samskiptum og víðsýni. Áhersla er því lögð á að nemendur horfi ekki eingöngu á tölulegar niðurstöður svo sem arðsemi fjárfestinga og annað er tengist að fjármálum heldur taki tillit til annarra þátta líka. Inn í dæmisögunar spinnast því sjónarmið stjórnenda og eigenda um markaðsmál, framleiðslu, stefnumótun og slíkt. Oft þurfa nemendur að takast á um hlutina við lausn slíkra verkefna og það er eimitt það sem gerist innan fyrirtækjanna. Sú þjálfun sem nemendur fá á þennan

hátt við að herma eftir aðstæðum í fyrirtækjum tel ég að nýtist vel þegar út í atvinnulífið er komið. Sérstaklega þar sem í nánast öllum málum er mikilla samskipta þörf við annað samstarfsfólk og aðra hagsmunaaðila innan sem utan fyrirtækisins. Nýja háskólatorgið er búið sérhönnuðum hringlaga kennslustofum til að kenna dæmisögur, svokölluðum Harvardkennslustofum. Kennsluaðstaðan er því á við það allra besta sem þekkist erlendis.

#### *Hvað hefur áhrif á strauma og stefnur í fjármálakennslu hjá ykkur?*

Það er eðlilega mikilvægt að vera mjög vel vakandi yfir því nýjasta sem er að gerast í þessum málum hverju sinni og móta kennsluskrá okkar og námsefni út frá því. Þar vegur eflaust þyngst samskipti okkar við erlenda fræðimenn háskóla sem við hittum reglubundið og förum yfir þessi mál með þeim. Nýjar fræðigreinar um niðurstöður rannsókna skipta einnig miklu máli. Kennslubækur sem við notum eru jafnan uppfærðar ekki sjaldnar en á tveggja ára fresti. Samskipti við atvinnulífið móta eðlilega námsskrána mikið, enda má segja að drjúgur hluti kennara í deildinni vinni með fyrirtækjum í margbrotnum úrlausnarverkefnum og sjái með þeim hætti þörfina fyrir breyttum áherslum í kennslu. Einnig höfum við fengið margar góðar hugmyndir frá fyrrverandi nemendum sem fara erlendis í framhaldsnám.

#### *Nú hefur þú verið að kenna fjármagnsskipan fyrirtækja, hvert er þitt mat á henni fyrir íslensk fyrirtæki.*

Fræðin segja að besta fjármagnsskipan fyrirtækja sé fengin með lágmörkun fjármagnskostnaðar að þölmörkum félagsins. Eigið fé er dýrasta fjármögnunarleiðin, eins og kunnugt er. Það leiðir því til þess að fjármögnun þarf að byggja á lánsfé til að lækka fjármagnskostnað og síðan þarf að nota eigin fé fyrir því sem vantar uppá. Meðalkostnaður fjármagns, WACC (e. Weighted Average Cost of Capital), er því það sem fyrirtækjastjórnendur ættu

að horfa á og reyna að hafa kostnaðinn sem lægstan, en það jafngildir í raun markmiðinu um hámarksúr á verðgildi fyrirtækisins. Að sjálfsögðu eru vissar skorður fyrir því hversu lágt er hægt að fara því aðrir hagsmunaaðilar, s.s. lánveitendur, vilja tryggja sinn hag sem best og hafa eiginfjárlutfall sem hæst. Það þarf því að finna gott jafnvægi sem tryggir sem best hag beggja aðila. Kannanir hafa bent til þess að það sé tilhneiging hjá stjórnendum að huga ekki alveg nógu vel að þessu samhengi og þeir nota m.a. óráðstafað eigið fé í meira mæli en kenningar segja hvað varðar hagkvæmustu fjármagnsskipan. Fjármögnun er því oft mögulega dýrari en hún þyrfti að vera undir eðlilegum kringumstæðum. Fyrirtæki velja oft einföldustu leiðina og byrja á óráðstöfuðu eigin fé, síðan lántöku eða skuldabréfamarkaði, breytanleg skuldabréf koma þar á eftir og að lokum nýtt hlutfé. Íslensk fyrirtæki eru að meðaltali með eiginfjárlutfall uppá 30 – 35% og hefur það hlutfall orðið að nokkurskonar normi eða viðmiði. Kannanir hafa sömuleiðis bent til þess að stjórnendur reyni að hafa fyrirtækin umfram fjármögnuð til að geta stokkið á álitleg tækifæri án langs fyrirvara eða til að viðhalda sveigjanleika. Ef við horfum út fyrir landssteinana þá er misjafnt eftir löndum hvernig þessum málum er háttað. Þjóðverjar þykja íhaldsamastir og hafa hæsta eiginfjárlutfallið, mögulega vegna mikillar eiginfjárbátttöku þýskra banka í almennum fyrirtækjarekstri. Bretar hafa verið númer tvö og fylgt þjóðverjum fast eftir. Bandarísk, kanadísk og frönsk fyrirtæki koma síðan þar á eftir og Ítalir reka lestina með hæstu skuldsetninguna. Íslensk fyrirtæki eru þarna einhversstaðar á milli.

#### *Hverjar eru uppáhaldskennitölur þínar til eftirlits og stjórnunar fjármála fyrirtækja?*

Að mínu mati segja kennitölur aðeins vitræna sögu ef þær eru settar í samanburð við eitthvað annað hliðstætt eða þær skoðaðar í sögulegu





samhengi. Það er mikilvægt við kennitölugreiningu að bera saman epli við epli ef það má orða það þannig. Við kennitölusamanburð tel ég einnig nýtast best að taka nokkrar kennitölur, en ekki of margar, læra vel inná þær og fylgjast með þeim nokkuð reglulega. Annars er tilhneiging til að týna sér í talnaflóði og sjá ekki skóginn fyrir trjánum. Kennitölum má skipta í nokkra hópa, þ.e. í verðmatskennitölur fyrir verðmat fyrirtækja, nýtingarhlutföll fyrir skilvirkni í rekstri, kennitölur um greiðsluhæfi, fjárhagslegan styrk og svo arðsemi. Eðlilega skarast síðan einhverjar af þessum kennitölum. Mest notuðu kennitölurnar í daglegum rekstri eru sennilega þær sem mæla framlegð á ýmsum stigum. Framlegðarstigið og svo EBITDA koma oftast við sögu við mat á árangri í

rekstri. Fyrri framlegðarkennitalan sýnir þá úr hverju fyrirtækið hefur að spila til rekstursins og seinni talan sýnir hvað situr eftir fyrir lánadrottna og hluthafa. Þá er aldrei of oft lögð áhersla á að skoða veltufjárhlutfallið, sem sýnir hversu mikið laust fé fyrirtækið hefur til ráðstöfunar umfram skammtímaskuldbindingar. Hér á landi er meðaltal veltufjárhlutfalls allra atvinnugreina á bilinu 1,1 – 1,2 og talið við hæfi m.v. reksturinn. Ýmsar kennitölur eru síðan um nýtingarhlutföll, eins og t.d. um veltuhraða birgða. Oft er vanmetið hvernig hægt er að nýta fjármagn betur og spara fjármagnskostnað með meiri veltuhraða.

