UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

NASTJA BENČIĆ

UNIVERZA V LJUBLJANI

EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

POROČANJE O OBVLADOVANJU TVEGANJ V FARMACEVTSKIH DRUŽBAH

Ljubljana, september 2013

NASTJA BENČIĆ

IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisana Nastja Benčić, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtorica magistrskega dela z naslovom Poročanje o obvladovanju tveganj v farmacevtskih družbah, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem prof. dr. Simonom Čadežem.

Izrecno izjavljam, da v skladu z določili Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami) dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

S svojim podpisom zagotavljam, da

- je predloženo besedilo rezultat izključno mojega lastnega raziskovalnega dela;
- je predloženo besedilo jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem
    - poskrbela, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam v magistrskem delu, citirana oziroma navedena v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, in
    - pridobila vsa dovoljenja za uporabo avtorskih del, ki so v celoti (v pisni ali grafični obliki) uporabljena v tekstu, in sem to v besedilu tudi jasno zapisala;
- se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku (Ur. l. RS, št. 55/2008 s spremembami);
- se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega magistrskega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom.

V Ljubljani, dne _____ Podpis avtorice:_____

KAZALO

UVOD ... 1

1 TVEGANJA ... 3

1.1 Opredelitev koncepta tveganja ... 3

1.2 Vrste tveganj ... 3

1.2.1 Poslovna tveganja ... 4

1.2.2 Tveganja delovanja ... 6

1.2.3 Finančna tveganja ... 7

2 OBVLADOVANJE TVEGANJ V PODJETJU ... 9

2.1 Namen obvladovanja tveganj ... 9

2.2 Cilji obvladovanja tveganj ... 10

2.3 Proces obvladovanja tveganj v podjetju ... 10

2.3.1 Opredelitev tveganj ... 12

2.3.2 Prepoznavanje tveganj ... 12

2.3.3 Ocenjevanje izpostavljenosti družbe tveganjem ... 14

2.3.4 Izbira mehanizmov za obvladovanje tveganj ... 15

2.3.5 Vrednotenje in končna kontrola obvladovanja tveganj ... 16

3 POROČANJE O OBVLADOVANJU TVEGANJ ... 17

3.1 Razkritja tveganj v letnem poročilu ... 17

3.2 Opis razkritij tveganj v letnih poročilih izbranih farmacevtskih družb ... 19

3.2.1 AstraZeneca ... 19

3.2.2 Bayer ... 21

3.2.3 Eli Lilly ... 23

3.2.4 Krka ... 25

3.2.5 Lek ... 27

3.2.6 Novartis ... 28

3.2.7 Ranbaxy ... 30

3.2.8 Roche ... 31

3.2.9 Takeda ... 34

3.2.10 Teva ... 35

4 ANALIZA POROČANJA O OBVLADOVANJU TVEGANJ V LETNIH POROČILIH FARMACEVTSKIH DRUŽB ... 37

4.1 Analiza razkritij obvladovanja tveganj ... 37

4.2 Dejavniki, ki vplivajo na razlike v razkritjih obvladovanja tveganj ... 45

4.3 Predlogi izboljšav ... 58

SKLEP 60

LITERATURA IN VIRI 63

KAZALO SLIK

Slika 1: Prihodki od prodaje (v mia €) 48
Slika 2: Število zaposlenih 49
Slika 3: Bilančna vsota (v mia €) 49

KAZALO TABEL

Tabela 1: Sistem ocenjevanja izpostavljenosti tveganjem 14
Tabela 2: Razkritja obvladovanja tveganj v letnih poročilih farmacevtskih družb 43
Tabela 3: Dejavniki, ki vplivajo na razlike v razkritjih obvladovanja tveganj 56

UVOD

Ob omembi farmacevtske panoge najprej pomislimo na uspešna podjetja, ki dosegajo visoke dobičke in kljub gospodarski krizi povečujejo svoje prihodke. Razni družbenoekonomski dejavniki, kot na primer staranje prebivalstva v razvitih državah, širjenje novih bolezni in posledično povečano povpraševanje po novih zdravilih, predstavljajo priložnosti za nadaljnjo rast panoge. Priložnosti za farmacevtsko panogo izhajajo tudi iz spreminjajočih se razmer na trgih v razvoju. Ti trgi beležijo visoke stopnje gospodarske rasti, izboljšuje se zdravstveni sistem in povečujejo se vladni izdatki za zdravstvo. Kljub vsem trendom, ki govorijo v prid rasti farmacevtske panoge, pa se tudi farmacevtska podjetja soočajo z izzivi. V današnjem času so razmere na trgih namreč negotove in se hitro spreminjajo. Posledično so podjetja prisiljena iskati poti preko novih proizvodov in storitev, trgov, tehnologije, prevzemov in združitev, da bi preživela v čedalje bolj nestanovitnem in konkurenčnem okolju. Vse to pa s sabo prinaša nova tveganja. Za farmacevtska podjetja so značilna nekatera tveganja, s katerimi se srečujejo podjetja ne glede na panogo (npr. tveganja, povezana z razvojem produktov in produktno odgovornostjo, valutna tveganja zaradi prodaje na tujih trgih itd.), in druga tveganja, specifična za določene panoge (npr. tveganja, povezana z zaščito pravic intelektualne lastnine).

Učinkovito obvladovanje tveganj predstavlja pomemben dejavnik stabilnosti in varnosti poslovanja. Kot pravijo Martin (2006, str. 27) ter Korošec in Horvat (2005, str. 223-226) morajo podjetja zato razviti dober sistem obvladovanja tveganj, ki lahko zagotovi pravočasno prepoznavanje in ocenjevanje tveganj ter sprejemanje pravilnih odločitev za njihovo učinkovito obvladovanje in doseganje ciljev. Tako kot se razlikujejo tveganja, ki so relevantna za vsako posamezno podjetje, se med seboj razlikujejo tudi mehanizmi obvladovanja tveganj, ki jih podjetja uporabijo. Obstajajo sicer splošni zakonodajni okviri, vendar je potrebno mehanizme prilagoditi dejavnosti, velikosti in organizaciji vsakega podjetja (Romih, 2005, str. 123).

Ne le, da morajo podjetja za doseganje ciljev razviti učinkovit proces obvladovanja tveganj, mednarodni in nacionalni standardi ter predpisi jih silijo v to, da o tveganjih čedalje več poročajo tudi v svojih letnih poročilih.

Skladno z večjimi zahtevami po razkritjih v letnih poročilih se je nasploh povečalo število raziskav, povezanih s to tematiko. Aljifri (2008), Broberg, Tagesson in Collin (2010) ter Deumes (2008) so tako analizirali poročanje o obvladovanju tveganj v različnih podjetjih znotraj ene države, pri čemer so lahko precejšen del razlik v razkritjih pojasnili z značilnostmi posamezne panoge. V nasprotju z večino dosedanjih del, ki so analizirala podjetja iz različnih panog, se bom v magistrskem delu osredotočila izključno na eno panogo, zato bom razloge za razlike v razkritjih tveganj iskala v drugih dejavnikih. S pregledom tveganj in razkritij v farmacevtski industriji se prav tako ukvarja študija KPMG

(2012), ki pa pozornost namenja predvsem številu razkritih tveganj in primerjavi razkritij s predhodnim obdobjem (katera tveganja se pojavljajo na novo in število katerih tveganj se je najbolj povečalo). V svoji nalogi bom skušala preseči omejitev teh raziskav tako, da bom poleg količine razkritij analizirala tudi njihovo kakovost. Zanimalo me bo, ali izbrana farmacevtska podjetja v letnih poročilih le navedejo relevantna tveganja ali jih tudi ocenijo po pomembnosti in verjetnosti nastanka dogodka in opišejo načine njihovega obvladovanja.

Namen magistrskega dela je analizirati poročanje o obvladovanju tveganj v letnih poročilih farmacevtskih družb. Prikazati želim dejavnike, ki vplivajo na razlike v vsebini in količini razkritij med posameznimi podjetji. **Cilj** magistrskega dela je ugotoviti, kakšna je praksa farmacevtskih družb glede poročanja o obvladovanju tveganj, in predlagati izboljšave za podjetja pri pripravi razkritij tveganj v letnih poročilih. Ključna **raziskovalna vprašanja** magistrskega dela so torej naslednja: (1) koliko tveganj družbe razkrivajo, o katerih tveganjih najpogosteje poročajo in kako podrobno je predstavljeno obvladovanje tveganj v posameznih letnih poročilih; (2) kateri so dejavniki, ki vplivajo na razlike v vsebini in količini razkritij, ter (3) na kakšen način bi podjetja lahko izboljšala poročanje o obvladovanju tveganj.

Magistrsko delo je sestavljeno iz štirih sklopov. V prvem poglavju bom opredelila koncept tveganja in predstavila posamezna tveganja, ki jih uvrščam med poslovna tveganja, tveganja delovanja ali finančna tveganja. V drugem poglavju bom najprej opredelila namen in cilje obvladovanja tveganj v podjetju. V nadaljevanju bom opisala proces obvladovanja tveganj v podjetju, ki ga delim na pet faz: opredelitev tveganj, prepoznavanje tveganj, ocenjevanje izpostavljenosti podjetja posameznemu tveganju, izbira mehanizmov za obvladovanje tveganj ter vrednotenje in končna kontrola obvladovanja tveganj. V tretjem poglavju sledi pregled poročanja o obvladovanju tveganj v desetih farmacevtskih družbah. V zadnjem poglavju bom analizirala razkritja tveganj v letnih poročilih obravnavanih družb, dejavnike, ki vplivajo na razlike v vsebini in količini razkritij med posameznimi podjetji, ter podala predloge za izboljšave za podjetja pri pripravi razkritij tveganj v letnih poročilih.

V magistrskem delu je uporabljena empirična **metoda** (analiza sekundarnih podatkov). Osredotočila se bom na poročanje podjetij o obvladovanju tveganj v letnih poročilih. V analizo bom vključila deset farmacevtskih družb, zato da bom lahko dovolj podrobno preučila poročanje vsake posamezne družbe o obvladovanju tveganj, hkrati pa predpostavljam, da bo to zadosten vzorec za analizo dejavnikov, ki vplivajo na razlike v razkritjih tveganj. V analizo bom namenoma vključila družbe, ki poročajo v skladu z različnimi računovodskimi standardi ter ki so usmerjene bodisi v proizvodnjo originalnih bodisi generičnih zdravil, z namenom analize vpliva obeh dejavnikov na morebitne razlike v poročanju. Prav tako bom izbrala nekaj družb iz različnih držav, kjer so v veljavi isti standardi, z namenom ugotovitve morebitnih razlik, vezanih na nacionalno zakonodajo in

regulativo. Poleg tujih farmacevtskih družb bom v analizo vključila tudi slovensko farmacevtsko skupino Krka in pa tako Lek kot tudi Novartis z namenom primerjave Lekovega letnega poročila in Novartisovega konsolidiranega poročila.

1 TVEGANJA

1.1 Opredelitev koncepta tveganja

Globalizacija, liberalizacija gospodarskih tokov in druge ekonomske kot tudi politične spremembe v svetu povečujejo nepredvidljivost poslovnega okolja in posledično tveganost delovanja podjetij (Pustatičnik, 2007, str. 48). Zaradi outsourcinga in mednarodne trgovine je poslovanje podjetij čedalje bolj prepleteno, kar pomeni, da postajajo le-ta bolj občutljiva na dogodke na oddaljenih trgih in bolj podvržena mednarodni konkurenci (Slywotzky, 2004, str. 11). Da bi ostala konkurenčna, so se podjetja v sodobnem času prisiljena usmerjati v nove dejavnosti, razvijati nove proizvode in storitve ter se odločati za združitve in prevzeme. Rezultati produktnih in tehnoloških inovacij ter organizacijskih sprememb so pogosto negotovi, kar za podjetja pomeni prevzemanje dodatnih tveganj. Tveganja so prisotna v vseh dejavnostih, so številnejša kot v preteklosti in se jim je nemogoče v celoti izogniti (Tchankova, 2002, str. 290, 293; Vargas-Hernández, 2011, str. 48).

Čeprav je mogoče tveganje opredeliti tudi kot priložnost ali kot porazdelitev negotovih bodočih rezultatov, med poslovodstvom še vedno prevladuje dojemanje tveganja kot nevarnosti oziroma grožnje (Berk, Peterlin, & Ribarič, 2005, str. 27; Jallow, Majeed, Vergidis, & Roy, 2007, str. 168). Tveganje torej lahko opredelimo kot možnost, da bo dejanski dogodek drugačen od načrtovanega, kar ima za posledico finančno izgubo, premoženjsko škodo, izgubo ugleda podjetja ali drugo nezaželeno zmanjšanje gospodarskih koristi podjetja (Chitakornkijsil, 2010, str. 311; Rogachev, 2008, str. 77). Kot pravi Pustatičnik (2007, str. 48), se nastanek izgube ali škode najpogosteje kaže v tem, da so obseg proizvodnje, prodaja, prihodki ali vrednost premoženja manjši od načrtovanih oziroma so stroški in obveznosti večji od načrtovanih.

1.2 Vrste tveganj

V literaturi lahko zasledimo veliko različnih delitev tveganj, v nadaljevanju tveganja delim v tri skupine, in sicer na poslovna tveganja, tveganja delovanja in finančna tveganja. Pri analizi letnih poročil v nadaljevanju ugotavljam, da farmacevtska podjetja tveganja razvrščajo zelo različno oziroma jih sploh ne razvrščajo po skupinah. Sama delitev ni bistvenega pomena, pomembno je, da so v podjetju vsa tveganja pravočasno prepoznana in da so vzpostavljeni ustrezni mehanizmi za njihovo obvladovanje.

1.2.1 Poslovna tveganja

V literaturi ni soglasja glede definicije poslovnega tveganja. Pustatičnik (2007, str. 49) med poslovna tveganja uvršča tveganja, povezana s sposobnostjo doseganja poslovnih prihodkov, obvladovanja stroškov, ohranjanja vrednosti sredstev in obvladovanja poslovnih obveznosti. Doff (2008, str. 320) in Chitakornkijsil (2009, str. 63) poslovno tveganje opredeljujeta kot tveganje izgube zaradi sprememb v konkurenčnem okolju, s čimer mislita na odnose podjetja s kupci, konkurenti in drugimi akterji. Upoštevajoč zgornji definiciji v nadaljevanju med poslovna tveganja uvrščam prodajno, nabavno, produktno, politično, pravno in regulatorno tveganje, tveganje raziskav in razvoja ter tveganje izvajanja investicij.

Prodajno tveganje Cucchiella in Gastaldi (2006, str. 703) definirata kot tveganje, da bo povpraševanje manjše od pričakovanega. Do tega pride zaradi cenovne in funkcionalne nekonkurenčnosti izdelka ali storitve, sprememb v preferencah potrošnikov, pojava nove konkurence oziroma dostopnosti substitutov in tudi zaradi sprememb makroekonomskih pogojev poslovanja (npr. padec kupne moči zaradi recesije) (Ojasalo, 2009, str. 205; Sodhi & Lee, 2007, str. 1430). K temu Slywotzky (2004, str. 16) dodaja še tveganje blagovne znamke, katere ugled se lahko zmanjša postopoma (demografske spremembe, upad zaznane kakovosti izdelka skozi čas) ali nenadoma (npr. kot posledica vpletenosti podjetja v škandal). Poleg tega je prodajno tveganje povezano tudi z naraščanjem pogajalske moči velikih kupcev in s kakovostjo poprodajnih storitev (Pustatičnik, 2007, str. 50).