*Nú hafa mörg fyrirtæki stækkað með kaupum á öðrum félögum eða rekstri. Verðlagning fyrirtækja hefur því verið*

*þeim hugleikin. Hvaða aðferðafræði mælir þú með við verðlagningu óskráðra fyrirtækja og hvaða góðu ráð getur þú gefið þeim sem eru í þeim hugleiðingum? Verðlagning fyrirtækja getur oft verið ansi snúin og oft þannig að sitt sýnist hverjum eftir því hvaða hagsmuni þeir hafa að verja. Kaupendur vilja eðlilega hafa verðið sem lægst meðan seljendur vilja fá það sem hæst. Einhversstaðar verða samningsaðilar síðan að mætast ef af viðskiptum á að verða. Sanngjarnt og óháð verðmat á að geta búið til ákveðinn umræðugrunn til samninga. Forsendur við verðmat geta breytt miklu um niðurstöðu og því er mikilvægt að horfa á niðurstöðu einnar mælingar í samanburði við aðrar. Oft má því segja að það sé samspil vísinda og lista sem leiða menn til niðurstöðu í verðmati og samningum um fyrirtækjaviðskipti.*



Ein algengasta aðferðin, og á margan hátt sú rökréttasta, er að nota sjóðsstreymisaðferð og finna út verðmæti fyrirtækisins út frá frjálsu sjóðstreymi. Forsendur sem notaðar eru um vöxt og ávöxtunarkröfu eru þar mikilvægar og geta breytt miklu um niðurstöðuna. Of bjartsýn vaxtarspá hækkar virði fyrirtækisins óeðlilega mikið og of svartsýn spá lækkar virðið á sama hátt. Oft er spátímabilinu skipt upp í 2-3 þrep þar sem fyrstu 2-3 árin skipta mestu máli og auðveldast er að spá fyrir um. Næstu 2-3 ár fá líka að öllu jöfnu nokkuð ítarlega spá en þar sem kemur þar á eftir er reiknað í svokallað framtíðarvirði. Algengt er að nota hagvöxt sem vöxt til framtíðar, nafnhagvöxt ef verðmatið er að nafnvirði og raunhagvöxt ef verðmatið er að raunvirði. Ávöxtunarkrafan byggir á meðalkostnaði fjármagns, WACC, ef um verðmat fyrirtækis er að ræða en CAPM ef um ávöxtunarkröfu eigin fjár er að ræða. Þó fyrirtækið, sem um ræðir hafi sérstöðu á markaði, er mikilvægt að reikna með að innan ákveðins tíma séu önnur fyrirtæki komin upp að hlið

þess í samkeppninni. Í verðmatsvinnu er líka mikilvægt að einblína ekki á eina aðferð. Það þarf að meta sjóðstreymi, kennitöluhlutföll margskonar, endurmetinn efnahagsreikning, upplausnarverðið og þannig mætti halda áfram. Mikilvægt er að nálgast matið út frá mismunandi áttum og ef við erum á réttu róli, þá ættum við að fá svipaða niðurstöðu. Til eru fjölmargir gagnabankar með tölfræði og reynslutölum úr viðskiptum með fyrirtæki þar sem þessar kennitölur koma fram. Ein slík síða er Damodaran.

#### *Hvaða breytingar sérð þú framundan í rekstrarumhverfi fyrirtækja og um leið fjármálastjóra?*

Mikill hluti tíma fjármálastjóra hefur farið í að fylgjast með þróun gjaldmiðla. Um þessar mundir er nefndur sá möguleiki að "evran muni taka sig upp sjálf" ef stjórnámálemenn taka ekki af skarið í þeim efnum. Það finnst mér í raun ekkert ólíkleg þróun. Fleiri og fleiri fyrirtæki munu breyta sínum viðmiðunum með því að nota evru eða aðrar hentuga gjaldmiðla sem

grunnmynt í uppgjörum eða greiða hluta launa í evrum eins og nokkur fyrirtæki hafa nú þegar byrjað á. Breytist aðstæður í þessum efnum, þá munu fjármálastjórar geta nýtt krafta sína mun betur í þau mikilvægu verkefni sem snúa að sjálfum rekstrinum, er væri til hagsbóta fyrir eigendur og samfélagið í heild.

*Vegna nándar jólaanna og jólafrís nemenda, er mikil vinna hjá háskólamanninum yfir hátíðarnar eða er tækifæri til að taka sér góða hvíld frá amstri hversdagsins?*

Já bæði og. Við kennarar skilum nemendum niðurstöðum jólaþrófanna strax eftir áramót og því fer tími í slíka vinnu. Sjálf eigum við hjónin von á tveimur gullmolum, barnabörnum okkar, frá Bretlandi í heimsókn yfir jólin. Þannig að í senn gleði og fjör mun ráða ríkjum yfir hátíðarnar.

halldor@jfs.is



TÆKI TIL AÐ STÝRA GENGISÁHÆTTU OG STUNDA SPÁKAUPMENNSKU

# Framvirkir gjaldmiðlasamningar

ÞESSI GREIN ER ÆTLUÐ ÞEIM SEM HAFA ÁHUGA Á AÐ FRÆÐAST UM, EÐA VILJA RIFJA UPP, HVAÐ FRAMVIRKIR GJALDMIÐLASAMNINGAR ERU OG HVERNIG GJALDEYRISVIÐSKIPTIN FARA FRAM.

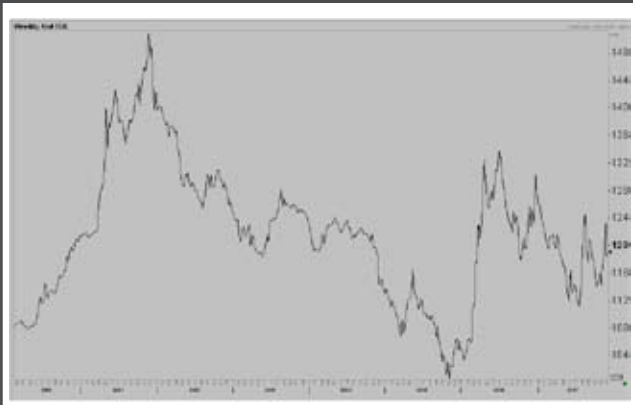
## FYRIR FYRIRTÆKI OG SPÁKAUPMENN

Framvirkir gjaldmiðlasamningar (e. currency forwards, outright) eru algengasta tækið til áhættustýringar og í spákaupmennsku á gjaldeyrismarkaði hérlendis.

Fyrirtæki í alþjóðlegum viðskiptum standa frammi fyrir töluverðri gengis-áhættu er myndast í rekstri þeirra. Íslensk fyrirtæki þurfa sérstaklega að taka mið af gengisáhættu í sinni stýringu á sjóðsstreymi og skuldum þar sem miklar gengissveiflur fylgja íslensku krónunni (sjá mynd).

Fyrirtækin geta nýtt sér framvirka gjaldmiðlasamninga til að draga úr gengisáhættunni með því að festa ákveðið gengi strax (greiðsluáhætta) og til að stýra gjaldeyrisstöðunni (uppgjörsáhætta). Spákaupmenn geta notað samningana til að auka við áhættu sína með stöðutökum.

### GENGISPRÓUN CVT ÍSLENSKU KRÓNUNNAR



## FRAMVIRKUR MARKAÐUR (E. FORWARD MARKET)

### SKILGREINING

Framvirkur gjaldmiðlasamningur er *bindandi* samningur milli fjármálafyrirtækis og viðskiptamanns um kaup og sölu á tilteknu magni tveggja gjaldmiðla á reiknuðu framvirku gengi á fyrirfram ákveðnum degi í framtíðinni.

Viðskiptin eru gerð í dag en með afhendingu síðar, þ.e. engar greiðslur eiga sér stað fyrr en á gjalddaga samningsins. Stundarsamningur (e. spot contract) eru viðskipti í dag með afhendingu samkvæmt venju eftir tvo daga.

*Framvirkt gengi* (e. forward rate) er reiknað á samningsdegi og samanstendur af umsömdu stundargengi (e. spot rate) og framvirku álagi/frádragi (e. forward premium/discount) eða öðru nafni framvirkum punktum (e. forward points, pips).

Álagið/frádragið ákvarðast af vaxtamun milli landa og tímalengd (dagafjöldi) samningsins. Notaðir eru millibankavextir inn- og útlána viðkomandi gjaldmiðla. Stundargengið breytist stöðugt innan dagsins meðan álagið/frádragið breytist síður.

Mikilvægt er að hafa í huga að framvirkt gengi er ekki vísbending um framtíðar gengi viðkomandi myntar heldur er eingöngu um útreiknaða stærð að ræða, byggða á stundargengi og framvirku álagi/frádragi.

Meðfylgjandi töflur sýna hvernig framvirkt gengi er reiknað fyrir framvirkan sölusamning viðskiptavinar á evru á móti krónu til eins mánaðar m.v. að samningurinn sé gerður 10. desember 2007, taki gildi tveimur dögum síðar (12. des) og er með gjalddaga 11. janúar 2007 (30 dagar):



FRAMVIRKT SÖLUGENGI

Millibankavextir (m.v. 10. des 2007)		
	Innlán	Útlán
EUR	4.20	4.25
ISK	13.65	13.80

Stundargengi (m.v. 10. des 2007)	
Kaup	Sala
90.30	90.40

Framvirk sala v.v. (1 mánuð fram í tímann)	
Spot kaupgengi	90.30
Innlánsvextir ISK	13.65
Útlánsvextir EUR	4.25
Dagafjöldi samnings	30
<b>Framvirkt sölugengi</b>	<b>91.00</b>

Formúlur:

$$\text{Framvirkt gengi} = \frac{\text{Stundargengi} * (1 + \text{innl. vx}) * d / 360}{(1 + \text{erl. vx}) * d / 360} \quad \text{Framvirkt álag/frádrag} = \frac{\text{Stundargengi} * (1 + \text{innl. vx}) * d / 360}{(1 + \text{erl. vx}) * d / 360} - \text{Stundargengi}$$

TRYGGINGAR

Annars konar áhætta fylgir framvirkum gjaldmiðlasamningum en stundarsamningum því þeim fyrrnefndu má líkja við að lán sé tekið og stundarsamningur gerður á sama tíma.

Framvirk sala evru gagnvart krónu jafngildir því að taka erlent lán í evrum og fjárfesta í krónu fram að afhendingardegi samningsins. Á sama hátt er framvirkur kaupsamningur á erlendum gjaldmiðli ígildi þess að taka lán innanlands og fjárfesta í erlendri mynt. Vegna þeirrar lánaáhættu krefjast fjármálfyrirtæki trygginga (e. margins) fyrir samningunum.

Margir stærri viðskiptavinir eru oft með skilgreindar lánalínur hjá fjármálfyrirtæki sínu sem þau geta m.a. notað sem ígildi tryggingar í sínum viðskiptum með gjaldreyrir. Aðrir viðskiptavinir, sem ekki hafa þessháttar lánalínur, þurfa að leggja fram gildar/samþykktar tryggingar til að geta átt viðskipti með framvirka gjaldmiðlasamninga. Þær geta verið í formi reiðufjár, verðbréfa eða annarra eigna sem fjármálfyrirtæki heimila. Algengt er að sú trygging sé í upphafi um 10% af upphæð samningsins, sem getur verið hagkvæmt fyrir spákaupmenn sem vilja ekki binda mikið fjármagn og/eða vilja auka við kaupmátt/sölumátt sinn (gírun/vogun). Tryggingarhlutfallið getur þó verið mismunandi eftir fjármálfyrirtækjum og kann að breytast eftir aðstæðum á markaði.

Ef markaðsvirði samningsins er í tapi upp á ákveðna fjárhæð á samningstímanum, oft er miðað við lækkun upp á 50-75% af tryggingu viðskiptamanns, þá getur fjármálfyrirtækið krafist viðskiptamanninn um auknar tryggingar (e. margin call). Reiði viðskiptamaðurinn ekki fram hærri tryggingar þá er fjármálfyrirtækinu mögulega heimilt að loka samningnum á markaðsgengi.

KOSTNAÐUR

Kostnaður viðskiptavinar við samninginn felst eingöngu í vaxtaálagi/-frádragi fjármálfyrirtækisins. Það er venjulega frekar lítið þar sem ekki er um eiginlegt lán að ræða, heldur er bara verið að skiptast á greiðsluflæði mynta. Þetta eru þ.a.l. tiltölulega ódýrir samningar.

Ísland hefur verið hávaxtaland og því hefur framvirka gengið á íslensku krónunni verið hærra en stundargengið á móti flestum öðrum myntum. Það þýðir að það er dýrara að fara gegn vaxtamuninum (krónu skortstaða) en með vaxtamuninum (krónu gnóttstaða).