Nabavno tveganje se nanaša na dobavitelje surovin in materialov. Pri tem gre za tveganje neustrezne kakovosti, tveganje nepričakovanih sprememb v rokih dobave oziroma nepravočasne dobave ali za tveganje nepričakovanih sprememb cen vhodnih surovin in materialov. Posledice povečanja cen vhodnih surovin in materialov vodijo v povečanje poslovnih odhodkov zaradi rasti stroškov surovin in materialov ter v zmanjšanje konkurenčnosti končnih izdelkov. V primeru neizpolnitve rokov dobav ima družba lahko izgubo ali stroške zaradi nezapolnjenih proizvajalnih zmogljivosti ali zaradi nepravočasne izpolnitve zahtev kupcev (Pustatičnik, 2007, str. 55-59; Zsidisin, 2003, str. 221-222)

Produktno tveganje je tveganje neizpolnjevanja kakovostnih, varnostnih in drugih standardov ter tveganje produktne odgovornosti proizvajalca. Produktna odgovornost se nanaša na odgovornost proizvajalca za škodo, ki jo je povzročil določen proizvod. Do tega lahko pride v primeru neprimerno zasnovanega produkta, zaradi napak v proizvodnji, nepravilnega delovanja produktov na trgu, neustreznih označb in varnostnih opozoril (Boehm & Ulmer, 2008, str. 7-15; Ryan, 2003, str. 20-22). V kolikor niso zagotovljena pravočasna interna testiranja kakovosti, obstaja tveganje kasnejših odpoklicev izdelkov (Sodhi & Lee, 2007, str. 1434).

Tveganje raziskav in razvoja zajema tveganje naložb v razvoj novih izdelkov in storitev ter tveganje uvajanja novih postopkov in tehnologij. Produktna inovacija se nanaša na nov ali spremenjen izdelek, procesna inovacija pa na nov način izdelovanja izdelka (Vargas-Hernández, 2011, str. 46). Oboje predstavlja tveganje za podjetje, in sicer so rezultati vlaganja v raziskave in razvoj negotovi, prav tako obstaja tveganje, da nov izdelek ne bo privabil želenih kupcev ali da bodo inovacijo hitro posnemali konkurenti in podjetje zato ne bo doseglo želenega tržnega deleža in dobička (Ojasalo, 2009, str. 205; Slywotzky, 2004, str. 15).

Tveganje izvajanja investicij obsega tveganje, da bodo realizirani denarni tokovi nižji od prvotno načrtovanih, tveganje, da bo pri novih naložbah prišlo do morebitnih tožb konkurenčnih podjetij pri vstopu na nove trge, tveganje, da bo projekt preobsežen ali preveč kompleksen glede na zmogljivosti podjetja, tveganje neprimerno zastavljenega časovnega plana, nezadostnih finančnih virov, nepoznavanja tehnologije in procesov, neprimerne organizacijske strukture itd. (Berk et al., 2005, str. 142, 145, 158; Cucchiella & Gastaldi, 2006, str. 706).

Politično tveganje izhaja bodisi iz politične nestabilnosti bodisi iz politične negotovosti. Politična nestabilnost je povezana s tveganjem zaradi večjih sprememb političnega režima, kar ima lahko za posledico vojne, politično nasilje, revolucije, družbene nemire itd. Politična negotovost je povezana s spremembami v zakonodaji in spremembami vladnih politik (Ekpenyong & Umoren, 2010, str. 27). Negotovosti glede vladnih politik se med drugim nanašajo na fiskalne in monetarne reforme, nadzor cen, trgovinske omejitve, nacionalizacijo, vladno regulacijo in ovire za repatriacijo dobička (Ojasalo, 2009, str. 205). Zakonodajne spremembe lahko vplivajo na področje gospodarske, davčne in delovnopravne ureditve, na področje varstva okolja in na odnos do intelektualne lastnine (Berk et al., 2005, str. 126).

Pravno tveganje Peterlin (2005, str. 21) definira kot možnost izgube zaradi (ob)tožb, da je podjetje ravnalo v nasprotju z zakoni in drugimi pravnimi normami. Tožbe se nanašajo na domnevne kršitve patentnega varstva, pravic intelektualne lastnine, dejanja zaposlenih ali kršitve zakonodaje. Sprožijo jih lahko kupci, dobavitelji, zaposleni, konkurenti in drugi. Pred tveganjem odškodninskih tožb se podjetje ne more popolnoma zavarovati tudi zaradi nenehnih sprememb v zakonodaji in regulativi (Berk et al., 2005, str. 126-127; Cucchiella & Gastaldi, 2006, str. 704).

V vsaki regulirani dejavnosti oziroma panogi se podjetja srečujejo tudi z **regulatornim tveganjem**, ki ga Cooper (2006, str. 80) opredeljuje kot tveganje materialne izgube, škodovanja ugledu ali obveznosti, ki nastanejo zaradi neupoštevanja skladnosti z regulatornimi zahtevami.

1.2.2 Tveganja delovanja

Tveganje delovanja je v literaturi najpogosteje definirano kot tveganje neposredne ali posredne izgube zaradi neustreznih ali neuspešnih notranjih postopkov, nepravilnega ravnanja ljudi, nepravilnega delovanja sistemov ali zunanjih dogodkov (Berk et al., 2005, str. 165; Chitakornkijsil, 2009, str. 62; Jallow et al., 2007, str. 169). Peterlin (2005, str. 21) izpostavlja nevarnost težav zaradi neurejenega nadzora, neustreznega kadra ali sistemov ter napak vodstva. Kot tveganja delovanja tako v nadaljevanju predstavljam tveganje zaposlenih, tveganje delovanja informacijskega sistema, tveganje poslovnih procesov, tveganje nezakonitih dejanj, tveganje odvisnosti od zunanjih izvajalcev, premoženjsko in okoljsko tveganje.

Tveganje zaposlenih Berk et al. (2005, str. 183) definirajo kot tveganje izgub, povzročenih s strani zaposlenih, ter tveganja izgub, ki kako drugače vključujejo zaposlene. Napake zaposlenih so lahko nenamerne – v tem primeru gre na primer za napake pri vodenju dokumentacije ali vnosu podatkov v informacijski sistem družbe, kar povzroči motnje v poslovnem procesu. Po drugi strani pa so zlorabe namerne napake zaposlenih. Izvajanje poslovnih procesov je lahko moteno tudi zaradi nerazpoložljivosti zaposlenih zaradi večje odsotnosti z dela ali odhodov kadrov, zaradi pomanjkanja zaposlenih ali njihove nezadostne usposobljenosti ter zaradi neustrezne strukture kadrov (Chitakornkijsil, 2009, str. 62-64).

Tveganje delovanja informacijskega sistema oziroma informacijske tehnologije je povezano s strojno ali programsko opremo, informacijsko varnostjo in vdori v sisteme. Kot pravijo Berk et al. (2005, str. 189), lahko tveganja izhajajo iz zunanjih ali notranjih sistemskih motenj. Do prekinitev poslovnega procesa lahko pride zaradi izpada sistemov zunaj družbe (npr. nedelovanje plačilnih sistemov in povezav) ali zaradi nedelovanja sistemov družbe. Pri slednjih lahko pride do nedelovanja ali neustreznega vzdrževanja strojne ali programske opreme in zastarelosti sistemov. Pri čedalje večji uporabi informacijske tehnologije se povečuje tveganje vdorov v sisteme in računalniških virusov. S tem je povezano tudi tveganje varnosti podatkov, ki se nanaša na izgube zaradi kraje podatkov in informacij. V zvezi s podatki lahko tudi pride do nepravilnega, nepopolnega ali nepravočasnega zbiranja in obdelave podatkov. Tveganje je tudi v delovanju uporabnikov informacijskega sistema, na primer tveganje nepooblaščenega dostopa ali napake uporabnikov, ki imajo za posledico nenamerno razkritje informacij (Chatzoglou & Diamantidis, 2009, str. 120-121; Olson & Wu, 2011, str. 26; Sodhi & Lee, 2007, str. 1437).

Tveganje poslovnih procesov je tveganje neuspešne ali neučinkovite izvedbe poslovnega procesa. Neuspešni procesi so tisti, ki ne dosežejo ciljev, neučinkoviti pa tisti, ki cilje dosežejo, vendar ob prekomerni porabi stroškov (Chitakornkijsil, 2009, str. 64). Med tveganja poslovnih procesov uvrščamo tveganje izgub zaradi prekinitve poslovnega procesa, tveganje delovanja ključne opreme (orodij, strojev) in infrastrukture (izpad

energentov, ravnanje z nevarnimi snovmi) (Ojasalo, 2009, str. 205; Pustatičnik, 2007, str. 50).

Tveganje zlorab je tveganje nezakonite prisvojitve sredstev in drugih načrtnih prevar. Med tveganja zlorab uvrščamo na primer rop, kraje, ponarejanje, napad na računalniški sistem družbe, terorizem in pranje denarja (Berk et al., 2005, str. 193).

Premoženjsko tveganje Chitakornkijsil (2010, str. 310) ter Berk et al. (2005, str. 193-194) opredelijo kot tveganje izgube zaradi poškodbe ali izgube premoženja podjetja. Med dejavnike premoženjskega tveganja lahko uvrstimo zločine, katastrofe in poškodbe premoženja. Zločini so dejanja, katerih posledica je odtujitev premoženja ali zmanjšanje njegove vrednosti. Katastrofe so potresi, poplave, požigi, zastrupitve in eksplozije. Poškodbe premoženja se nanašajo na poškodbe nepremičnin, opreme in izdelkov.

Tveganje outsourcinga oziroma tveganje odvisnosti od zunanjih izvajalcev se pojavlja zaradi možnosti, da podjetje izgubi ključne zmožnosti, znanja, veščine in nadzor nad ključnimi funkcijami, ali zaradi neustrezne izbire zunanjega izvajalca, ki bodisi nima zadostnega strokovnega znanja, izkušenj oziroma iz katerega drugega razloga ni sposoben pravočasno in ustrezno zagotoviti dogovorjenega posla. S tem, ko se zunanjim izvajalcem prepušča čedalje več funkcij informacijske tehnologije, se povečuje tveganje izgube občutljivih oziroma pomembnih podatkov (Ngwenyama & Sullivan, 2007, str. 630; Olson & Wu, 2011, str. 268; Quelin & Duhamel, 2003, str. 656-657).

Okoljsko tveganje je tveganje kršitev predpisov s področja varovanja okolja. Tveganja lahko izvirajo iz vplivov dejavnosti podjetja na okolje (npr. v proizvodnem procesu lahko prihaja do škodljivih emisij snovi v okolje) (Berk et al., 2005, str. 188) ali iz sprememb okoljske zakonodaje (Pustatičnik, 2007, str. 50).

1.2.3 Finančna tveganja

Finančno tveganje lahko opredelimo kot tveganje neugodnega gibanja različnih ekonomskih spremenljivk, kot so devizni tečaji, obrestne mere, cene surovin in cene delnic (Al Janabi, 2009, str. 18; Da Silva Jorge & Gomes Augusto, 2011, str. 72). Posledica neugodnih gibanj so spremembe v prihodnjem denarnem toku podjetja in izguba vrednosti za delničarje. Velikost izgube je odvisna od oblike in velikosti izpostavljenosti podjetja vsakemu posameznemu tveganju (Fatemi & Luft, 2002, str. 31).

Valutno tveganje je tveganje, ki izhaja iz sprememb deviznega tečaja med dvema valutama. Podjetje je izpostavljeno valutnemu tveganju, v kolikor je njegovo poslovanje neposredno ali posredno povezano s tujimi plačilnimi sredstvi (Peterlin, 2005, str. 29). Valutno tveganje je prisotno tudi pri financiranju poslovanja. V primeru zadolžitve v tuji

valuti tvegamo rast njene vrednosti, v primeru naložbe denarja v tujo valuto pa tvegamo padec njene vrednosti v primerjavi z našo valuto (Berk et al., 2005, str. 201).

Poznamo tri oblike izpostavljenosti valutnemu tveganju: transakcijsko, translacijsko in ekonomsko. **Transakcijska izpostavljenost** se nanaša na nevarnost nastanka tečajnih razlik pri tekočih poslih, izraženih v tujih valutah, če se od dneva sklenitve posla do dneva plačila vrednost deviznega tečaja spremeni. Pri transakcijski izpostavljenosti prihaja do sprememb v denarnih tokovih, ki nastanejo iz obstoječih pogodbenih obveznosti (Peterlin, 2005, str. 44). Pri **translacijski izpostavljenosti** gre za izpostavljenost konsolidiranih računovodskih izkazov spremembam deviznega tečaja, saj morajo biti računovodski izkazi vseh podružnic prevedeni v valuto matične družbe. **Ekonomska izpostavljenost** je povezana z učinkom sprememb deviznih tečajev na pričakovano neto sedanjo vrednost bodočih denarnih tokov podjetja in posledično na njegovo tržno vrednost (Dhanani, 2004, str. 319-320).

Obrestno tveganje je nevarnost, da bo prišlo do spremembe obrestne mere, ki bo za podjetje neugodna. Če se podjetje zadolžuje po fiksni obrestni meri, tvega, da se bo tržna obrestna mera znižala v času trajanja posojila. Konkurenčna podjetja lahko uporabijo cenejše vire financiranja, kar vpliva na konkurenčni položaj podjetja in s tem tudi na pričakovane denarne tokove. Če se podjetje zadolži po spremenljivi obrestni meri, tvega zvišanje obrestnih mer, kar bi ogrozilo donosnost naložbe, ki se je financirala z najetim posojilom. Tveganje obrestne mere lahko vpliva tudi na vrednost podjetja zaradi sprememb v vrednosti sredstev in dolgov podjetja (Berk et al., 2005, str. 204-206; Da Silva Jorge & Gomes Augusto, 2011, str. 74; Peterlin, 2005, str. 30).

Tveganje neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke Al Janabi (2008, str. 125) opredeli kot tveganje izgube, ker nasprotna stran v poslu ne bo izpolnila svojih obveznosti pod pogoji, ki so bili dogovorjeni. Nasprotne stranke so kupci, država, finančne ustanove, dobavitelji ali zaposleni. Posledica neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke je oslabitev sredstev oziroma povečanje dolgov podjetja, kar posredno oslabi njegovo finančno moč in zmanjša premoženje lastnikov (Berk et al., 2005, str. 208-210). Nekateri avtorji izpostavljajo le **kreditno tveganje**, tj. nevarnost, da nekateri kupci ne bodo poravnali svojih obveznosti ali jih bodo poravnali z zamudo. Poznamo pa tudi tveganje neizpolnitve nedenarnih obveznosti, na primer če nasprotna stranka ne dobavi blaga, ne opravi storitev ali ne izpolni drugih dogovorjenih obveznosti (Berk et al., 2005, str. 119; Chitakornkijsil, 2009, str. 61).

Posebno obliko kreditnega tveganja predstavlja **deželno tveganje**, ki ga Al Janabi (2008, str. 125) opredeli kot tveganje nekonvertibilnosti valute zaradi vladnih predpisov ali ukrepov (npr. monetarnih kontrol), zaradi česar nasprotna stranka ne more izpolniti svojih obveznosti.

Likvidnostno tveganje je nevarnost neusklajene likvidnosti oziroma zapadlosti sredstev in dolgov v podjetju, kar lahko privede do plačilne nesposobnosti. Plačilna nesposobnost je pomanjkanje denarnih sredstev za poravnavanje finančnih dolgov ob zapadlosti. Likvidnostno tveganje lahko nastane tudi kot posledica nepričakovane neizpolnitve obveznosti ali zamud dolžnikov ali zaradi nelikvidnosti trga (ko npr. podjetje zaradi kreditnega krča ne more razpolagati s sredstvi ali pridobivati novih virov financiranja) (Al Janabi, 2008, str. 125; Chitakornkijsil, 2009, str. 61; Peterlin, 2005, str. 35).

Tveganje spremembe cen surovin se nanaša na surovine, ki jih podjetje potrebuje za svojo poslovno dejavnost ali jih prodaja kot rezultat poslovnega procesa (Berk et al., 2005, str. 206). Nestabilnost cen na trgih surovin najpogosteje izvira iz neskladja med ponudbo in povpraševanjem, ki je posledica poslovnega cikla (npr. kovine), nepredvidljivih vremenskih razmer (npr. kmetijske surovine) ali političnih preobratov (npr. energenti). Cenovno tveganje pri surovinah je pogosto bolj volatilno kot tisto, ki je povezano z obrestnimi merami in valutami. Poleg tega je lahko trg surovin manj likviden kot drugi finančni trgi, posledično imajo lahko spremembe v ponudbi in povpraševanju večji učinek na nihanja cen (Al Janabi, 2009, str. 16).

2 OBVLADOVANJE TVEGANJ V PODJETJU

2.1 Namen obvladovanja tveganj

V podjetju je sistem obvladovanja tveganj vzpostavljen predvsem iz dveh razlogov. **Prvi razlog** je ta, da obvladovanje tveganj prinaša določene prednosti za podjetje. Učinkovito obvladovanje tveganj lahko izboljša kakovost načrtovanja bodočega poslovanja, zmanjša verjetnost poslovnih ali finančnih težav, zaradi bolj zanesljivega poslovanja izboljša odnose podjetja z interesnimi skupinami (kupci, dobavitelji, bankami, lastniki, zaposlenimi), podjetje lahko pridobi bolj kakovostne informacije za sprejemanje poslovnih odločitev in postane bolj odzivno na spremembe v okolju (Martin, 2006, str. 26; Pustatičnik, 2007, str. 63).

Zaradi zaščite pred tveganji se zmanjša variabilnost vrednosti podjetja, kar zmanjša verjetnost, da v podjetju nastopi finančna stiska. Če podjetje zmanjša volatilnost dobičkov iz poslovanja oziroma denarnega toka iz poslovanja, se zmanjšajo stroški zadolževanja, ker se zmanjšajo zahtevane donosnosti upnikov. Obvladovanje tveganje je smiselno, ker si lahko podjetje zaradi pridobljenega ugleda pri prihodnjem zadolževanju zagotovi ugodnejše finančne pogoje (Berk et al., 2005, str. 31; Dhanani, 2004, str. 318).

Na stabilnost neto denarnega toka iz poslovanja lahko negativno vplivajo spremembe v obrestnih merah, cenah surovin in tujih valut. Če podjetje zasleduje politiko obvladovanja tveganj, to pripomore k večji stabilnosti denarnih tokov iz poslovanja in s tem k večji stabilnosti zadržanih dobičkov. »Večja stabilnost zadržanih dobičkov podjetju omogoča,

da bo z večjo gotovostjo usklajevalo načrtovane naložbe in potrebne notranje vire financiranja.« Tako podjetje ne bo prisiljeno opuščati donosnih projektov, kar bo povzročilo povečanje vrednosti podjetja in vrednosti za lastnike (Berk et al., 2005, str. 54; Fatemi & Luft, 2002, str. 32-33).

Drugi razlog, zakaj podjetje obvladuje tveganja, je v zakonskih predpisih s področja upravljanja družb (Berk et al., 2005, str. 167; Rogachev, 2008, str. 82). Različne države imajo različne pravne podlage, ki določajo obvladovanje tveganj kot dolžnost najvišjega poslovodstva podjetja (Peterlin, 2005, str. 18). V Sloveniji tako na primer Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju (Ur.l. RS št. 126/2007, št. 40/2009, 59/2009, 52/2010, 106/2010-ORZFPPIPP21, 26/2011, 47/2011, 87/2011 ZPUOOD, 23/2012, 48/2012 Odl.US: U-I-285/10-13, 47/2013, v nadaljevanju ZFPPIPP) določa, da mora poslovodstvo zagotoviti redno izvajanje ukrepov upravljanja tveganj, ki jim je oziroma bi jim lahko bila družba izpostavljena pri svojem poslovanju. Tudi Kodeks upravljanja javnih delniških družb (Ljubljanska borza, Združenje nadzornikov Slovenije, & Združenje Manager, 2009, str. 17) določa, da mora uprava zagotoviti »primerno organizacijo in usposobljene kadre za pravočasno odkrivanje in ocenjevanje tveganj ter ustrezno upravljanje s tveganji, katerim je družba izpostavljena pri svojem poslovanju«. Prav tako Kodeks poslovnofinančnih načel (Slovenski inštitut za revizijo, 1997, str. 7) med neposredne cilje finančne politike uvršča prispevanje k zmanjševanju tveganja v poslovanju.

2.2 Cilji obvladovanja tveganj

Cilj obvladovanja tveganj je zmanjševati izpostavljenost podjetja različnim zunanjim dejavnikom, ki bi lahko negativno vplivali na poslovanje, na uresničevanje zastavljenih ciljev ter podjetju povzročili dodatne stroške (Romih, 2005, str. 123). Chitakornkijsil (2010, str. 312) ter Berk et al. (2005, str. 27) menijo, da je cilj zmanjšati verjetnost pojava neželenega dogodka oziroma potencialne izgube, ne da bi s tem povzročili previsoke stroške. Berk et al. (2005, str. 53) cilj obvladovanja tveganj vidijo v sposobnosti objektivnega presojanja tveganja oziroma ustreznega ocenjevanja nevarnosti in premišljenega izkoriščanja priložnosti.

2.3 Proces obvladovanja tveganj v podjetju

Zaradi globalizacije, razvoja informacijske tehnologije, povečevanja pomena ustvarjanja vrednosti za delničarje in drugih dejavnikov v stalno spreminjajočem se poslovnem okolju v podjetjih narašča pomen obvladovanja tveganj (Berk et al., 2005, str. 49; Rogachev, 2008, str. 78). Korošec in Horvat (2005, str. 222) obvladovanje tveganj opredelita kot dejavnosti, usmerjene k izogibanju, zmanjšanju in nadzoru groženj ter izkoriščanju priložnosti z namenom, da podjetje lahko doseže svoje poslovne cilje. Obvladovanje tveganj tako postaja sestavni del poslovnega odločanja, saj je vključeno v strategijo in cilje

podjetja, v finančno upravljanje, odnose z interesnimi skupinami ter vpliva na organizacijsko strukturo podjetja (Berk et al., 2005, str. 49). Vodstvo podjetja mora izbrati strategijo obvladovanja tveganj, ki bo skladna s poslovnimi cilji in odnosom podjetja do tveganja. Pri tem ne more v celoti prevzeti strategije drugih podjetij, temveč je potrebno mehanizme obvladovanja tveganj prilagoditi dejavnosti, velikosti, podjetniški kulturi in organizaciji vsakega podjetja (Burnaby & Hass, 2009, str. 539; Martin, 2006, str. 23; Romih, 2005, str. 123).

Upravni odbor (oziroma v dvotirnem sistemu nadzorni svet) je pristojen za nadzor celotnega sistema obvladovanja tveganj v podjetju. Upravni odbor pregleduje ustreznost sistemov notranjih kontrol in obvladovanja tveganj, nadzira, ali je poslovanje podjetja skladno s sprejetim odnosom do tveganja ter ali so ukrepi vodstva ustrezni za obvladovanje posameznih vrst tveganj (Berk et al., 2005, str. 71; Subramaniam, McManus, & Zhang, 2009, str. 317).

Znotraj upravnega odbora oziroma nadzornega sveta se lahko vzpostavijo različni odbori, med drugim revizijska komisija (angl. *audit committee*) in/ali odbor za tveganja (angl. *risk committee*) (Subramaniam et al., 2009, str. 317). Naloga revizijske komisije je spremljava učinkovitosti notranjih kontrol in sistema obvladovanja tveganj v podjetju. Revizijska komisija pregleduje večje izpostavljenosti finančnim tveganjem in ukrepe vodstva za spremljanje in nadzor teh izpostavljenosti (Demidenko & McNutt, 2010, str. 809). Odbor za tveganja skrbi za stalno komunikacijo o relevantnih tveganjih na različnih organizacijskih ravneh, za oblikovanje enotnih stališč glede tveganja, za pregledovanje načel, politik in postopkov za obvladovanje tveganj ter za poročanje ugotovitev upravnemu odboru (Berk et al., 2005, str. 61; Subramaniam et al., 2009, str. 329). Odgovornosti vodje obvladovanja tveganj lahko prevzame glavni finančni direktor (angl. *chief financial officer*) ali glavni direktor za področje tveganj (angl. *chief risk officer*), ki skrbi za izvajanje sistema obvladovanja tveganja. Njegove naloge so med drugim vezane na »opredelitev politike obvladovanja tveganja, naloge in odgovornosti zaposlenih za obvladovanje tveganja in postavitev ciljev za uvedbo sistema obvladovanja tveganja, razmejitev pooblastil in odgovornosti za obvladovanje tveganja po organizacijskih enotah«, metodologijo obvladovanja tveganj, svetovanje poslovnim enotam o tehnikah obvladovanja tveganj itd. (Berk et al., 2005, str. 61, 75; Demidenko & McNutt, 2010, str. 809; Hung, 2012, str. 73).

Nadzora nad nekaterimi tveganji ni mogoče učinkovito izvajati na najvišji ravni, zato vrhnje vodstvo odgovornosti prenese na linijske vodje (Fraser & Henry, 2007, str. 394). Ti so znotraj svojega področja pristojni za prepoznavanje in ocenjevanje tveganj ter sprejemanje ukrepov za njihovo obvladovanje. Svojim nadrejenim poročajo o izpostavljenosti tveganju in ukrepih za obvladovanje tveganja v njihovi enoti (Berk et al., 2005, str. 74).

Notranja revizija presoja ustreznost procesa obvladovanja tveganja v podjetju. Poslovodstvu poroča o izpostavljenosti tveganju in učinkovitosti postopkov, ki so vzpostavljeni za obvladovanje tveganj (Berk et al., 2005, str. 77; Fraser & Henry, 2007, str. 396).

Kot pravita Korošec in Horvat (2005, str. 223), morajo pristojni organi tveganja najprej prepoznati, oceniti posledice njihovega obstoja in verjetnost njihovega pojava. Sledi odločitev o ustreznem načinu obvladovanja tveganj. Po implementaciji načrtovanih ukrepov je potrebno nadzirati učinkovitost in uspešnost le-teh. Skladno z zgornjo opredelitvijo bom proces obvladovanja tveganj v nadaljevanju razdelila na naslednje faze: opredelitev tveganj, prepoznavanje tveganj, ocenjevanje izpostavljenosti podjetja posameznemu tveganju, izbira mehanizmov za obvladovanje tveganj ter vrednotenje in končna kontrola obvladovanja tveganj.

2.3.1 Opredelitev tveganj

Štiri sestavine, ki so najpomembnejše pri opredelitvi tveganj, so dejavniki tveganja, verjetnost nastanka dogodka, predmeti, izpostavljeni tveganju, ter potencialna škoda tveganega dogodka.

Dejavniki tveganja so nevarnosti, ki lahko povzročijo nastanek tveganega dogodka (Tchankova, 2002, str. 292).

Z **verjetnostjo** razumemo relativno možnost, da nastane dogodek, pri katerem lahko pride do tveganja (Jallow et al., 2007, str. 169).

Predmeti, izpostavljeni tveganju, so predmeti, ki jih lahko prizadene pojav tveganega dogodka. Tchankova (2002, str. 296) ločuje izpostavljenost fizičnih virov (stroji, zgradbe, oprema itd.), pri katerih lahko škoda ali okvara povzroči izgubo, izpostavljenost človeških virov (poškodbe, negotovost pri zaposlitvah novih oseb) ter izpostavljenost finančnih virov oziroma finančnih sredstev.

Vpliv tveganja je potencialna škoda ali izguba, ki jo tvegani dogodek povzroči na predmetih (Pfleeger, 2000, str. 266).

2.3.2 Prepoznavanje tveganj

Podjetje mora v okviru analize posameznih vrst tveganj najprej izvesti njihovo prepoznavanje. Skrbno je potrebno preučiti zunanje in notranje okolje podjetja in prepoznati dejavnike, ki bi lahko vplivali na doseganje ciljev podjetja (Ojasalo, 2009, str. 201; Rogachev, 2008, str. 78; Romih, 2005, str. 123). Obstajajo različne tehnike in orodja

za prepoznavanje dejavnikov tveganja, izbira je odvisna od kompleksnosti situacije. Berk et al. (2005, str. 92), Hung (2012, str. 77) in Main (2004, str. 39) navajajo naslednje:

- tehnike viharjenja možganov (angl. *brainstorming*),
- uporaba kontrolnega seznama,
- primerjalna analiza,
- pregled preteklih dogodkov (npr. izkušnje iz panoge, poročila o preiskavah nezgod itd.),
- pregled že izdelanih študij,
- notranja analiza,
- presojanje opozorilnih signalov,
- pogovor z obstoječimi ali potencialnimi uporabniki, delavci itd.,
- tehnika, ki temelji na realizaciji dejanskih izgub v preteklosti ali bolj ali manj verjetnih namišljenih prihodnjih situacij,
- presojanje mejnih vrednosti posameznih spremenljivk.

Dejavnike tveganja delimo na zunanje in notranje. Kot pravi Chitakornkijsil (2009, str. 60), so zunanji dejavniki običajno izven nadzora podjetja, mednje pa Berk et al. (2005, str. 91) ter Burnaby in Hass (2009, str. 544) uvrščajo:

- ekonomske in poslovne dejavnike: konkurenca na trgu, razpoložljivost kapitala, sprememba makroekonomskih in drugih tržnih razmer,
- dejavnike, povezane z naravnimi viri in naravnim okoljem: razpoložljivost virov energije, naravne katastrofe,
- politične dejavnike: vpliv politike na gospodarstvo (zmanjševanje pomoči določenim panogam ali ščitenje določenih panog ali regij, uveljavljanje strožjih pravil glede varstva okolja itd.),
- družbene dejavnike: spremembe v vrednotah ljudi, družbeni nemiri, odnos do dela, stavke,
- tehnološke spremembe.

Notranji dejavniki izhajajo iz načina sprejemanja odločitev in vodenja organizacije. So posledica aktivnosti podjetja in mednje Berk et al. (2005, str. 91) uvrščajo:

- infrastrukturo: nepričakovani stroški popravil in reklamacij,
- zaposlene: število nesreč pri delu, človeške napake, nezadostna prilagodljivost, motiviranost,
- procese: razlike v kakovosti posameznih pošiljk,
- tehnologijo: omejitve povečevanja obsega proizvodnje, obdelave povečane količine podatkov, uvajanja novih prilagoditev.

2.3.3 Ocenjevanje izpostavljenosti družbe tveganjem

Po tem, ko smo prepoznali dejavnike tveganja, se osredotočimo na njihovo ovrednotenje. Izpostavljenost tveganju ocenimo kot kombinacijo verjetnosti nastanka nekega dogodka in morebitne škode v primeru, da se ta dogodek resnično zgodi (Berk et al., 2005, str. 96; Jallow et al., 2007, str. 171). Podjetje izbere enega ali več kriterijev (npr. stroški in obseg aktivnosti obvladovanja tveganja) in skladno z izbranim kriterijem tveganja razvrsti v skupine kritičnih, pomembnih in nepomembnih tveganj (Romih, 2005, str. 124).

Pustatičnik (2007, str. 51) navaja tri načine ocenjevanja izpostavljenosti tveganjem: kvalitativno, semikvalitativno in kvantitativno ocenjevanje izpostavljenosti. Pri kvalitativnem ocenjevanju izpostavljenosti gre za opisno oceno ravni izpostavljenosti posameznih tveganjem. Kot je razvidno iz spodnje tabele, lahko verjetnost izrazimo kot visoko, srednjo, nizko ali zelo nizko, škodo pa kot majhno, zmerno, veliko ali zelo veliko (Main, 2004, str. 41-42).

Tabela 1: Sistem ocenjevanja izpostavljenosti tveganjem

VERJETNOST NASTANKA ŠKODE	**ŠKODA**			
	Zelo velika	**Velika**	**Zmerna**	**Majhna**
Visoka	visoka	visoka	visoka	srednja
Srednja	visoka	srednja	srednja	nizka
Nizka	srednja	srednja	nizka	zanemarljiva
Zelo nizka	nizka	nizka	zanemarljiva	zanemarljiva

Vir: B. W. Main, Risk Assessment, 2004, str. 41.