TÍMALENGDIR OG GJALDDAGAR

Framvirkir gjaldmiðlasamningar eru vanalega ekki gerðir til lengri tíma en eins árs. Algengar tímalengdir slíkra samninga eru 1, 3 og 6 mánuðir. Á samningstímanum verður viðskiptavinurinn að taka ákvörðun um hvað hann vilji gera. Kjósi hann ekki að uppfylla skilyrði samningsins þá getur

hann lokað samningnum á líftíma samningsins með mótsamningi og fær uppgjör frá fjármálfyrirtækinu. Einnig er hægt að framlengja samninginn er gjalddagi nálgast. Oftast er þó fyrri samningurinn gerður upp áður.

ÁHÆTTUSTÝRING

DÆMI 1.

Global Import er íslenskt innflutningsfyrirtæki sem m.a. kaupir og flytur inn hágæða vín til Íslands frá Frakklandi. Það þarf að greiða franska fyrirtækinu 100.000 evrur fyrir vínið eftir 3 mánuði.

Þar sem greiningaraðilar á markaði telja að íslenska krónan muni veikjast á tímabilinu, þá hringir GI í viðskiptabankann sinn og kaupir evrur á móti krónum framvirkt til 3ja mánaða. Fyrirtækið tryggir sér þannig gengi í dag og skuldbindur sig til að kaupa evrurnar eftir 3 mánuði og greiðir fyrir þær með krónum.

DÆMI 2.

Breska fyrirtækið UK Export er útflytjandi. Það á von á að fá 500.000 bandaríska dali eftir tvo mánuði. Þar sem óvissa ríkir með gengisþróun á dalnum þá selur fyrirtækið dali fyrir pund framvirkt til tveggja mánaða. Skiptin á gjaldmiðlunum verða eftir 2 mánuði þegar UKE afhendir mótaðilanum dali og eignast pund í staðinn. Þangað til fær UK Export vexti á dalina sína og mótaðilinn fær vexti á pundin sín.

Tveggja mánaða dollara vextir eru 1% (6% á ári / 12 mánuðir x 2 = 1%) og punda vextir eru 0.75% fyrir sama tímabil. Gefum okkur að stundargengið sé \$2, þ.e. að 1 pund jafngildi 2 dölum eða að 250.000 pund séu 500.000 dalir.

UK Export fær því 5.000 dali (500.000 x 0.01) í vexti sem hækkar höfuðstól UKE í 505.000 dali, en mótaðilinn fær 1.875 pund (250.000 x 0.0075) í vexti svo höfuðstóll mótaðilans verður 251.875 pund. Framvirka gengið verður því 505.000 / 251.875 eða \$2.0050.

Til einföldunar má reikna þetta á eftirfarandi máta:

$$\text{Framvirkt gengi} = (\text{Stundargengi} \times \text{Vaxtamunur}) + \text{Stundargengi} \\ \text{eða} \\ \$2 \times 0.0025 = 0.0050; \$2 + 0.0050 = \$2.0050$$

Lágvaxtamýntin, pundið, selst framvirkt með álagi (+) og er þ.m. aðeins dýrari til að vega upp á móti því að UK Export fékk aðeins hærri vexti fyrir að halda dollurum mótaðilans.

Hærri vextir gera það að verkum að gjaldmiðill þess ríkis, hér Bandaríkjanna, er seldur framvirkt með frádragi (-). Þess vegna eru dollararnir ódýrari en pundin í framtíðinni.



Væru pundin ekki dýrari í framtíðinni þá væri um högnun/misvirði (e. arbitrage) að ræða, þ.e. allir myndu kaupa dollara á stundarmarkaðnum til að fá auka 0.25% vexti og geta samt selt þá strax aftur á framvirka markaðnum með hagnaði.

**DÆMI 3.**

*Sigurður* er með *körfulán* í erlendum myntum, nánar tiltekið í evrum (40%), svissneskum frönskum (30%) og japönskum jenum (30%), er hann þarf að greiða upp eftir 6 mánuði.

Krónan hefur verið sterk ansi lengi og Jón metur stöðuna sem svo að umtalsverð veiking á krónunni sé líkleg næstu mánuðina. Hann kaupir því myntirnar þrjár á móti krónum framvirkt til sex mánaða til að verja sig mögulegri veikingu krónunnar og dregur þannig úr gengisáhættunni sem fylgir myntkörfuláninu.

**DÆMI 4.**

*Svissneskur milljónamæringur* veltir fyrir sér hvar hann eigi að *fjárfesta* 1m. frankana sína í einn mánuð. Stundargengi á svissneskum franka gagnvart Bandaríkjadal er 1.1500 og eins mánaðar framvirkt gengi er 1.1471 á móti dal.

Hann getur fjárfest frankana í Sviss á 3% vöxtum á ári og fengið 2.500,00 franka í vexti:

$$1.000.000 \times 0,03 = \frac{30.000}{360} \times 30 \text{ (dagar)} = SF 2.500,00$$

Vextir í 30 daga í Bandaríkjunum eru 6%. Ef hann vill fjárfesta þar þá selur hann frankana á stundargenginu 1.1500 og fær 4.347,83 dali í vexti á ári:

$$\frac{1.000.000}{1.1500} = 869.565,22 \times 0,06 = \frac{52.173,91}{360} \times 30 = USD 4.347,83$$

$$\frac{\text{Höfuðstóll} + \text{Vextir í Sviss}}{\text{Höfuðstóll} + \text{Vextir í USA}} = \frac{SF 1.002.500,00}{\$ 873.913,05} = 1.1471$$

Ákveði milljónamæringurinn að fjárfesta í Bandaríkjunum þá tekur hann á sig áhættu varðandi framtíðargengi dalsins. Núllpunkturinn er sem nemur vaxtamuninum eða 3%, þ.e. dalurinn má falla um 0.25% (3% / 12 mán) gegn frankanum á þessum eina mánuði svo hann komi út á sléttu.

Gengi dalsins, í punktum talið, má þess vegna lækka um ca. 29 punkta:

$$1.1500 \times 0.0025 = 0.002875; 1.1500 - 0.002875 = 1.1471$$

**GJALDEYRISJÖFNUÐUR**

Framvirka gjaldmiðlasamninga má sömuleiðis nota til að laga gjaldeyrisstöðu fyrirtækja.

Hugsum okkur tvö fyrirtæki sem færa reglulega öll sín viðskipti með gjaldeyri í myntjöfnuð. Fyrirtækin verða að ákveða að hve miklu leyti opin staða skuli jöfnuð en það er gert m.a. með skuldbreytingum á lánum, kaupum eða sölu á gjaldeyri og framvirkum gjaldmiðlasamningum.

Í dæminu hér að neðan kemur innflytjandinn sér út úr opnu stöðunni með því að mynda eign á móti punda skuldinni með kaupum á pundum framvirkt. Útflutningsaðillinn býr til skuld á móti dollara eigninni með sölu á dollurum framvirkt. Þannig loka fyrirtækin stöðunni og koma á jöfnuði.