Pri semikvalitativnem ocenjevanju izpostavljenosti se to dopolni s številskimi količniki, s katerimi prikažemo razliko med posameznimi ravnmi (Pustatičnik, 2007, str. 51). Če podjetje razpolaga z zadovoljivimi podatki oziroma časovnimi serijami, je možno kvantitativno ocenjevanje izpostavljenosti. V tem primeru verjetnost izrazimo številčno, npr. od 0 do 100 %, škodo pa v denarnih zneskih (Ojasalo, 2009, str. 206). Med kvantitativne metode uvrščamo primerjalno analizo (angl. *benchmarking*), verjetnostne modele (tvegana vrednost, tvegani denarni tok, tvegani prihodki, ocene verjetnosti nastopa nezmožnosti izpolnjevanja obveznosti poslovnih partnerjev) in kvantitativne modele, ki ne temeljijo na verjetnostnih porazdelitvah (analiza občutljivosti, testi ekstremnih okoliščin, analiza scenarijev) (Berk et al., 2005, str. 96-99; Doff, 2008, str. 325-327). Med naštetimi metodami nefinančne družbe pogosto uporabljajo predvsem analizo občutljivosti in metodo tvegane vrednosti. Pri analizi občutljivosti gre za preučevanje različnih scenarijev – izračunavanje potencialnega vpliva sprememb dejavnikov tveganja na določene postavke (npr. poslovni izid, denarni tok) (Korošec & Horvat, 2005, str. 231). Pri metodi tvegane vrednosti gre za ugotavljanje verjetnosti nastanka najbolj negativnih dogodkov. Izračun tvegane vrednosti nam pove pričakovano izgubo, ki jo lahko z določeno verjetnostjo

podjetje utrpi v natančno določenem časovnem obdobju zaradi vpliva sprememb dejavnikov tveganj, ki jim je izpostavljeno. Za nefinančna podjetja je stopnja zaupanja najpogosteje 95 %. »Izračun tvegane vrednosti za posamezno vrsto finančnega tveganja razkriva vpliv posamezne vrste izpostavljenosti na poslovni izid oziroma določi pomembnost posamezne izpostavljenosti« (Berk et al., 2005, str. 223; Rao, 2009, str. 92).

Med najpogostejše težave pri merjenju izpostavljenosti tveganjem Pustatičnik (2007, str. 53) med drugim uvršča pretirano in neutemeljeno zaupanje v zamišljen potek dogodkov v prihodnosti, premajhno usmerjenost v prihodnost pri oceni izpostavljenosti tveganjem, iskanje zakonitosti v sicer naključnih in nepovezanih dogodkih in slabo oceno najslabših in najboljših možnih izidov posameznih dogodkov. Berk et al. (2005, str. 96) vidijo problem v neurejenosti in nezanesljivosti podatkov. Pfleeger (2000, str. 270-271) k temu dodaja prevelik vpliv preteklih dogodkov na zaznavanje tveganja in subjektivnost.

2.3.4 Izbira mehanizmov za obvladovanje tveganj

Fazi prepoznavanja tveganj in ocenjevanja izpostavljenosti družbe posameznim tveganjem sledi odločitev o tem, katera tveganja bo družba obvladovala in s katerimi metodami. Možne strategije obvladovanja tveganj so izogibanje tveganju, zmanjševanje tveganja, prenos tveganja in sprejem tveganja.

Metoda **izogibanja tveganju** je primerna, če so posledice določene vrste tveganja za podjetje popolnoma nesprejemljive in se posledično podjetje takim tveganjem poskuša v celoti izogniti (Berk et al., 2005, str. 177). O izogibanju tveganjem govorimo takrat, ko podjetje sprejme takšno politiko upravljanja le-teh, da se bo že vnaprej izogibalo izpostavljenosti različnim dejavnikom tveganj (Ojasalo, 2009, str. 204; Romih, 2005, str. 124). To pomeni, da določene aktivnosti ne izvaja (npr. umik izdelka iz prodaje, opustitev določenega geografskega segmenta) ali jo zamenja z manj tvegano aktivnostjo (npr. družba nima posojil s spremenljivo obrestno mero) (Chitakornkijsil, 2010, str. 318; Pustatičnik, 2007, str. 53; Rao, 2009, str. 100). Metoda je uporabna, če ni druge možnosti, če gre za tveganja z visoko stopnjo verjetnosti nastanka in z velikimi škodami oziroma če izgub ne moremo zmanjšati ali prenesti (Berk et al., 2005, str. 177).

Med ukrepe **zmanjševanja tveganja** sodijo postopki preprečevanja izgube in postopki nadzorovanja višine izgub. Preprečevanje izgube se osredotoča na zmanjševanje pogostnosti izgub. Ukrepi, s katerimi želimo preprečiti nastop dejavnika tveganja, so lahko tehnološki, organizacijski ali izobraževalni (npr. notranja revizija, spodbude zaposlenim). Ko poizkusi preprečevanja izgube niso učinkoviti in izguba nastane, je cilj maksimizirati preostalo vrednost premoženja po nastanku škodnega dogodka. Med ukrepe nadzorovanja višine izgub sodijo na primer sistemi požarnega varovanja, ukrepi reševanja ob naravnih katastrofah itd. (Berk et al., 2005, str. 177; Ojasalo, 2009, str. 204).

Prenos tveganja pomeni prevalitev tveganja na drugo stranko, na primer z zavarovanjem premoženja pri zavarovalnici (Hung, 2012, str. 79; Pustatičnik, 2007, str. 53). V zadnjem času podjetja za prenos finančnih tveganj uporabljajo tudi izvedene finančne instrumente, katerih vrednost se spremeni kot odgovor na spremembo obrestne mere, cene blaga, deviznega tečaja ali druge spremenljivke oziroma podlage. Izvedeni finančni instrumenti ne zahtevajo čiste finančne naložbe oziroma zahtevajo le majhno naložbo, poravnava pravic in obveznosti pa nastopi v prihodnosti. Ti instrumenti povzročajo pravice in obveznosti, ki pomenijo prenos tveganj med strankami, povezanimi z osnovnim finančnim instrumentom. Najpogosteje uporabljeni izvedeni finančni instrumenti so terminski posli, terminske pogodbe, zamenjave in opcije (Peterlin, 2005, str. 88; Yaqoob & Khan, 2011, str. 86-88). Izvedeni finančni instrumenti se lahko uporabljajo za varovanje pred tveganji v računovodskem smislu (angl. *hedge accounting*, v nadaljevanju HA), v kolikor so izpolnjeni pogoji iz 88. člena MRS 39 (Uredba Komisije (ES) št. 1126/2008 z dne 3. novembra 2008 o sprejetju nekaterih mednarodnih računovodskih standardov v skladu z Uredbo (ES) št. 1606/2002 Evropskega parlamenta in Sveta, ur.l. EU 320/1, v nadaljevanju Uredba Komisije (ES) št. 1126/2008): varovanje pred tveganjem mora biti ustrezno dokumentirano; pričakuje se zelo uspešno varovanje pred tveganjem pri doseganju pobotanih sprememb poštene vrednosti ali denarnih tokov, ki se pripisujejo varovanemu tveganju; pri varovanju denarnih tokov mora biti pričakovana transakcija zelo verjetna; uspešnost varovanja pred tveganjem mora biti izmerljiva; varovanje pred tveganjem mora biti uspešno v celotnem obdobju poročanja. Če zgornji pogoji za obračunavanje varovanja pred tveganjem niso izpolnjeni, se lahko izvedeni finančni instrumenti uporabljajo za varovanje pred tveganji v ekonomskem smislu (angl. *hedging*).

Metodo **sprejema tveganja** uporabimo, če ni možna nobena od zgoraj navedenih strategij in niti njihova kombinacija oziroma, če je potencialna izguba nizka in so izgube predvidljive. Tveganje se lahko sprejme v aktivni ali pasivni obliki. V prvem primeru gre za samozavarovanje (ustvarjanje rezervacij), v drugem pa za zavestno odločitev puščanja odprte pozicije (Berk et al., 2005, str. 101; Ojasalo, 2009, str. 204; Rao, 2009, str. 100). Burnaby in Hass (2009, str. 539) kot možnost navajata tudi povišanje cene izdelka, s čimer si podjetje pokrije potencialne stroške tveganja.

2.3.5 Vrednotenje in končna kontrola obvladovanja tveganj

Zadnjo fazo v procesu obvladovanja tveganj predstavlja vrednotenje ter končna kontrola obvladovanja tveganj. V tej fazi ocenjujemo ustreznost izbranih tehnik obvladovanja tveganj in učinkovitost ter uspešnost procesa obvladovanja tveganj v celoti (Chitakornkijsil, 2010, str. 320-321). Kontrola celotne dejavnosti obvladovanja tveganj se izvaja tako, da določimo cilje delovanja, pregledujemo dejansko poslovanje v primerjavi s cilji in določimo, kaj je potrebno popraviti (Ojasalo, 2009, str. 205). Uspešni so tisti ukrepi obvladovanja tveganj, ki odpravijo oziroma zmanjšajo izpostavljenost tveganju na ciljno raven, pri čemer stroški ukrepa ne presegajo ekonomskih koristi odprave oziroma

zmanjšanja izpostavljenosti tveganju (Pustatičnik, 2007, str. 53). Pri končni kontroli obvladovanja tveganj je pomembno tudi redno poročanje o postopku obvladovanja tveganj (Hung, 2012, str. 80).

Faza vrednotenja ter končne kontrole obvladovanja tveganj je pomembna, saj podjetjem omogoča prilagajanje spremenjenim okoliščinam in novim pogojem poslovanja ter odpravljanje pomanjkljivosti upravljalnega postopka (Romih, 2005, str. 124). Zunanji in notranji dejavniki namreč vseskozi povzročajo nova tveganja in spreminjajo verjetnost in vpliv predhodno prepoznanih. Obvladovanje tveganj zato ne sme biti statična dejavnost, temveč je potrebno ves čas prepoznavati in spremljati nova tveganja ter temu ustrezno razvijati in izboljševati postopek obvladovanja tveganj (Martin, 2006, str. 25; Pustatičnik, 2007, str. 63; Tchankova, 2002, str. 297).

3 POROČANJE O OBVLADOVANJU TVEGANJ

Čeprav lahko podjetja uporabljajo druge kanale poročanja in širjenja informacij (npr. sporočila za javnost, medletna poročila), je letno poročilo glavni vir, preko katerega sporočajo informacije zunanjim uporabnikom (Broberg et al., 2010, str. 360; Linsley & Shrives, 2005, str. 303).

3.1 Razkritja tveganj v letnem poročilu

Razkritja tveganj lahko opredelimo kot informacije v letnih poročilih, ki opisujejo glavna tveganja podjetja, pričakovan ekonomski vpliv na prihodnje poslovanje podjetja, zgodovinske informacije o sprejetih ukrepih za obvladovanje tveganj ter informacije o prihodnjih načrtih za soočanje s tveganji (Miihkinen, 2012, str. 442).

V zadnjih desetletjih se nasploh povečujejo zahteve po informacijah in transparentnosti podjetij in s tem tudi po boljšem poročanju o tveganjih (Broberg et al., 2010, str. 351; Dobler, Lajili, & Zeghal, 2011, str. 3). Informacije o potencialnih grožnjah in posledično o obvladovanju tveganj so zanimive za obstoječe lastnike in potencialne vlagatelje kot tudi za dobavitelje, kupce, zaposlene, državo, javnost in banke. Obstoječi lastniki lahko na podlagi teh informacij ocenijo prihodnje dobičke iz naložb in ustreznost poslovodstva. Potencialni vlagatelji se odločajo o novih naložbah. Banke ocenjujejo, ali bo podjetje sposobno poravnati finančne obveznosti v prihodnosti. Dobavitelji določajo pogoje prihodnjega poslovanja s podjetjem. Kupce zanimajo informacije o sposobnosti podjetja, da zagotovi izdelke ali storitve želene kakovosti v prihodnosti. Zaposlenim pomagajo oceniti prihodnjo zaposlitev in možnosti razvoja. Splošno javnost pa zanimajo informacije o grožnjah okolju in posledicah za lokalno in širšo skupnost, kjer podjetje posluje (Korošec & Horvat, 2005, str. 219; Miihkinen, 2012, str. 440). Zato ne zadošča izvajanje sistemov obvladovanja tveganj, temveč je potrebno tudi učinkovito poročanje o tveganjih, ki

vplivajo na strategijo podjetja, ter dejavnostih, ki jih vodstvo načrtuje za izrabo priložnosti in minimiziranje tveganja neuspeha (Beretta & Bozzolan, 2004, str. 267).

Kot pravijo Berk et al. (2005, str. 69), so podjetja v številnih državah že zavezana k javnemu poročanju o tveganjih, pri čemer sta vsebina in oblika letnih poročil podvrženi določenim pravilom. Poslovni del letnega poročila naj bi vseboval podatke o obvladovanju tveganj po področjih in tveganjih, ki so pomembna za podjetje. Podjetja morajo tako razkriti ključne dejavnike tveganja, pomembne za nadaljnje poslovanje podjetja, značilnosti sistema obvladovanja tveganj v podjetju, opis sprejetih ali načrtovanih ukrepov za obvladovanje ključnih tveganj ter želene rezultate obvladovanja tveganj. Računovodski del letnega poročila naj bi vseboval informacije o tveganjih, ki izhajajo iz finančnih instrumentov, in o načinu obvladovanja teh tveganj (Korošec & Horvat, 2005, str. 226, 229; Peterlin, 2010). Medtem ko se računovodski izkazi in pojasnila k računovodskim izkazom nanašajo na pretekle podatke, za katere je značilna zanesljivost, so za uporabnike letnih poročil relevantne tudi informacije, usmerjene v prihodnost, ki pa zaradi negotovosti ne morejo biti zanesljive (Lungu, Caraini, Dascalu, & Guse, 2010, str. 101). Družbe se posledično izogibajo prekomernemu razkrivanju takih informacij oziroma kvantitativnim ocenam pričakovanih tveganj, saj lahko na primer razkritje potencialne razsežnosti neugodne tožbe v sodnem postopku vpliva na morebitni izid tožbe. S tem se želi vodstvo podjetja tudi izogniti morebitnim tožbam ali kasnejšemu potrebnemu upravičevanju svojih napačnih ocen (Linsley & Shrives, 2005, str. 301).

Povečane zahteve glede obveznih razkritij so torej posledica »naraščajočega pritiska delničarjev, regulatorjev in nadzornikov za izboljšanje vpogleda v upravljanje družb in vladanje podjetjem« (Berk et al., 2005, str. 14). Zaradi sprememb v gospodarskem in regulatornem okolju, bolj kompleksnih poslovnih modelov ter povečane odvisnosti od finančnih instrumentov ter mednarodnih transakcij se povečujejo zahteve glede razkritij tveganj tudi v nefinančnem sektorju (Lungu et al., 2010, str. 102). Problem obveznih razkritij pa je v tem, da so zahteve v določenih primerih premalo natančne in presplošne, zagotavljajo le usmeritve in ne splošnih navodil, kar omogoča veliko lastne presoje, kaj naj bo razkrito (Deumes, 2008, str. 125). Hkrati so zahteve glede obveznih razkritij še vedno bolj osredotočene na majhno število tveganj, predvsem na tveganja, ki izhajajo iz finančnih instrumentov (Beretta & Bozzolan, 2004, str. 268). Poleg obveznih razkritij poznamo tudi prostovoljna razkritja, za katera se družba sama odloči, ali jih bo razkrila (Broberg et al., 2010, str. 351). Tudi tukaj se podjetja srečujejo z dilemo, koliko razkriti, da ne bodo razkritja preobsežna ali preskromna.

Prednosti prostovoljnih razkritij so v povečani transparentnosti, povečanju konkurenčne prednosti pri pridobivanju vlagateljev, izognitvi stroškom morebitnih tožb in izgubi ugleda oziroma negativnemu javnemu mnenju, v kolikor ne bi razkrili zadostnih informacij za vlagatelje (Broberg et al., 2010, str. 353; Deumes, 2008, str. 123). Če poslovodstvo razkrije informacije o tveganjih, povezanih z zasledovanjem strateških ciljev podjetja, se poveča

transparentnost. S tem se lahko prepreči precenjenost delnic in šok, ki bi lahko sledil, ter škoda za ugled in dolgoročno stabilnost podjetja (Deumes, 2008, str. 122). Razkritja tveganj v letnem poročilu povečajo zaupanje v sposobnost poslovodstva in drugih zaposlenih, da uspešno obvladujejo tveganja, kar povečuje vrednost podjetja in znižuje ceno izposojanja denarja (Korošec & Horvat, 2005, str. 220). Slabosti razkritij pa se nanašajo na stroške in čas, porabljen za pripravo razkritij ter tveganje, da konkurenti izkoristijo razkrite informacije o obvladovanju tveganj za izboljšanje svojega konkurenčnega položaja (Deumes, 2008, str. 123; ICAEW, 2011, str. 22).

3.2 Opis razkritij tveganj v letnih poročilih izbranih farmacevtskih družb

3.2.1 AstraZeneca

AstraZeneca je biofarmacevtska družba, ki zaposluje cca. 57.200 oseb v več kot 100 državah po svetu. V letu 2011 je družba realizirala 33,6 milijard USD (oziroma 25,9 milijard EUR) prihodkov, od tega največ (40 %) v Združenih državah Amerike (v nadaljevanju ZDA), v Zahodni Evropi (25 %) in v državah v razvoju (17 %). Med večjimi trgi sta še Japonska (9,1 %) in Kanada (4,8 %) (AstraZeneca PLC, 2012, str. 40, 77).

Upravni odbor, odgovoren za sistem notranjih kontrol in politike obvladovanja tveganja ter za oceno učinkovitosti le-teh, določa sprejemljive ravni tveganj skupine upoštevajoč dobiček in denarni tok, donosnost investicij in potencialni vpliv na ugled skupine. Revizijska komisija, sestavljena iz petih neizvršnih članov upravnega odbora, je pristojna za ocenjevanje ustreznosti in učinkovitosti sistemov in postopkov obvladovanja tveganj, ki jih izvaja vodstvo, ter poroča upravnemu odboru o celotnem sistemu obvladovanja tveganj, zlasti o finančnih tveganjih. Vsako področje, za katerega je odgovoren posamezni član vrhnjega poslovodstva (angl. *Senior Executive Team*, v nadaljevanju SET), je dolžno pripraviti vseobsegajočo oceno tveganj kot del letnega procesa planiranja. Dnevne aktivnosti obvladovanja tveganj SET prenaša na linijske in projektne vodje. Ti so odgovorni znotraj svojih funkcijskih področij za prepoznavanje in obvladovanje tveganj ter vzpostavitev ustreznih kontrol in postopkov za spremljanje učinkovitosti. SET je odgovoren za nadzor in spremljanje učinkovitosti procesa obvladovanja tveganj. Notranja revizija poroča SET o primernosti postopkov linijskih vodij za obvladovanje tveganj (AstraZeneca PLC, 2012, str. 106-107, 129-130).

V poglavju o tveganjih so tveganja razdeljena v pet skupin in znotraj le-teh natančno opisana, ni pa navedene ocene izpostavljenosti posameznemu tveganju in načinov njihovega obvladovanja. V prvi skupini so tveganja, povezana z razvojem produktov (težave pri pridobivanju in ohranjanju dovoljenj za proizvodnjo in promet za nove izdelke, težave pri pridobivanju in uveljavljanju zaščite intelektualne lastnine, zamude pri uvedbi novih izdelkov, neuspešne strateške povezave in prevzemi, pojav konkurenčnih izdelkov itd.). V drugi skupini so različna poslovna tveganja in tveganja delovanja. Sem

AstraZeneca uvršča tveganje pri doseganju komercialnega uspeha novih izdelkov, nezakonito trgovanje z izdelki (kraje, ponarejanje itd.), tveganje poslovanja na trgih v razvoju, potek, izgubo ali omejitve pravic intelektualne lastnine, pritiske generične konkurence, učinke patentnih sporov glede pravic intelektualne lastnine, nadzor in zniževanje cen, ekonomske, regulatorne in politične pritiske, konkurenco bioloških zdravil, povečevanje izvajanja zakonodaje proti podkupovanju in korupciji, tveganje informacijske tehnologije in tveganje outsourcinga. V tretjo skupino so uvrščena tveganja proizvodnje bioloških izdelkov in odvisnosti od tretjih strank zaradi surovin. Četrta skupina se nanaša na pravna in regulatorna tveganja ter tveganja skladnosti poslovanja (neugodni izidi pravnih sporov, tožbe zaradi produktne odgovornosti, neskladnost z zakonodajo itd.). V zadnji skupini so ekonomska in finančna tveganja, kamor AstraZeneca uvršča neugoden vpliv gospodarske recesije, valutno tveganje, omejeno kritje zavarovanja, obdavčitev in pokojnine (AstraZeneca PLC, 2012, str. 130-138).

Finančna tveganja, ki jim je skupina izpostavljena (likvidnostno, obrestno, valutno in kreditno tveganje), so podrobneje opisana v pojasnilih k računovodskim izkazom. Navedeno je, da skupina uporablja izvedene finančne instrumente za varovanje poštene vrednosti in čistih naložb v podjetje v tujini, ne pa za špekulativne namene (AstraZeneca PLC, 2012, str. 171).

Kreditno tveganje se nanaša na izpostavljenost denarja in denarnih ustreznikov, depozitov, izvedenih finančnih instrumentov, terjatev do kupcev in drugih poslovnih terjatev. Skupina je izpostavljena različnim kupcem (vladne agencije, veliki zasebni veletrgovci, zasebne lekarne itd.) v različnih državah. V nekaterih primerih skuša tveganje zmanjšati z uporabo akreditivov, zavarovanj, določanjem in nadziranjem ustreznih limitov glede na ocenjeno tveganje nasprotne stranke. V pojasnilih k računovodskim izkazom so prikazane terjatve do kupcev po zapadlosti in primerjava s preteklim obdobjem. Pred izpostavljenostjo ostalih finančnih sredstev se varuje tako, da presežek denarnih sredstev vlaga samo v dobre in manj tvegane naložbe, ocenjuje tveganje vsake nasprotne stranke in skladno s tem določi maksimalne izpostavljenosti (AstraZeneca PLC, 2012, str. 174-175).

Likvidnostno tveganje skupina obvladuje z ohranjanjem dostopa do različnih virov financiranja, s čimer zadosti plačilnim zahtevam. V pojasnilih k računovodskim izkazom je prikazana analiza zapadlosti v plačilo za finančne obveznosti s prikazom pričakovanih prihodnjih pogodbenih denarnih tokov (AstraZeneca PLC, 2012, str. 172).

V zvezi z obrestnim tveganjem so prikazana kratkoročna in dolgoročna finančna sredstva in obveznosti, ločena po fiksni in spremenljivi obrestni meri. Pred tveganjem se skupina varuje z izvedenimi finančnimi instrumenti (obrestne zamenjave in terminski posli), pri čemer gre deloma za varovanje poštene vrednosti pred tveganjem v skladu s pravili HA. V teh primerih je navedena varovana postavka, poštena vrednost instrumenta varovanja, prav

tako je razkrit dobiček instrumenta varovanja in izguba varovane postavke (AstraZeneca PLC, 2012, str. 161-164, 173).

Pri valutnem tveganju sta relevantni transakcijska in translacijska izpostavljenost. Translacijska izpostavljenost je posledica priprave konsolidiranih računovodskih izkazov v dolarjih, medtem ko približno 60 % prihodkov ustvari v drugih valutah. Pred transakcijsko izpostavljenostjo se AstraZeneca varuje s terminskimi posli (prikazani po različnih valutah), pred translacijsko pa centralizirano na podlagi načrtovanih denarnih tokov za glavne valute (švedsko krono, britanski funt, evro, avstralski dolar, kanadski dolar, japonski jen, romunski lev in ruski rubelj). Kjer ima skupina posojilo, ki ni izkazano v dolarjih, in v isti tuji valuti čisto naložbo v istem znesku, uporablja varovanje čistih naložb v podjetje v tujini pred tveganjem (AstraZeneca PLC, 2012, str. 173).

Za ocenjevanje učinkov potencialnih sprememb tržnih cen je uporabljena analiza občutljivosti. Prikazan je potencialni vpliv 1-odstotne spremembe obrestne mere in 10-odstotne spremembe tečaja ameriškega dolarja v odnosu do drugih valut na poslovni izid in na kapital skupine (AstraZeneca PLC, 2012, str. 174).

3.2.2 Bayer

Bayer je nemška skupina, ki deluje na področju farmacije, prehrane in visokotehnoloških materialov. Matična družba je Bayer AG, odvisne družbe so v 70 državah po svetu. V letu 2011 je skupina ustvarila 36,5 milijard EUR prihodkov, od tega 63,6 % v razvitih državah in 36,4 % v državah v razvoju (Bližnji Vzhod, Afrika, Vzhodna Evropa, Latinska Amerika in Azija brez Japonske). Po posameznih državah največ prihodkov ustvari v ZDA (19,16 %), sledita Nemčija (12,72 %) in Kitajska (6,83 %) (Bayer AG, 2012, str. 80, 182-188). V skupini Bayer je bilo 31.12.2011 zaposlenih 118.000 oseb (Bayer AG, 2012, str. 122).

Za področje obvladovanja tveganj je na ravni skupine pristojen finančni direktor. Koordinatorji za obvladovanje tveganj in specialisti v organizacijskih enotah sodelujejo pri prepoznavanju, ocenjevanju in dokumentaciji tveganj. Celoten sistem obvladovanja tveganj nadzira nadzorni svet, znotraj katerega med drugim deluje revizijska komisija, ki nadzira sistem notranjih kontrol v skupini skupaj s postopki za prepoznavanje, analiziranje in obvladovanje tveganj. Notranja revizija je odgovorna za usklajevanje prepoznavanja in dokumentacije področij tveganj v skupini in za izboljševanje sistema obvladovanja tveganj (Bayer AG, 2012, str. 132-133).

V poslovnem delu letnega poročila so v poglavju o tveganjih podrobno opisana finančna in druga tveganja ter metode njihovega obvladovanja. Bayer AG (2012, str. 135-141) navaja naslednja tveganja:

- pravna tveganja: iz naslova pravnih sporov, predvsem na področju produktne odgovornosti, prava konkurence, patentnih sporov, obdavčitve in okolja,
- za panogo specifična tveganja: podvrženost cen farmacevtskih izdelkov regulatornemu nadzoru, neposredno vmešavanje vlad v določanje cen, vladni sistem povračil, ki zaradi nižjih stroškov daje prednost generičnim zdravilom,
- tveganja razvoja izdelkov: dolgi postopki razvoja, regulatorne zahteve, močna konkurenca, možni kasnejši odpoklici izdelkov ali tožbeni zahtevki zaradi negativnih učinkov izdelka,
- regulatorna tveganja: stroge regulatorne zahteve glede testiranja, proizvodnje in trženja izdelkov,
- tveganje patentov: tveganje, da bodo generični proizvajalci skušali izpodbijati patente pred njihovim iztekom, tveganje, da zaščita s patentom ne bo uspešna, tveganje pritiskov na cene s strani generične konkurence po poteku patenta,
- produktna, nabavna in okoljska tveganja: tehnične napake, prekinitev oskrbe s surovinami, poškodbe oseb, stvari, onesnaženje okolja,
- tveganja informacijske tehnologije: napake v sistemu, izguba podatkov,
- tveganje obveznosti iz pokojnin,
- finančna tveganja: kreditno tveganje, likvidnostno tveganje, tržna tveganja.

Podroben opis finančnih tveganj, metod ocenjevanja izpostavljenosti posameznemu tveganju in ukrepov obvladovanja najdemo v poslovnem poročilu; poleg zgoraj omenjenih je iz poslovnega poročila razvidno še tveganje dolžniške krize v Evropi in ZDA in negativni vpliv le-te na povpraševanje. V računovodskem delu letnega poročila pa so dodatna pojasnila, vezana na finančne instrumente (Bayer AG, 2012, str. 147).

Kreditno tveganje se nanaša na možnost neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke, pred čimer se Bayer varuje z redno analizo kupcev in zavarovanjem nekaterih terjatev (vnaprejšnja plačila, akreditivi, garancije). Za vse kupce so določene meje maksimalne izpostavljenosti (Bayer AG, 2012, str. 138-139). V pojasnilih k računovodskim izkazom so prikazane knjigovodske in poštene vrednosti finančnih sredstev in obveznosti po posameznih skupinah finančnih instrumentov ter primerjava s predhodnim obdobjem (Bayer AG, 2012, str. 246-247).

Likvidnostno tveganje, ki izhaja iz nezmožnosti plačila trenutnih obveznosti, Bayer obvladuje centralizirano na ravni skupine (z zagotavljanjem zadostnih likvidnih sredstev na računu, depozitov) (Bayer AG, 2012, str. 139). V zvezi z likvidnostnim tveganjem so v pojasnilih k računovodskim izkazom prikazani finančni instrumenti po zapadlosti (Bayer AG, 2012, str. 250-251).

Poštene vrednosti in prihodnji denarni tokovi finančnih sredstev in obveznosti so izpostavljeni valutnemu in obrestnemu tveganju ter tveganju spremembe cen surovin. Za obvladovanje tržnih tveganj skupina uporablja izvedene finančne instrumente, v določenih

primerih kot instrumente varovanja po pravilih HA. Kot orodje za ocenjevanje potencialne izgube v bodočih prihodkih, pošteni vrednosti ali denarnih tokovih finančnih instrumentov, ki izhaja iz gibanja ekonomskih spremenljivk, se uporablja analiza občutljivosti. Za uporabljene scenarije sprememb deviznega tečaja, obrestne mere in cene surovin je prikazan vpliv na poslovni izid, predpostavke, uporabljene pri izdelavi analize občutljivosti, in primerjava s preteklim obdobjem (Bayer AG, 2012, str. 139-141).

Bayer velik del poslovanja opravi zunaj evrskega območja, zaradi česar je izpostavljen valutnemu tveganju (še posebej nihanjem deviznih tečajev ameriškega dolarja, japonskega jena, kanadskega dolarja in kitajskega renminbija). Prepoznavanje, analiza in obvladovanje valutnega tveganja potekajo centralizirano, uporabljajo se izvedeni finančni instrumenti (terminski posli, opcije, zamenjave), bodisi za ekonomsko varovanje pred tveganji (za varovanje poslovnih terjatev in obveznosti v tujih valutah) bodisi po pravilih HA. V teh primerih gre za varovanje denarnega toka pred tveganjem, varovane postavke so obveznice, izkazane v britanskih funtih, posojila znotraj skupine in pričakovane transakcije v tuji valuti. Poleg tega so prikazane poštene vrednosti instrumentov varovanja in učinki v izkazu vseobsegajočega donosa (Bayer AG, 2012, str. 140, 252-253).

Obrestno tveganje izhaja predvsem iz dolgoročnih finančnih sredstev in obveznosti. Obvladovanje tveganja poteka centralizirano, pristojnost je na ravni finančnega oddelka. Za varovanje se uporabljajo izvedeni finančni instrumenti (obrestne zamenjave), deloma skladno s pravili HA. V teh primerih je razkrit opis varovanja (varovanje poštene vrednosti pred tveganjem), narava tveganja, ki se varuje, opis in poštena vrednost instrumenta varovanja ter varovana postavka. Prav tako je prikazan dobiček instrumenta za varovanje in izguba varovane postavke ter primerjava z letom prej (Bayer AG, 2012, str. 140, 252-253).

Zaradi narave dejavnosti je Bayer izpostavljen gibanju cen surovin na trgu, pred katerim se varuje s sklepanjem dolgoročnih pogodb z dobavitelji, diverzifikacijo virov surovin in izvedenimi finančnimi instrumenti (Bayer AG, 2012, str. 141, 253).

3.2.3 Eli Lilly

Eli Lilly je ameriška farmacevtska družba, ki zaposluje 38.080 oseb v 17 državah (Eli Lilly and Company, 2012, str. 16, 25). V letu 2011 je ustvarila 24,2 milijard USD (oziroma 18,7 milijard EUR) prihodkov, največ v ZDA (53 %), v Evropi 22 %, na Japonskem 9 %, preostalih 16 % pa v ostalih državah (Eli Lilly and Company, 2012, str. 49).

Med naloge upravnega odbora sodi nadzor obvladovanja najpomembnejših tveganj. Podjetje ima program celovitega obvladovanja tveganj, pri čemer poslovodstvo prepozna tveganja in določi njihovo pomembnost. Najpomembnejša tveganja spremljajo posamezni pristojni odbori (npr. odbor za revizijo in finance, odbor za znanost in tehnologijo itd.) ali

celoten upravni odbor. Poslovodstvo periodično poroča o zaznanih tveganjih relevantnim odborom, enkrat letno pa se v celoti pregleda program celovitega obvladovanja tveganj (Eli Lilly and Company, 2012, str. 104).