	Innfl. ft	Útfl. ft
	GBP	USD
Eignir / Tekjur	50.000	100.000
Skuldir / Gjöld	100.000	35.000
Ójöfnuður / Opin staða	-50.000	+75.000
Framvirk kaup (GBP)	+50.000	
Framvirk sala (USD)		-75.000
Jöfnuður	0	0

**SPÁKAUPMENNSKA**

Spákaupmenn nota framvirka gjaldmiðlasamninga til að taka stöður í gjaldmiðlum í von um að hagnast á gengisbreytingu.

**DÆMI A.**

*Stamford Trade Fund* er *vogunarsjóður* með aðsetur í Connecticut á austurströnd Bandaríkjanna, sem er mekka slíkra áhættusjóða í heiminum. Sjóðurinn stundar vaxtarmunarviðskipti í miklum mæli, þ.e. hann tekur lán í lágvaxtamýntum á borð við japönsk jen og svissneska franka sem hann svo selur og kaupir í staðinn framvirkt hávaxta- og nýmarkaðamyntir eins og tyrknesku líruna, brasilíska realinn og íslensku krónuna á móti jenunum og frönskunum framvirkt. Sjóðurinn veðjar á að krónan muni ekki falla um vaxtamuninn á hverju ári.

**DÆMI B.**

*Jón* telur að *íslenska krónan muni veikjast* gagnvart evru, þ.e. að fleiri evrur fáiast fyrir hverja krónu. Hann kaupir því evrur á móti krónu á framvirka genginu 73,10 og vonast eftir að selja evrurnar aftur á herra gengi.

**DÆMI C.**

*Gunna* telur að *íslenska krónan muni styrkjast* gagnvart dollar, þ.e. að færri dollarar fáiast fyrir hverja krónu. Hann selur því dollara á móti krónu á framvirka genginu 73,30 og vonast eftir að kaupa dollarana aftur á lægra gengi.

**AÐ LOKUM**

Framvirkir gjaldmiðlasamninga eru öflugt tæki til að stýra áhættu og stunda spákaupmennsku. Því er um að gera fyrir fyrirtæki og einstaklinga að kanna þá samninga og þau kjör sem bankarnir bjóða upp á.



HALLSTEINN ARNARSON  
IFS Rádgjaf, hallsteinn@ifs.is.

# SEPA: Sameiginlegt greiðslusvæði evrunnar

ERU FYRIRTÆKI TILBÚIN?

MIKIÐ FLÓÐ REGLUGERÐABREYTINGA OG BREYTTA VINNUBRAGÐA HEFUR HERJAÐ Á FJÁRMÁLAMARKAÐINN AÐ UN DANFÖRNU OG HEFUR HAFT BEIN ÁHRIF Á FYRIRTÆKI OG ALMENNING. BASEL II OG SÍÐAN MIFID REGLURNAR ER NÝLEGA BÚIÐ AÐ INNLEIÐA OG NÆST KEMUR TILSKIPUN VARÐANDI GREIÐSLUMIÐLUN MEÐ EVRUNA, SVOKÖLLUÐ SEPA (E SINGLE EURO PAYMENTS AREA) TILSKIPUN. ÞESSAR NÝJU REGLUR MUNU Í MÖRGUM TILVIKUM HAFÁ ÁHRIF Á GREIÐSLUMIÐLUN FYRIRTÆKJA OG HAFÁ ÞVÍ VERIÐ OFARLEGA Á BLAÐI ÞEGAR FJALLAÐ ER UM MÁLEFNI FJÁRSTÝRINGAR Í FJÁRMÁLATÍMARITUM OG FJÁRSTÝRINGARRÁÐSTEFNUM Á ÞESSU ÁRI.

Alþjóðaráðstefnu um málefni fjárstýringar, sem haldin var á vegum EuroFinance í haust og Ásthildur Otharsdóttir hjá Össuri sótti og sagði frá í nóvemberblaði Fjárstýringar, var umræða um SEPA. Í könnun sem framkvæmd var meðal þátttakenda kom í ljós að ekki voru allir tilbúnir fyrir SEPA eða um 72%, einkum vegna vöntunar á skýrum reglugerðarupplýsingum. Þegar bankamenn voru spurðir sérstaklega kom í ljós að 52% sögðust vera tilbúnir, 7% sögðu nei og 41% sögðust enn vera að vinna að þessu. Þegar þátttakendur voru spurðir hvort þeir sæu ávinning af þessum nýju reglum var stór meirihluti, 78%, sem taldi svo vera á meðan restin sá þetta meira sem regluverk sem hefði enga virðisaukningu í för með sér. Almennt var talið á ráðstefnunni að öll stærri fyrirtæki með mikið af evru greiðslum væri sá hópur fyrirtækja sem hagnaðist mest á þessari breytingu.

Þessi umræða hefur ekki smitast mikið hingað til okkar hér heima þó svo viðskiptabankarnir og sparisjóðirnir ásamt Seðlabanka og Fjölgreiðslumiðlun hafi mikið unnið í þessum málum að undanfögnu. Íslensk fyrirtæki hafa því almennt lítið hugleitt upptöku þessa nýja fyrirkomulags enn sem komið er en það styttest í upphafsdagsetningu, 28.

janúar 2008, og því er kominn tími til að fara að huga betur að því hvort þessi breyting geti haft einhvern ávinning í för með sér fyrir viðkomandi fyrirtæki. Við fyrstu sýn ætti þessi upptaka ekki að breyta miklu fyrir íslensk fyrirtæki þar sem krónan er gjaldmiðillinn í viðskiptum hér heima nema að fyrirtækin hafi umtalsverð viðskipti í evrum og þá helst ef þau geta notað evrubanka til að sjá um greiðslumiðlunina fyrir sig. Þá getur kostnaðurinn lækkað verulega frá sem nú er og verið sá sami fyrir millilandsviðskipti og innanlandsviðskipti í tilvikum evru. Aðild að upptöku SEPA eiga öll ríki Evrópusambandsins og EFTA ríkin, þar með talið Ísland.

Tímaritið Fjárstýring lagði nokkrar spurningar fyrir þá hér heima sem þekkja upptöku SEPA hvað best, þær Sigríði M. Torfadóttur, viðskiptastjóra erlendra bankatengsla hjá Glitni og fulltrúa Íslands í evrópska greiðslumiðlunarráðinu (EPC), og Vigdís Ósk Helgadóttur, sérfræðing hjá Fjölgreiðslumiðlun.