Eli Lilly tveganja v skladu z zahtevami Ameriške komisije za trg vrednostnih papirjev in za nadzor nad poslovanjem z vrednostnimi papirji (angl. *Securities and Exchange* Commission, v nadaljevanju SEC) razkriva v poročilu Form 10-K, ki je del letnega poročila. Med tveganji najdemo prodajna tveganja (konkurenca drugih proizvajalcev originalnih in generičnih zdravil, upad prodaje zaradi poteka patentov, poslabšanje ekonomskih razmer), nabavno tveganje (odvisnost od enega dobavitelja), produktno tveganje (neizpolnjevanje varnostnih standardov, odpoklic izdelkov, tožbe zaradi produktne odgovornosti), tveganje raziskav in razvoja (težave pri pridobivanju dovoljenj, zamude pri uvedbi novih izdelkov), pravno tveganje (tožbe zaradi kršitev pravic intelektualne lastnine, negotovi izidi pravnih sporov), regulatorno tveganje, tveganje, povezano z določanjem cen v farmaciji (nadzor cen, zmanjševanje zdravstvenih izdatkov), tveganje informacijske tehnologije, tveganje oskrbe z izdelki, obrestno in valutno tveganje, tveganje sprememb davčne zakonodaje, sprememb računovodskih standardov in neuspešnih strateških povezav. Omenjena tveganja so precej podrobno opisana, medtem ko ocena izpostavljenosti ni znana, prav tako so metode obvladovanja navedene le pri nekaterih od zgoraj naštetih tveganj (Eli Lilly and Company, 2012, str. 24-28).

Več informacij je znanih o tržnih tveganjih (obrestno in valutno), kjer nihanja obrestnih mer in deviznega tečaja vplivajo na stroške financiranja, investiranja in poslovanja. Za varovanje pred temi tveganji Eli Lilly med drugim uporablja izvedene finančne instrumente, tudi v skladu s pravili HA. Cilj obvladovanja teh tveganj je omejitev vpliva nihanj obrestne mere in deviznega tečaja na dobiček (Eli Lilly and Company, 2012, str. 39).

Za zmanjšanje obrestnega tveganja skuša doseči sprejemljivo ravnotežje med posojili s fiksno in variabilno obrestno mero, pri čemer za ohranjanje tega ravnotežja uporablja izvedene finančne instrumente (obrestne zamenjave), bodisi za varovanje poštene vrednosti bodisi za varovanje denarnega toka pred tveganjem (Eli Lilly and Company, 2012, str. 54).

Valutno tveganje izhaja iz nihanja tečaja ameriškega dolarja predvsem glede na evro, japonski jen in britanski funt. Transakcijska izpostavljenost nastane pri transakcijah, izkazanih v tujih valutah, translacijska izpostavljenost pa pri prevedbi poslovnih rezultatov v dolarje. Valutno tveganje upravlja z različnimi tehnikami varovanja pred tveganji, vključno z uporabo valutnih terminskih poslov. Ko so izpolnjeni pogoji HA, gre lahko za varovanje denarnega toka ali poštene vrednosti pred tveganji (Eli Lilly and Company, 2012, str. 39, 54).

Poleg tržnih tveganj je izpostavljeno še kreditno tveganje in tveganje neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke. Tveganje, povezano s koncentracijo terjatev do kupcev, zmanjšuje z rednimi postopki pregleda kreditov in zavarovanji. Pred izpostavljenostjo finančnih naložb se varuje tako, da ima dolžniške vrednostne papirje samo pri večjih finančnih institucijah z visokimi bonitetnimi ocenami, ter določa limite maksimalne izpostavljenosti do posamezne finančne institucije oziroma drugega izdajatelja (Eli Lilly and Company, 2012, str. 61).

V poročilu Form 10-K so tudi prikazane obveznosti po zapadlosti, poštena in knjigovodska vrednost finančnih sredstev in obveznosti ter učinki instrumentov varovanja denarnih tokov pred tveganji v izkazu vseobsegajočega donosa (Eli Lilly and Company, 2012, str. 40, 61).

3.2.4 Krka

Krka je generično farmacevtsko podjetje, pri čemer poleg obvladujoče družbe Krka, d.d. skupino Krka sestavlja še 25 odvisnih družb. Odvisne družbe v Sloveniji, na Poljskem, Hrvaškem, v Nemčiji in Rusiji se ukvarjajo s proizvodnjo, ostale odvisne družbe (na Češkem, Madžarskem, Slovaškem, v Litvi, Latviji, na Švedskem, v Avstriji, na Irskem, Portugalskem, v Španiji, Italiji, Franciji, ZDA, Ukrajini, Romuniji, Srbiji, Makedoniji in Bosni in Hercegovini) pa samo s trženjem in/ali prodajo (Krka, d.d., 2012, str. 17).

Krka je v letu 2011 ustvarila 1.076 milijonov EUR prihodkov iz prodaje in na 31.12.2011 zaposlovala 8.948 oseb. 9 % prodaje Krka doseže na domačem trgu, 27 % v Srednji Evropi (največji trg v srednjeevropski regiji je Poljska), 26 % prodaje v Vzhodni Evropi (Rusija je absolutno največji posamični Krkin trg), 24 % v Zahodni Evropi in na čezmorskih trgih (znotraj te regije je največji trg Nemčija) in 14 % v Jugovzhodni Evropi (največji trg je Romunija) (Krka, d.d., 2012, str. 8, 82).

V poročilu nadzornega sveta je omenjeno, da nadzorni svet spremlja finančna in regulatorna tveganja, obravnava register tveganj, poročilo revizijske komisije o obvladovanju finančnih tveganj ter stanje tožbenih zahtevkov tujih farmacevtskih družb do Krke. Revizijska komisija se je seznanila z obvladovanjem finančnih tveganj in obravnavala register tveganj ter o tem poročala nadzornemu svetu (Krka, d.d., 2012, str. 11-12). Med nalogami uprave najdemo zagotavljanje ustreznega obvladovanja tveganj (Krka, d.d., 2012, str. 25).

V Krkinem poslovnem poročilu so tveganja razdeljena na poslovna, finančna in na tveganja, povezana z neprekinjenostjo poslovanja, pri čemer gre dejansko za tveganja delovanja. Obvladovanje finančnih tveganj v Krki poteka centralizirano, medtem ko poslovna tveganja obvladujejo organizacijske enote, katerih dejavnosti so povezane z

določeno vrsto tveganja. Podlago za obvladovanje tveganj v Krki predstavljata register tveganj ter sistem upravljanja neprekinjenega poslovanja (Krka, d.d., 2012, str. 32, 79).

Med poslovna tveganja so uvrščena prodajna, produktna, okoljska, kadrovska, pravna tveganja, tveganja raziskav in razvoja ter tveganja izvajanja investicij. Pri prodajnih tveganjih je izpostavljeno tudi tveganje konkurence in spremembe makroekonomskih razmer. V zvezi s tveganjem raziskav in razvoja je omenjeno regulatorno tveganje, povezano s spremembo zakonodaje, zaradi katere bi prišlo do morebitnih težav pri registracijah izdelkov. Med poslovnimi tveganji najdemo tudi tveganja zaščite pravic intelektualne lastnine, kjer gre za »tveganje kršitev pravic iz naslova intelektualne lastnine drugih subjektov ali neupravičenega izkoriščanja Krkine intelektualne lastnine« (Krka, d.d., 2012, str. 36-37).

Med tveganja delovanja Krka uvršča tveganje zaposlenih, premoženjsko tveganje, tveganje informacijske tehnologije, tveganje tehnične oskrbe, tveganje razpoložljivosti kritičnih virov za zagotavljanje proizvodnje in prodaje ključnih izdelkov ter tveganje pravočasne oskrbe s končnimi izdelki (Krka, d.d., 2012, str. 37-39).

Med finančnimi tveganji je navedeno valutno, obrestno, kreditno in likvidnostno tveganje. Kot je razvidno, Krka k finančnim tveganjem uvršča še nekatera ostala tveganja, ki imajo finančne posledice, in sicer tveganje škode na premoženju, tveganje odškodninskih zahtevkov in civilnih tožb ter tveganje finančne izgube zaradi obratovalnega zastoja (Krka, d.d., 2012, str. 39-41).

V poslovnem poročilu je za vsa zgoraj omenjena tveganja naveden podroben opis tveganja, načini obvladovanja ter ocenjena izpostavljenost posameznemu tveganju. V računovodskem delu letnega poročila so razkrite nadaljnje informacije o tveganjih, ki izhajajo iz finančnih instrumentov, in o obvladovanju teh tveganj.

Za kreditno tveganje je prikazana izpostavljenost knjigovodske vrednosti posameznih finančnih sredstev (danih posojil, terjatev, denarja in denarnih ustreznikov) kreditnemu tveganju na datum poročanja in primerjava s predhodnim obdobjem. Med finančnimi sredstvi, izpostavljenimi kreditnemu tveganju, so posebej prikazana dana posojila in terjatve ter njihova največja izpostavljenost kreditnemu tveganju na datum poročanja po geografskih regijah. Pri terjatvah do kupcev je razkrita analiza starosti danih posojil in terjatev na datum poročanja in primerjava s predhodnim obdobjem. Za terjatve do kupcev je razkrito zavarovanje, in sicer Krka kreditno izpostavljenost obvladuje na podlagi analize bonitetnih ocen kupcev in z aktivno izterjavo terjatev. 49 % terjatev je zavarovanih pri zavarovalnici, del terjatev pa je zavarovan z bančnimi garancijami in akreditivi (Krka, d.d., 2012, str. 131).

Likvidnostno tveganje »Krka obvladuje centralizirano na ravni skupine. S tem zagotavlja pregledno in učinkovito upravljanje z denarnimi sredstvi ter doseganje najugodnejših pogojev financiranja.« Zaradi nizke zadolženosti, uspešnega poslovanja in vnaprej dogovorjenih kreditnih linij za pokrivanje likvidnostnih primanjkljajev Krka likvidnostno tveganje ocenjuje kot nizko. V pojasnilih k računovodskim izkazom razkriva analizo zapadlosti v plačilo za finančne obveznosti, s prikazom preostalih pogodbenih denarnih tokov (Krka, d.d., 2012, str. 115, 132).

Izpostavljenost valutnemu tveganju je posledica mednarodnega poslovanja in nestanovitnosti deviznih tečajev. V razkritjih najdemo izpostavljenost terjatev do kupcev, bančnih posojil in poslovnih obveznosti spremembam najpomembnejših deviznih tečajev za podjetje (ameriškega dolarja, poljskega zlota, hrvaške kune, ruskega rublja in romunskega leva). Zaradi visokih stroškov devizne pozicije niso zavarovane. V zvezi z obrestnim tveganjem so prikazana kratkoročna in dolgoročna posojila, kjer pa sprememba tržnih obrestnih mer nima pomembnejšega vpliva na stroške financiranja Krke. Za obe vrsti tržnih tveganj, valutno in obrestno tveganje, je razkrita tudi analiza občutljivosti s prikazom, kako bi spremembe določene valute oziroma obrestne mere lahko vplivale na poslovni izid. Iz pojasnil k računovodskim izkazom je razvidno, da Krka ne uporablja izvedenih finančnih instrumentov za varovanje pred tržnim tveganjem (Krka, d.d., 2012, str. 115, 131-135).

3.2.5 Lek

Lek d.d. (v nadaljevanju Lek) je generično farmacevtsko podjetje, v 100 % lasti Novartis Pharme AG (Lek d.d., 2012, str. 41). Podjetje je v letu 2011 ustvarilo cca. 623 milijonov EUR prihodkov iz prodaje in na 31.12.2011 zaposlovalo 2.571 oseb (Lek d.d., 2012, str. 7, 17). 8 % prodaje Lek doseže na domačem trgu, 81 % na ostalih trgih Srednje in Vzhodne Evrope, 9 % v Aziji in Latinski Ameriki ter 1 % na preostalih trgih (Lek d.d., 2012, str. 10). Poslovna skupina Lek, ki poleg obvladujoče družbe Lek, d.d. vključuje še sedem odvisnih družb (štiri v Sloveniji, po eno v Avstriji, Makedoniji in ZDA), je v letu 2011 realizirala cca. 761 milijonov prihodkov iz prodaje (Lek d.d., 2012, str. 69, 74).

Lek v poglavju o upravljanju tveganj navaja tveganja, ki jim je podjetje izpostavljeno pri svojem poslovanju, in pri vsakem na kratko izpostavi glavne ukrepe za obvladovanje teh tveganj. Tveganja potencialne odgovornosti se nanašajo na produktno odgovornost in na »tveganja na področju razvoja novih proizvodov in registracij, povezana s problematiko industrijske lastnine«. Valutno tveganje je v glavnem povezano z nihanjem deviznega tečaja ameriškega dolarja in z gibanjem nekaterih drugih tečajev. Plačilno tveganje se nanaša na tveganje neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke, v tem primeru kupcev. Poleg tega je omenjena še izpostavljenost obrestnemu tveganju ter tveganju spremembe cen surovin, ki pa je za Lek majhno in torej nepomembno (Lek d.d., 2012, str. 28). Iz poslovnega poročila je razvidno še tveganje političnih in ekonomskih razmer (varčevalni

ukrepi vlad, zdravstvene reforme, dolžniška kriza), ki pa ni posebej navedeno v poglavju o tveganjih (Lek d.d., 2012, str. 7).

Iz pojasnil k računovodskim izkazom je razvidno, da podjetje upravlja z valutnim tveganjem v okviru skupine Novartis. Za varovanje pred izpostavljenostjo valutnemu tveganju skrbi za optimalno časovno pokritost prilivov z odlivi, preostanek tveganja je zavarovan z drugimi tehnikami, ki pa niso razkrite. V pojasnilih k računovodskim izkazom je za dana posojila in terjatve prikazana izpostavljenost kreditnemu tveganju na datum poročanja, primerjava s predhodnim obdobjem in razčlenitev terjatev po zapadlosti. Za varovanje pred tveganji danih posojil ne uporablja posebnih finančnih instrumentov. Pred plačilnim tveganjem se podjetje varuje tako, da za vsakega kupca določi največjo dovoljeno izpostavljenost, ki je odvisna od bonitete kupca, plačilnih navad v preteklosti, finančnega stanja in drugih kazalnikov. Del Lekovih terjatev pa je zavarovan pri zunanji ustanovi (Lek d.d., 2012, str. 51-52).

3.2.6 Novartis

Novartis je švicarska farmacevtska skupina, pri čemer ima obvladujoča družba Novartis AG v neposredni ali posredni lasti družbe v več kot 140 državah po svetu, med drugim tretjinski lastniški delež v Roche Holding Ltd. Celotna Novartisova dejavnost je razdeljena v pet divizij, med katere spadajo farmacevtska enota, Alcon, enota za cepiva in diagnostiko, enota za zdravje potrošnikov in generična enota Sandoz. Novartis je v letu 2011 ustvaril 58,6 milijard USD (oziroma 45,2 milijard EUR) prihodkov in na 31.12.2011 zaposloval cca. 124.000 oseb. 37 % prihodkov od prodaje Novartis ustvari v Evropi, 33 % v ZDA, 21 % v Aziji, Afriki in Avstralaziji ter 9 % v Kanadi in Latinski Ameriki (Novartis International AG, 2012a, str. 140-141, 148).

Za nadzor sistema in postopka obvladovanja tveganj je odgovoren odbor za tveganja. Glavne naloge odbora za tveganja so zagotoviti ustrezen in učinkovit sistem in postopek obvladovanja tveganj, zagotoviti sprejetje vseh potrebnih ukrepov za spodbujanje tveganju prilagojene kulture sprejemanja odločitev, sprejemati smernice in pregledovati politike, postopke, pristojnosti ter vlogo posameznih organov pri obvladovanju tveganj. Poleg tega so posamezne Novartisove divizije odgovorne za tveganja in zmanjševanje tveganj ter redno poročanje odboru za tveganja. Pri tem specializirane organizacijske enote zagotavljajo podporo in nadzirajo učinkovitost obvladovanja tveganj v divizijah po posameznih področjih (Novartis International AG, 2012a, str. 94, 96).

V Novartisovem letnem poročilu so tveganja sistematično našteta le v pojasnilih k računovodskim izkazom, in sicer valutno, obrestno, kreditno in likvidnostno tveganje, tveganje lastniških naložb, tveganje nasprotne stranke ter tveganje spremembe cen surovin. Izpostavljenost slednjemu je nizka, zato Novartis ne uporablja izvedenih finančnih instrumentov za uravnavanje nihanja cen (Novartis International AG, 2012a, str. 229-230).

Iz razkritij je razvidno, da na datum poročanja Novartis nima izvedenih finančnih instrumentov za namen HA (Novartis International AG, 2012a, str. 226).

Kreditno tveganje Novartis obvladuje tako, da ocenjuje finančno zanesljivost kupcev (njihov finančni položaj, plačilne navade v preteklosti in druge dejavnike). Kreditno tveganje poleg tveganja nezmožnosti poravnave obveznosti s strani kupcev vključuje še tveganje koncentracije, saj trije največji kupci predstavljajo kar 23 % vseh prihodkov. V zvezi s kreditnim tveganjem je prikazana razčlenitev terjatev po zapadlosti in po valutah ter primerjava s predhodnim obdobjem (Novartis International AG, 2012a, str. 224, 229). Ločeno od kreditnega tveganja je opisano tveganje nasprotne stranke. Novartis obvladuje to tveganje tako, da kupuje samo vrednostne papirje z dobro bonitetno oceno, preverja bonitetne ocene bank in drugih finančnih institucij, pri denarnih sredstvih in depozitih omejuje višino kreditne izpostavljenost do posamezne finančne institucije. V zvezi s tem tveganjem skupina ne pričakuje izgub (Novartis International AG, 2012a, str. 230).

Likvidnostno tveganje Novartis obvladuje na ravni skupine skozi različne vire financiranja, da bi ohranili fleksibilnost. Zakladništvo skupine je odgovorno za likvidnost, financiranje in upravljanje poravnavanja. Poslovodstvo nadzira neto zadolženost in likvidnostni položaj skupine skozi napovedi na podlagi pričakovanih denarnih tokov. V razkritjih je prikazana analiza zapadlosti v plačilo za finančna sredstva in obveznosti (Novartis International AG, 2012a, str. 230).

Cilj Novartisa pri upravljanju tržnih tveganj je zmanjšati volatilnost dobičkov in denarnih tokov, povezano s spremembami obrestnih mer, deviznih tečajev, tržnih vrednosti naložb likvidnih sredstev in valutno izpostavljenostjo določenih čistih finančnih naložb v podjetja v tujini. Za varovanje pred obrestnim tveganjem uporablja obrestne zamenjave. Tveganje lastniških naložb izhaja iz naložb likvidnih sredstev v nakup vrednostnih papirjev. Pred tveganjem se varuje s skrbno analizo potencialnih naložb na podlagi preteklih rezultatov (predvsem denarni tok in donosnost naložbe), tržnega potenciala, konkurence ter z nakupnimi in prodajnimi opcijami (Novartis International AG, 2012a, str. 229).

Izpostavljenost Novartisa valutnemu tveganju je translacijska in transakcijska. Translacijska izpostavljenost je posledica priprave konsolidiranih računovodskih izkazov v dolarjih. Posledično imajo lahko nihanja deviznih tečajev med ameriškim dolarjem in drugimi valutami pomemben vpliv na poslovni rezultat skupine, na prikazano vrednost sredstev, obveznosti, prihodkov in odhodkov. Transakcijska izpostavljenost izhaja iz tekočega poslovanja v različnih valutah, med katerimi so za Novartis najpomembnejše ameriški dolar, evro, švicarski frank in japonski jen (Novartis International AG, 2012a, str. 160-161). Za varovanje pred valutnim tveganjem Novartis uporablja terminske posle in opcije. Poleg tega ima Novartis čiste finančne naložbe v odvisna podjetja v tujini, katerih poštena vrednost se spreminja z nihanjem deviznih tečajev. Ker se tveganje ne ocenjuje kot

veliko, Novartis varuje čiste finančne naložbe v tujini samo v izjemnih primerih (Novartis International AG, 2012a, str. 229).

Novartis za ocenjevanje verjetnosti izgube v pošteni vrednosti finančnih instrumentov v določenem obdobju uporablja metodo tvegane vrednosti. Ocene tvegane vrednosti so izdelane ob upoštevanju normalnih tržnih pogojev in s 95-odstotno stopnjo zaupanja. V razkritjih je prikazana potencialna izguba, ki jo skupina lahko utrpi v 10-dnevnem obdobju zaradi vpliva nihanja posameznih dejavnikov tveganj (nihanja obrestne mere, cen vrednostnih papirjev, deviznih tečajev). Poleg tega Novartis za analizo izpostavljenosti posameznim tveganjem uporablja tehniko testa ekstremnih okoliščin (stres test) (Novartis International AG, 2012a, str. 232-233).

Sicer v Novartisovem letnem poročilu ni posebnega razdelka oziroma poglavja o tveganjih, temveč najdemo preostala tveganja bolj ali manj eksplicitno omenjena v različnih delih letnega poročila. Pravno tveganje se nanaša na potencialne tožbe, ki so nepredvidljive in katerih število v zadnjem času narašča. Med produktnimi tveganji v Novartisovem poročilu najdemo tveganje napak v proizvodnem procesu, nezmožnost zagotovitve potrebnih visoko specializiranih surovin ali materialov, nepravilno delovanje izdelka na trgu ter tveganje odpoklica izdelkov. Tveganje raziskav in razvoja izhaja iz dejstva, da je razvoj in uvedba novega izdelka na trg drag, dolgotrajen in negotov proces, pri čemer je postal postopek pridobitve dovoljenj za promet za nove izdelke dražji in kompleksnejši. S tem povezano je regulatorno tveganje, saj zdravstvene oblasti sedaj zahtevajo dodatne klinične poizkuse in dodatne analize podatkov pred registracijo novega izdelka. Tveganje globalne konkurence v zdravstveni industriji, tveganje upada prodaje zaradi poteka patentov, dostopnosti generičnih substitutov in tveganje spremenjenih makroekonomskih pogojev poslovanja (gospodarska kriza v Evropi in drugje) lahko združimo v prodajna tveganja. Z gospodarsko krizo se povezuje tudi politično tveganje v smislu vmešavanja vlad v nadziranje izdatkov za zdravstvo – pritisk na farmacevtska podjetja, da znižajo cene izdelkov, nadomeščanje patentiranih izdelkov z generičnimi, povečevanje uvoza zdravil iz držav z nižjimi stroški, referenčno določanje cen itd. (Novartis International AG, 2012a, str. 115, 143-146).

3.2.7 Ranbaxy

Ranbaxy je indijska generična farmacevtska družba, v kateri ima od leta 2008 obvladujoči delež japonsko podjetje Daiichi Sankyo. Skupina Ranbaxy je prisotna v 43 državah, na dan 31.12.2011 je bilo v njej zaposlenih 14.042 oseb (Ranbaxy Laboratories Ltd, 2012, str. 66-70). V letu 2011 je Ranbaxy ustvaril 99,7 milijard Rs (oziroma 1,4 milijarde EUR) prihodkov, največ v Severni Ameriki (38 %), Indiji (20 %) in v Evropi (14 %), sledijo Afrika (9 %), Azija in Pacifik (4 %) in preostale države (15 %) (Ranbaxy Laboratories Ltd, 2012, str. 16-21, 61).

Med organi, odgovornimi za obvladovanje tveganj, je omenjen upravni odbor, ki je obveščen o okviru obvladovanja tveganj, metodologiji za razvrstitev tveganj in načrtih za zmanjševanje le-teh (Ranbaxy Laboratories Ltd, 2012, str. 53).

V Ranbaxyjevem letnem poročilu tveganja najdemo v analizi in razpravi poslovodstva (angl. *Management discussion and analysis*), kjer je navedeno pravno tveganje (tožbe, vezane na kršitve patentnega varstva), tveganje produktne odgovornosti ter regulatorno tveganje. Slednje skupina povezuje s čedalje strožjim nadzorom proizvodnje zdravil (tveganje preklica že potrjenih dovoljenj, neuspešne pridobitve dovoljenj za promet novih izdelkov, odpoklica zdravil, prepovedi prodaje ali uvoza neustreznih izdelkov itd.). Poleg tega je omenjeno še valutno tveganje (posledica dejstva, da približno tri četrtine prihodkov Ranbaxy ustvari v tujini) in tveganje konkurence (ostalih generičnih proizvajalcev in inovatorjev) (Ranbaxy Laboratories Ltd, 2012, str. 68). Iz preostalih delov letnega poročila je mogoče razbrati še nekatera ostala tveganja, in sicer tveganje makroekonomskih razmer na evrskem območju (gospodarska kriza in zniževanje izdatkov za zdravstvo) ter politično tveganje (politična nestabilnost na Bližnjem vzhodu in v Egiptu) (Ranbaxy Laboratories Ltd, 2012, str. 18, 21-22).

Iz pojasnil h konsolidiranim računovodskim izkazom je razvidno, da skupina uporablja različne izvedene finančne instrumente (valutne terminske posle, opcije, navzkrižne valutne zamenjave in obrestne zamenjave) za varovanje pred valutnim in obrestnim tveganjem. Običajno gre za pogodbe, sklenjene z bankami, pri čemer izvedenih finančnih instrumentov ne uporablja za trgovanje ali za špekulativne namene. V določenih primerih izvedene finančne instrumente uporablja kot instrumente varovanja v skladu s pravili HA, v tem primeru gre za varovanje denarnega toka pred tveganjem, prikazan je instrument varovanja (terminski posel) in njegov nominalni znesek na datum poročanja ter varovana postavka (pričakovana transakcija v tuji valuti) (Ranbaxy Laboratories Ltd, 2012, str. 152-153).

3.2.8 Roche

Roche je švicarska farmacevtska skupina, ki deluje v 69 državah po svetu, obvladujoča družba je švicarsko podjetje Roche Holding Ltd (F. Hoffmann-La Roche Ltd, 2012, str. 48). 31.12.2011 je bilo v skupini Roche 80.129 zaposlenih, v letu 2011 pa so ustvarili 42,5 milijard CHF (oziroma 34,9 milijard EUR) prihodkov od prodaje. Največ prihodkov Roche ustvari v ZDA (33,3 %), sledi Evropska Unija (v nadaljevanju EU) s 30,1 % (največ v Nemčiji), 10,1 % na Japonskem, 8,5 % v ostali Aziji, 7,3 % v Latinski Ameriki, 9,5 % v ostalih delih Evrope, Severni Ameriki, Afriki, Avstraliji in Oceaniji ter le 1,2 % v Švici (F. Hoffmann-La Roche Ltd, 2012, str. 143-144).

V prvem delu letnega poročila so našteta finančna tveganja, tj. kreditno, likvidnostno in tržno tveganje, opis tveganj in metod, ki jih skupina uporablja za njihovo obvladovanje. V

različnih delih besedila je manj eksplicitno omenjenih še nekaj tveganj: tveganje zdravstvene reforme v ZDA, varčevalnih ukrepov v Evropi, politične nestabilnosti (v Severni Afriki in na Bližnjem vzhodu), tveganje čedalje večjih regulatornih zahtev, pritiskov na določanje cen, poteka patentov, konkurenčnih pritiskov (predvsem s strani generičnih proizvajalcev), tožb, povezanih s kršitvami patentnega varstva (F. Hoffmann-La Roche Ltd, 2012, str. 12-17), tveganje negotovosti v raziskavah, razvoju in trženju novih izdelkov, nepričakovanih stranskih učinkov izdelkov, tveganje prekinitve proizvodnje, izgube ali neuspešne pridobitve ustrezne zaščite pravic intelektualne lastnine ter tveganje zaposlenih (F. Hoffmann-La Roche Ltd, 2012, str. 168).

Podrobnejše informacije o finančnih tveganjih najdemo v pojasnilih h konsolidiranim računovodskim izkazom, iz katerih je razvidno, da je na ravni skupine obvladovanje tveganj sestavni del procesa planiranja in kontrole. Finančna tveganja se v glavnem nanašajo na spremembe obrestnih mer, deviznih tečajev in cen lastniških naložb ter na kreditno sposobnost in solventnost nasprotne stranke. V proces obvladovanja tveganj je vključen upravni odbor, ki pregleduje politiko obvladovanja tveganj, funkcija zakladništva, ki skrbi za implementacijo politik in dnevno obvladovanje tveganj, ter računovodstvo in kontroling za redno poročanje o tveganjih. Omenjeno je tudi splošno načelo, da politika obvladovanja tveganj prepoveduje uporabo izvedenih finančnih instrumentov za špekulativne namene (F. Hoffmann-La Roche Ltd, 2012, str. 121).

Cilj obvladovanja kreditnega tveganja je preprečiti izgube, ki bi nastale zaradi nezmožnosti poravnave obveznosti nasprotne stranke. V razkritjih je za posamezne skupine finančnih sredstev prikazan znesek največje izpostavljenosti kreditnemu tveganju. Nezapadle terjatve do kupcev so prikazane po geografskih regijah in po vrsti kupcev. Analiza zapadlih posojil in terjatev je prikazana glede na starosti zapadlosti. Zaradi velikega števila kupcev in geografske razpršenosti tveganje koncentracije ni označeno kot pomembno, omenjeno je le, da največji trije kupci predstavljajo cca. 13 % terjatev, javni porabniki v južnoevropskih državah pa cca. 21 % vseh terjatev. Zaradi finančnih težav v teh državah Roche uporablja različne ukrepe za izterjavo terjatev, vključno z intenzivno komunikacijo s kupci, pogajanji o načrtu plačila, zaračunavanjem zamudnih obresti in pravnimi ukrepi. V kolikor je potrebno, pridobi dodatna kreditna zavarovanja. Skupina prav tako redno nadzira limite tveganj in izpostavljenosti iz naslova terjatev po posameznih državah in po vrsti kupcev. Ko gre za denarna sredstva in kratkoročne depozite, skupina določa limite za izpostavljenost do posamezne finančne institucije. Tudi pri naložbah v tržne vrednostne papirje redno analizira in pregleduje bonitetno oceno nasprotnih strank (F. Hoffmann-La Roche Ltd, 2012, str. 122-126).

Cilj skupine pri obvladovanju likvidnostnega tveganja je ohranjati zadostna razpoložljiva sredstva za izpolnjevanje likvidnostnih zahtev v vsakem trenutku. Dobre bonitetne ocene skupini omogočajo dostop do mednarodnih kapitalskih trgov v primeru večjih zahtev po

financiranju. Poleg tega ima skupina neizkoriščene kreditne linije. V razkritjih je prikazana analiza zapadlosti za finančne obveznosti (F. Hoffmann-La Roche Ltd, 2012, str. 126).

Tržno tveganje izvira iz spreminjajočih se tržnih cen finančnih sredstev in obveznosti. Za merjenje vpliva tržnega tveganja na finančne instrumente Roche uporablja metodo tvegane vrednosti. Za izračun tvegane vrednosti uporablja pristop zgodovinske simulacije. Vsi izračuni temeljijo na 95-odstotni stopnji zaupanja in časovnem obdobju 20 dni v zadnjih 10 letih. V razkritjih so prikazani izračuni tvegane vrednosti za posamezne vrste finančnega tveganja (valutno, obrestno in druga cenovna tveganja) (F. Hoffmann-La Roche Ltd, 2012, str. 127).

Cilj obvladovanja valutnega tveganja je ohraniti ekonomsko vrednost sedanjih in bodočih sredstev ter minimizirati volatilnost finančnih rezultatov skupine. Zaradi priprave konsolidiranih računovodskih izkazov v švicarskih frankih je za skupino relevantna translacijska izpostavljenost, zaradi transakcij v številnih državah pa transakcijska izpostavljenost. Translacijsko izpostavljenost zmanjšuje tako, da večino stroškov ustvarja izven Švice. Transakcijsko izpostavljenost skupina spremlja na dnevni ravni, pri čemer za varovanje pred tveganji uporablja terminske posle, valutne opcije in navzkrižne valutne zamenjave. V prvem delu letnega poročila je prikazana tudi analiza občutljivosti, in sicer vpliv 1-odstotne rasti ameriškega dolarja, evra in japonskega jena v primerjavi s švicarskim frankom na prodajo in rezultat iz poslovanja (F. Hoffmann-La Roche Ltd, 2012, str. 31, 127-128).

Za varovanje pred obrestnim tveganjem lahko skupina tudi uporablja terminske posle, opcije in zamenjave. Druga cenovna tveganja izvirajo predvsem iz nihanja cen lastniških vrednostnih papirjev. Skupina tveganja obvladuje z določanjem omejitev za posamezne in skupne lastniške naložbe (F. Hoffmann-La Roche Ltd, 2012, str. 128).