## HVAÐ ER SEPA OG FYRIR HVERJA ER ÞAÐ ÆTLAÐ?

SEPA er skammstöfun á hugtakinu „Single Euro Payments Area“ og þýðir í raun að verið er að koma á einu sameiginlegu

greiðslusvæði fyrir allar greiðslur í evrum. Þessi breyting nú er í raun framhald þeirrar breytingar er tekin var upp ein mynt, evran, í nokkrum ríkjum Evrópusambandsins. Upptaka þessara breytinga er hugsuð til að tryggja betur frjálst flæði viðskipta og fjármagns á svæðinu og að samræmd greiðslumiðlun nái til rafrænna greiðslna eins og greiðslna með seðlum. Í upphafi var SEPA fyrst og fremst hugsuð fyrir almenna neytendur til að auka samræmingu og gegnsæi í viðskiptum með evruna. Þróunin hefur þó orðið sú að allar líkur eru á að það verði ekki síður fyrirtæki með erlend evruviðskipti sem muni koma til með að njóta þessara breytinga líka.

## Í HVERJU FELST MEGINBREYTINGIN FRÁ NÚVERANDI KERFI?

Megináherslan er á að greiðslumiðlun á milli landa í evrum sé örugg, skilvirk og einsleit innan svæðisins. Það þýðir m.a. að kostnaður við erlendar greiðslur í evrum á að vera sá sami og innlendar greiðslur í evrum. Þetta getur verið allnokkur breyting fyrir marga á evrusvæðinu. Önnur breyting er sú að nú á greiðsla að hámarki að taka 3 daga, ef greiðslufyrirmæli eru villulaus, þó svo einhverjar undantekningar geti verið á því í byrjun. Í dag gilda sömu reglur fyrir smærri upphæðir eða að 50.000 evrum

*Sigríður M. Torfadóttir, viðskiptastjóri erlendra bankatengsla hjá Glitni og fulltrúi Íslands í evrópska greiðslumiðlunarráðinu (EPC), og Vigdís Ósk Helgadóttir, sérfraeðingur hjá Fjölgreiðslumiðlun.*



en ekki fyrir upphæðir umfram það. Áður gátu þessar greiðslur tekið lengri tíma og tóku þær mið af hefðum einstakra landa eða jafnvel einstakra fjármálastofnanna. All flot ætti því að heyra sögunni til þegar þetta nýja fyrirkomulag verður komið að fullu leyti í gagnið. Í þriðja lagi er búið að skilgreina mikið af samskiptastöðlum vegna rafrænu greiðslumiðlunarinnar, XLM samskiptaform verður t.d. nokkurskonar SEPA staðall í rafrænum samskiptum milli fyrirtækis og banka. Einnig verða BIC og IBAN staðlarnir notaðir á reikningseyðublöðum fyrirtækja í stað reikningsnúmera. Einhver fyrirtæki hafa nú þegar gert þessar breytingar hjá sér og fleiri eru að taka þetta upp.

#### **HVERNIG FRAMKVÆMA FYRIRTÆKI GREIÐSLUR ERLENDIS EFTIR UPPTÖKU SEPA?**

Auk þeirra leiða sem fyrirtæki nota í dag á þeim að gefast tækifæri á að senda greiðslufyrirmæli í áður nefndri XLM skrá sem innanhússkerfi fyrirtækjanna útbúa og senda rafrænt til bankanna.

#### **TIL HVAÐA GREIÐSLUFORMA NÆR SEPA?**

Þau eru þrjú þ.e. símgreiðslur (e. Credit Transfer), beingreiðslur (e. Direct Debit) og greiðslukort, bæði debitkort og kreditkort.

Greiðslukortin hafa verið að mestu tilbúin í þó nokkurn tíma og símgreiðslur verða tilbúnar að mestu strax í upphafi. Brengreiðsluhlutinn verður hinsvegar ekki tilbúinn fyrr en seinnihluta næsta árs eða jafnvel síðar. Þó svo upphafið miðist við 28. janúar á næsta ári þá er talið að innleiðingu ljúki ekki fyrr en eftir 1-2 ár. Íslensku bankarnir verða tilbúin í tíma og fylgja þeirri þróun sem mun eiga sér stað hjá öðrum bönkum. Þeir eru ekki beinir aðilar að svokölluðum PEACH (e. Pan European Automated Clearing House) greiðslumiðlunarfyrirtækjum heldur hafa óbeinan aðgang að þeim í gegnum erlenda banka. PEACH sér um greiðsluuppgerðir í evrum. Það verða fleiri en einn slíkur aðili í Evrópu.

#### **HVER ER ÁVINNINGURINN AF ÞESSU VERKEFNI FYRIR FYRIRTÆKI?**

Fyrir íslensk fyrirtæki er ávinningurinn helst að greiðslur í evrum, óháð upphæð, eiga ekki að taka lengri tíma en 3 daga ef þau eru villulaus eins og áður hefur komið fram. Það geta því sparast einhverjir dagar á því fyrir upphæðir hærri en 50.000 evrur. Fyrirtæki sem eru að millifæra milli erlendra evrureikninga í sitt hvoru landinu ættu að geta gert það ódýrara en áður þar sem kostnaður á að vera sá sami óháð landi.

#### **MUN ÞETTA VERKEFNI HAFÁ EINHVER ÁHRIF Á INNLENDI GREIÐSLUMIÐLUN?**

Nei. A.m.k. er það ekki sjáanlegt eins og staðan er nú.

#### **HVERNIG HEFUR UNDIRBÚNINGUR FARIÐ FRAM?**

Fulltrúar frá viðskiptabönkunum og sparisjóðunum ásamt Seðlabanka og Fjölgreiðslumiðlun (fyrir hönd SFF) hafa unnið að innleiðingu þessarar tilskipunar á þessu ári. Þetta hefur þó eitthvað dregist þar sem óvissa ríkti um hluta ákvarðani þar til í sumar er svokölluð PSD lög voru samþykkt og eyddu þessari óvissu.

#### **ERU BÆÐI BANKAR OG FYRIRTÆKI TILBÚIN?**

Bankarnir verða tilbúin í tíma. Einhver fyrirtæki eru að byrja að tileinka sér þessa breytingu en best er að snúa sér til síns viðskiptabanka og fá ráðgjöf hjá þeim hvernig best er að snúa sér í þessu.

Tímaritið Fjárstýring þakkar Sigríði og Vigdís fyrir spjallið og upplýsingarnar og vonar að innleiðing SEPA gangi sem best fyrir sig hér heima.

*olafur@ifs.is*

# ACT Professional Qualifications

BY RICHARD RAEBURN, CHIEF EXECUTIVE

The Association of Corporate Treasurers (ACT) is the international body for finance professionals working in treasury, risk and corporate finance. We are also the world's leading examining body for treasury, providing benchmark qualifications and continuing professional development through training, conferences and publications, including The Treasurer magazine.

## FOCUS ON EDUCATION

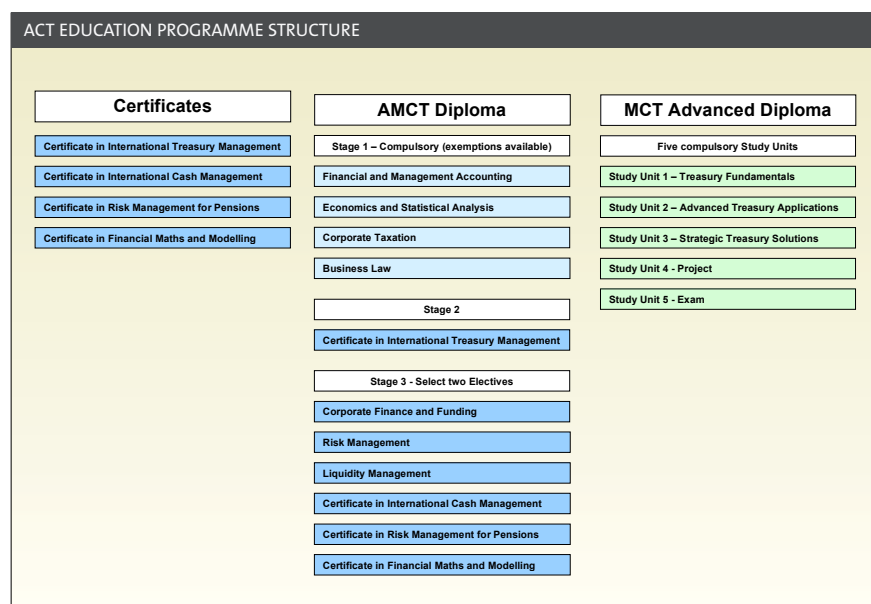
Education has been central to the ACT since it was established in 1979 and remains the lynchpin of its activities today. The modern day treasurer, who must identify and manage risk, cash flow and raise profitability, needs a wide variety of skills to be an effective guardian of a company's finances and it is these professional needs to which the ACT's qualifications are designed to respond.

The ACT has embraced the developing treasury profession and grown with it. We have looked carefully at how the role of those working in and around treasury, risk and corporate finance has evolved – leading to an increasingly broad view of what it should mean to hold a treasury qualification. Since the first ACT examinations in 1983 more than 10,000 candidates have enrolled on the ACT's education programme. Our qualifications are recognised as global benchmarks for treasury education and have become the acknowledged standard upon which colleagues, employers and clients can rely.

The ACT provides a range of specialised qualifications at **AMCT Diploma**, **MCT Advanced Diploma** and **Certificate Paper** levels. The qualifications provide practical and comprehensive understanding in treasury and related fields and are relevant to a variety of roles including treasury, accountancy, risk, financial management, banking, relationship management and consultancy.

## AMCT DIPLOMA IN TREASURY

The AMCT Diploma in Treasury is the core qualification of the ACT and delivers understanding and knowledge of the



essential topics within treasury, risk and corporate finance. It is suited to a broad range of finance-related roles including corporate treasurers, financial analysts who want to develop their career in corporate finance, risk management and specialist treasury activities, bankers and relationship managers wishing to understand the needs of their corporate clients and accountants wishing to extend and differentiate their skills base.

The AMCT Diploma provides an excellent way to enhance knowledge, improve individual performance and broaden career opportunities. It supports treasury professionals in providing knowledge, depth of expertise and insight in dealing with daily treasury issues, as well as how to contribute to strategic decisions on risk and return in the business.

Delivered as a distance learning course based on study manuals, the AMCT Diploma is supported by a fully integrated online learning website and is supplemented by a tuition and revision programme. The flexible syllabus offers students an element of choice, with each individual being able to tailor the qualification to specific needs whilst ensuring a fundamental

understanding of core treasury topics.

This element of choice is a key feature of the AMCT syllabus and is reflective of the fact that the skills in treasury, corporate finance and risk management derived from the qualification apply to a wide range of finance roles and environments.

There are two levels of papers within the AMCT Diploma: Foundation Papers – which cover economics, tax, law and accountancy principles; and Associate Papers – which examine and analyse the main aspects of treasury, risk management and corporate finance. The element of choice is introduced at the Associate Paper level, providing candidates with the opportunity to specialise in the areas most relevant to their working environment. Most qualified accountants are exempt from the Foundation Papers.

## KEY FACTS

Study time:	120 hours per Associate Paper
Enrolment deadlines:	31 May for October exam, 30 November for April exam
Further information:	<a href="http://www.treasurers.org/amct">www.treasurers.org/amct</a>



Richard Raeburn,  
Chief Executive



#### MCT ADVANCED DIPLOMA IN TREASURY, RISK AND CORPORATE FINANCE

The MCT Advanced Diploma provides the highest level of understanding in treasury, risk and corporate finance for those who aspire to the most senior treasury and finance roles. Highly respected within the financial community, it demonstrates the ability to analyse, interpret and understand strategic business challenges.

The MCT Advanced Diploma develops advanced treasury knowledge – it is an MBA level qualification. It focuses on the strategic role of the treasury and finance functions, developing the skills and confidence to deal with the challenges involved in financial management and is regarded by recruitment consultants as demonstrating personal commitment and high technical acumen.

The MCT Advanced Diploma is a distance learning qualification. The flexible syllabus is delivered online via a specially designed website incorporating the study guide, course resources, practice exercises, case study examples and tests. The study programme is fully supported by an online communications facility enabling regular contact with both tutors and other

members of the study group throughout the course. An added advantage of the course is that it establishes a network of peers in the international finance community. Tutorials are provided on either an online or face-to-face basis.

Entry into the MCT Advanced Diploma normally requires completion of the AMCT Diploma in Treasury. However, senior finance professionals can apply for exemption from the AMCT and enrol directly onto the MCT programme. Direct entry requires experience in a senior treasury or finance position, including a significant track record in corporate finance and/or risk management decision making.

#### KEY FACTS

Course duration:	12 months
Enrolment deadlines:	31 January for course commencing March, 31 July for course commencing September
Further information:	<a href="http://www.treasurers.org/mct">www.treasurers.org/mct</a>

#### CERTIFICATE PAPERS

Certificate papers are specialised, practical qualifications that provide expert training in specific areas. Recognised as independent qualifications, they also count towards the AMCT Diploma in Treasury. There are

four Certificate Papers: **International Cash Management, Financial Mathematics & Modelling, Risk Management for Pensions,** and our newly-launched qualification, **the Certificate in International Treasury Management.**

#### THE CERTIFICATE IN INTERNATIONAL CASH MANAGEMENT

The Certificate in International Cash Management (CertICM) provides a thorough understanding of corporate treasury structure and international cash management operations. Developed by experts in these fields, it reflects the broad range of subjects covered in global cash management and is designed for those working in both banks and corporates.

#### KEY FACTS

Course duration:	6 months
Enrolment deadlines:	31 March for October exam, 30 September for April exam
Further information:	<a href="http://www.treasurers.org/certicm">www.treasurers.org/certicm</a>

#### THE CERTIFICATE IN FINANCIAL MATHEMATICS & MODELLING

The Certificate in Financial Mathematics & Modelling (CertFMM) covers three

areas of financial mathematics: money market calculations, options and portfolio management. It provides a solid background in financial mathematics and modelling. CertFMM provides practical skills which can be applied to real-life situations and makes use of Microsoft Excel throughout to evaluate financial models.

#### KEY FACTS

Course duration: 6 months  
 Enrolment deadlines: 31 May for October exam,  
 30 November for April exam  
 Further information: [www.treasurers.org/certifmm](http://www.treasurers.org/certifmm)

#### THE CERTIFICATE IN RISK MANAGEMENT FOR PENSIONS

The Certificate in Risk Management for Pensions (CertRMP) provides understanding, analysis and management skills in the risks associated with company pension funds. It looks at the legislative and regulatory framework surrounding pensions, including the role of trustees, risk management implications and associated governance issues.

#### KEY FACTS

Course duration: 6 months  
 Enrolment deadlines: 31 May for October exam,  
 30 November for April exam  
 Further information: [www.treasurers.org/certtmp](http://www.treasurers.org/certtmp)

#### THE CERTIFICATE IN INTERNATIONAL TREASURY MANAGEMENT – A NEW GLOBAL STANDARD

This year sees the launch of our newest qualification, the Certificate in International Treasury Management (CertITM). Developed in response to demand from treasury associations globally, and from banks and corporate employers, CertITM is the only qualification to provide a fundamental understanding of all aspects of corporate financial management from an international perspective.

CertITM equips candidates with a practical knowledge of the essential principles and techniques of international treasury management and helps them apply this knowledge in their day-to-day working environment. It combines core knowledge and technical skills with practical application and provides an international focus that meets the needs of finance professionals working in today's multinational business environment.

The CertITM course offers a flexible approach

to learning through an online study programme that is available to candidates whenever and wherever they choose to study. The course is delivered through the e-learning website and comprises an online resource database of technical content, practical exercises, self tests and further reading materials. A study guide provides direction on the activities to be completed throughout the course and advice on how to get the most out of the learning resources, whilst the online communications facility enables regular contact with the course tutor and study group.

Endorsed by leading international treasury associations in Europe, Asia, Australia and Canada, CertITM is on its way to becoming a new global standard in treasury, risk and corporate finance.

#### KEY FACTS

Course duration: 6 months  
 Enrolment deadlines: 31 March for October exam, 30 September for April exam  
 Further information: [www.treasurers.org/itm](http://www.treasurers.org/itm)

#### PROFESSIONAL PROFILE

Dominic Jaques, MCT, Finance Director, John Laing Integrated Services

"After gaining my AMCT Diploma in 2002, I decided that I would continue on to the MCT Advanced Diploma to further develop my treasury skills. Corporate financial planning has always been a key component of the overall company strategy, with the treasury function as one of its most important drivers. The modern senior financier requires a detailed understanding of how treasury works and a very practical knowledge of how to apply the techniques. MCT is a qualification that addresses both of these needs and enables immediate application of the ideas to your business.

The key topics within MCT – corporate finance and risk management – are becoming ever more important within the corporate arena and are not necessarily covered in as much detail in other qualifications. A growing emphasis on compliance and accounting transparency can overlook the fact that a great deal of risk is centred within the treasury function.

For example, the liquidity position or the terms and conditions under which loans are extended are the responsibility of the treasury department and can only truly be addressed by a treasury qualification. The MCT qualification has enabled me to feel more confident when conducting detailed negotiations concerning the company's financing requirements. Now that I can predict

the financial implications of my decisions, I have found they are much easier to make. The MCT programme encouraged me to think differently and choose the best approach for a given situation. It is the tailoring of solutions to multiple objectives or priorities that often proves the hardest task, and the MCT uses case studies to good effect in teaching there is more than one way to solve complex problems."

#### BENEFITS TO YOU

By studying with the ACT you will gain:

- The core knowledge, technical and practical skills required for a role in treasury, risk or corporate finance
- Increased understanding of key treasury-related issues leading to greater confidence and job satisfaction
- A certified professional qualification from the leading provider of international treasury education
- Instant recognition through the ACT's internationally renowned designatory letters
- Ongoing career enhancement opportunities and benefits of joining a qualified professional network

*"The ACT qualifications are business orientated, challenging and thought provoking. They definitely add to your career prospects on both a personal and professional level and provide an insight to those working in both corporate and a banking environment."*

*Deborah Thomas, Michael Page International, a leading professional recruitment consultancy*

*"The skills needed to work in treasury, risk and corporate finance are critical to the successful running of any organisation, with the decisions taken having a direct impact on performance and financial stability. Professional qualifications are an excellent way of demonstrating competence and those offered by the Association of Corporate Treasurers have an outstanding reputation."*

*Mary Keegan, UK HM Treasury*

For further information on ACT professional qualifications, visit [www.treasurers.org](http://www.treasurers.org) or call +44 (0)20 7847 2540



# Gleðileg jól!

Starfsfólk IFS óskar  
lesendum Fjárstýringar og öðrum  
viðskiptavinum sínum gleðilegrar  
háttíðar og vonar að nýtt ár færi  
þeim farsæld og velgengni.

*Með jólakveðjum,*  
Starfsfólk IFS



IFS RÁÐGJÖF • SUÐURLANDSBRAUT 24 • 108 REYKJAVÍK • SÍMI: 533 4600 • FAX: 533 4601 • WWW.IFSR.IS

IFS Ráðgjöf er sérhæft ráðgjafarfirmi á sviði fjárstýringarþjónustu og greiningarþjónustu. IFS Ráðgjöf var stofnað í ársbyrjun 2004.





## Maður finnur þegar samstarfið virkar

KRISTINN VILBERGSSON, PENNINN / EYMUNDSSON

### Fyrirtækjaþjónusta

 KAUPÞING  
Hugsun lengra

Markmið Fyrirtækjaþjónustu Kaupþings er að veita fyrirtækjum af öllum stærðum og gerðum framúrskarandi fjármálaþjónustu og stuðla að því með faglegum vinnubrögðum að viðskiptavinir okkar nái markmiðum sínum. Við kappkostum að byggja upp langtímasamband við viðskiptavini okkar sem grundvallast á trausti og trúnaði.

Við tökum þátt í að byggja upp fyrirtækið þitt og erum með þér alla leið!

Nánari upplýsingar og ráðgjöf veita fyrirtækjaráðgjafar Kaupþings í síma 444 7000 eða á [info@kaupthing.is](mailto:info@kaupthing.is)