Posebej je v razkritjih prikazana uporaba izvedenih finančnih instrumentov za varovanje pred tveganji. Iz razkritij je razvidno, da Roche uporablja terminske posle, navzkrižne valutne in obrestne zamenjave. Pri varovanju pred tveganji z izvedenimi finančnimi instrumenti mora biti izpolnjenih več pogojev (glede ustrezne dokumentacije, verjetnosti pričakovane transakcije, uspešnosti varovanja in zanesljivosti merjenja le-tega), da lahko govorimo o HA. Posledično Roche omejuje uporabo HA na samo določene pomembne transakcije (F. Hoffmann-La Roche Ltd, 2012, str. 102).

V razkritjih tako pri varovanju denarnega toka pred tveganjem navaja naravo tveganja, ki se varuje (obrestno in valutno tveganje), opis instrumenta varovanja (navzkrižna valutna zamenjava) in njegovo pošteno vrednost na datum poročanja ter opis varovane postavke. Poleg tega so razkrita obdobja, ko se pričakuje pojav denarnih tokov in ko naj bi ti vplivali na poslovni izid (F. Hoffmann-La Roche Ltd, 2012, str. 102-103).

Pri varovanju poštene vrednosti pred tveganjem razkriva naravo tveganja, ki se varuje, opis varovane postavke ter instrumenta varovanja in njegovo pošteno vrednost. Hkrati razkrije dobičke oziroma izgube instrumenta za varovanje in kako se ti izravnajo s spremembami poštene vrednosti varovanih postavk (F. Hoffmann-La Roche Ltd, 2012, str. 103).

3.2.9 Takeda

Takeda je japonska farmacevtska skupina, ki vključuje Takeda Pharmaceutical Company Ltd in podružnice v več kot 70 državah (Takeda Pharmaceutical Company Ltd, 2012, str. 11). Takeda ima 30.305 zaposlenih. Čisti prihodki od prodaje so v letu 2011 znašali 1.508 milijard JPY (oziroma 14,2 milijard EUR), največ na Japonskem (49 %), sledi ameriški trg (31%, od tega največ ZDA), Evropa (17 %) ter preostali del Azije in ostalo (3 %) (Takeda Pharmaceutical Company Ltd, 2012, str. 8).

V skupini Takeda deluje Svet za ocenjevanje in zmanjševanje tveganj, ki se sooča s tveganji, povezanimi z nezakonitimi aktivnostmi (npr. ponarejanje farmacevtskih izdelkov), tveganji, specifičnimi za posamezne države in tveganji, ki izhajajo iz političnega, ekonomskega ali družbenega okolja (Takeda Pharmaceutical Company Ltd, 2012, str. 33).

Med tveganja Takeda Pharmaceutical Company Ltd (2012, str. 90) uvršča:

- tveganje raziskav in razvoja: zamuda pri uvedbi novih izdelkov zaradi zahtevanih dodatnih testiranj, učinkovitost in varnost sestavin ne ustrezata pogojem za odobritev,
- tveganje pravic intelektualne lastnine: kršitve pravic intelektualne lastnine Takede s strani tretjih strank, odškodnine, v primeru da Takeda krši pravice intelektualne lastnine tretjih strank,
- tveganje znižanja prodaje po poteku patentov (generična konkurenca),
- tveganje stranskih učinkov: prekinitev prodaje, odpoklic izdelkov,
- tveganje znižanja cen zaradi trenda zmanjševanja stroškov za zdravila,
- valutno tveganje: predvsem zaradi nihanja razmerja med ameriškim dolarjem in japonskim jenom,
- tveganje, povezano s prevzemi: tveganje poslovanja v posameznih državah zaradi sprememb zakonodaje in regulative, političnih nemirov, gospodarske negotovosti, razlik v poslovnih praksah.

Iz pojasnil k računovodskim izkazom je razvidno, da skupina uporablja izvedene finančne instrumente (terminske posle, opcije, obrestne zamenjave) za varovanje pred tveganji, ne pa tudi za trgovanje ali za špekulativne namene. Če so izpolnjeni pogoji HA, skupina uporablja odloženo obračunavanje varovanja pred tveganji (angl. *deferred hedge*) (Takeda Pharmaceutical Company Ltd, 2012, str. 102).

Kreditno tveganje skupina ocenjuje in zmanjšuje s pregledovanjem terjatev do kupcev in kredibilnosti večjih kupcev v skladu s predpisi skupine o upravljanju kreditov. Denarne rezerve vlaga izključno v kratkoročne bančne depozite ali obveznice izdajateljev z dobro bonitetno oceno znotraj določenih limitov. Maksimalno kreditno tveganje predstavlja knjigovodska vrednost finančnih instrumentov, ki so izpostavljeni kreditnemu tveganju (Takeda Pharmaceutical Company Ltd, 2012, str. 107).

Valutno tveganje skupina obvladuje centralizirano z uporabo valutnih terminskih poslov. Pred obrestnim tveganjem se varuje z obrestnimi zamenjavami. Tveganje spremembe cen vrednostnih papirjev upravlja s stalno oceno položaja s pregledovanjem cen vrednostnih papirjev in finančnega položaja izdajatelja (Takeda Pharmaceutical Company Ltd, 2012, str. 107).

V razkritjih je prikazana knjigovodska in poštena vrednost finančnih instrumentov ter zapadlosti finančnih sredstev in obveznosti (Takeda Pharmaceutical Company Ltd, 2012, str. 108-112).

3.2.10 Teva

Teva je največje generično farmacevtsko podjetje na svetu, posluje v približno 60 državah in je na 31.12.2011 zaposlovalo 45.754 oseb (Teva Pharmaceutical Industries Ltd, 2012, str. 43, 94). V letu 2011 je Teva ustvarila 18,3 milijard USD (oziroma 14,1 milijard EUR) prihodkov, od tega 48 % v ZDA, 31 % v EU, Švici in na Norveškem ter 21 % v ostalih državah (predvsem Kanada, Latinska Amerika, Izrael, Rusija in ostale evropske države) (Teva Pharmaceutical Industries Ltd, 2012, str. 3, 17).

Revizijska komisija nadzira implementacijo postopkov obvladovanja tveganj, s poslovodstvom periodično razpravlja o različnih tveganjih in pregleduje politike in prakse podjetja v zvezi s prepoznavanjem, ocenjevanjem in zmanjševanjem tveganj. Odbor za finance in naložbe je odgovoren za pregled dejavnikov tveganj, povezanih z upravljanjem financ podjetja, in za zmanjševanje teh tveganj (Teva Pharmaceutical Industries Ltd, 2012, str. 92-93).

Letno poročilo je pripravljeno v skladu z zahtevami SEC v obliki Form 20-F, katerega del je tudi poglavje o dejavnikih tveganja. Največ prostora je namenjenega poslovnim tveganjem, med katerimi so opisana prodajno tveganje (naraščanje konkurence, pojav inovativnih izdelkov in novih generičnih različic, naraščanje pogajalske moči velikih kupcev, spremembe makroekonomskih pogojev poslovanja zaradi gospodarske krize), nabavno tveganje (odvisnost od enega samega dobavitelja surovin, prekinitev dobave, nezadostna oskrba s surovinami), produktno tveganje (neizpolnjevanje standardov, neustrezne označbe in varnostna opozorila, odpoklic izdelkov, popolna ali delna prekinitev proizvodnje ali distribucije neustreznih izdelkov, tožbe zaradi produktne odgovornosti),

tveganje raziskav in razvoja (ni pričakovanih rezultatov vlaganj v raziskave in razvoj inovativnih izdelkov, konkurenca podjetij z večjimi zmogljivostmi in viri, neuspešna pridobitev ali zamuda pri pridobitvi dovoljenj za promet), odvisnost od zaščite pravic intelektualne lastnine, politično tveganje (politična nestabilnost, korupcija, terorizem v določenih državah, zdravstvene reforme, spremembe davčne zakonodaje, zmanjševanje javnih izdatkov za zdravstvo, različna patentna zakonodaja po državah), pravno tveganje (možnost tožb v primeru prodaje generičnih izdelkov še pred odločitvijo o patentnem sporu, negotovi izidi tožb), regulatorno tveganje (preiskave oblasti glede kršitev konkurence v panogi, glede prodajnih in marketinških praks), tveganje težav pri dostopu do virov financiranja ter tveganje, povezano s prevzemi (niso izvedeni prevzemi, ki bi omogočili izvajanje poslovne strategije, konkurenca drugih podjetij v boju za prevzemne tarče, ni pridobljeno regulatorno dovoljenje za izvedbo prevzema, neuspešna integracija prevzetega podjetja skladno s poslovno strategijo prevzemnika, neuspešno doseganje pričakovanih sinergij) (Teva Pharmaceutical Industries Ltd, 2012, str. 5-16).

Od tveganj delovanja je omenjeno tveganje zaposlenih, tveganje informacijske tehnologije, tveganje odvisnosti od tretjih strank ter okoljsko tveganje, od finančnih pa valutno in kreditno tveganje. Vsa tveganja so podrobno opisana, ni pa navedene ocene izpostavljenosti in metod njihovega obvladovanja (Teva Pharmaceutical Industries Ltd, 2012, str. 5-16).

V nadaljevanju letnega poročila so podrobneje opisana tržna tveganja. Iz razkritij o izvedenih finančnih instrumentih je razvidno, da Teva uporablja izvedene finančne instrumente za varovanje poštene vrednosti in denarnih tokov, deloma po pravilih HA (Teva Pharmaceutical Industries Ltd, 2012, str. 142), ne pa tudi za namen trgovanja (Teva Pharmaceutical Industries Ltd, 2012, str. 108).

Izpostavljenost valutnemu tveganju je translacijska, ekonomska in transakcijska. Pred translacijsko izpostavljenostjo se Teva varuje deloma z naravnimi tehnikami (npr. z usklajevanjem ravni sredstev in obveznosti v posameznih valutah, različnih od dolarja, v odvisnih družbah, katerih funkcionalna valuta je sicer ameriški dolar), preostanek pa z uporabo izvedenih finančnih instrumentov, v kolikor je mogoče na konsolidirani ravni. Pred transakcijsko izpostavljenostjo se varuje delno ali v celoti s sklepanjem terminskih poslov in uporabo nakupnih ali prodajnih opcij. V letnem poročilu so prikazani izvedeni finančni instrumenti in njihove poštene vrednosti na datum poročanja, sklenjeni z namenom omejitve izpostavljenosti nihanju deviznih tečajev za vse vrste valutne izpostavljenosti. Kot je razvidno iz pojasnil k računovodskim izkazom, gre za varovanje pred tveganji v ekonomskem smislu (Teva Pharmaceutical Industries Ltd, 2012, str. 109-110, 178).

V zvezi z obrestnim tveganjem so v letnem poročilu prikazane finančne obveznosti, ločene glede na fiksno in variabilno obrestno mero, razčlenjene po zapadlostih in valutah (Teva

Pharmaceutical Industries Ltd, 2012, str. 111). Prav tako je iz pojasnil k računovodskim izkazom razvidno, da Teva za varovanje pred obrestnim tveganjem uporablja izvedene finančne instrumente, in sicer obrestne zamenjave in navzkrižne valutne zamenjave. Pri tem so posebej našteti primeri, ko gre za varovanje v okviru HA, in opisane varovane postavke ter instrumenti varovanja (Teva Pharmaceutical Industries Ltd, 2012, str. 178).

Iz pojasnil k računovodskim izkazom je razvidno kreditno tveganje, ki izhaja iz terjatev do kupcev. Pri tem se omenja koncentracija, saj velik del prodaje odpade na razmeroma majhno število kupcev, predvsem v ZDA. Skupina izvaja stalno ocenjevanje kupcev in načeloma ne zahteva dodatnega zavarovanja terjatev. Pri koncentraciji in kreditnem tveganju je tudi omenjeno, da ima Teva večino denarja, denarnih ustreznikov in tržnih vrednostnih papirjev naloženih v evropskih, ameriških in izraelskih bankah ter finančnih institucijah (Teva Pharmaceutical Industries Ltd, 2012, str. 142).

4 ANALIZA POROČANJA O OBVLADOVANJU TVEGANJ V LETNIH POROČILIH FARMACEVTSKIH DRUŽB

4.1 Analiza razkritij obvladovanja tveganj

V poglavju, ki sledi, bom analizirala poročanje o obvladovanju tveganj v letnih poročilih obravnavanih družb, in sicer me zanima, kako podrobno je v letnih poročilih predstavljeno obvladovanje tveganj, katere pomanjkljivosti so razvidne iz letnih poročil, ali vsa podjetja poročajo o istih tveganjih in v enakem obsegu ali pa morda obstajajo razlike v vsebini in količini razkritij.

Med vsemi analiziranimi družbami je Bayer edini, ki v letnem poročilu eksplicitno navaja definicijo tveganja, in sicer tveganje opredeli kot dogodke znotraj ali zunaj podjetja, ki bi lahko ogrozili povečevanje vrednosti podjetja (Bayer AG, 2012, str. 132).

Razkritja o tveganjih so različno umeščena v letna poročila posameznih družb. Pri večini družb (AstraZeneca, Bayer, Krka, Lek, Takeda) najdemo posebno poglavje o tveganjih v poslovnem delu letnega poročila, dodatne informacije o finančnih tveganjih pa še v pojasnilih k računovodskim izkazom. V nekaterih letnih poročilih (Novartis, Roche) so informacije o (izključno finančnih) tveganjih na sistematičen način prikazane le v pojasnilih k računovodskim izkazom. Letna poročila v teh primerih ne vsebujejo posebnega poglavja o tveganjih, lahko pa kljub temu razna nefinančna tveganja razberemo iz posameznih drugih delov poročila (npr. geografska analiza dejavnosti, panožni trendi, izjava poslovodstva itd.). Ranbaxy tveganja razkriva v analizi in razpravi poslovodstva, še nekaj tveganj je razvidnih iz drugih delov letnega poročila. V letnih poročilih nekaterih družb so tveganja predstavljena v posebni obliki, in sicer pri Eli Lilly v poročilu Form 10-K in pri Tevi v poročilu Form 20-F.

Ugotovimo lahko še to, da tudi v kolikor obstaja poglavje o tveganjih v poslovnem delu letnega poročila, analiza in razprava poslovodstva oziroma poročilo Form 10-K ali Form 20-F, ni nujno, da le-to vsebuje vsa tveganja, ki so navedena v drugih poglavjih letnega poročila ali v pojasnilih k računovodskim izkazom. AstraZeneca, Ranbaxy in Teva tako na primer v poglavju o tveganjih ne navajajo obrestnega tveganja, ki pa je omenjeno in opisano v finančnem delu letnega poročila. Ravno tako Eli Lilly ne omenja kreditnega tveganja, ki sicer je razkrito v pojasnilih k računovodskim izkazom.

Poleg tveganj, s katerimi se srečujejo podjetja ne glede na panogo, v letnih poročilih obravnavanih farmacevtskih podjetij zasledimo tudi tista, ki so specifična za farmacevtsko panogo, in so predstavljena v nadaljevanju.

Razvoj novih zdravil je zahteven in negotov postopek, ki lahko traja tudi do petnajst let, do neuspeha pa lahko pride v kateri koli fazi razvoja izdelka in ni nujno, da zdravilo dejansko pride na trg. Izdelek gre skozi več faz testiranj, zato je razvoj zdravila dolgotrajen in posledično drag. Če je uspešno zaključena zadnja faza testiranja, sledi še vloga zahtevka za dovoljenje za promet, ki prav tako lahko traja več let (Hira, 2009, str. 88). O **tveganju raziskav in razvoja novih zdravil** poroča vseh deset analiziranih družb.

Tveganje določanja cen v farmacevtski panogi omenjajo vse družbe razen Leka. Za farmacevtsko panogo so značilne zamude in negotovosti v postopkih oblikovanja cen in določitvah povračil za zdravila. Na eni strani so zaradi demografskih trendov javni izdatki za zdravstveno oskrbo čedalje večji, na drugi strani pa finančna kriza sili vlade k zmanjšanju javne porabe. Oblasti v številnih državah zato sprejemajo različne regulatorne ukrepe za zmanjšanje zdravstvenih izdatkov, ki vključujejo sistem referenčnega določanja cen, zmanjšanje marž, obvezne rabate, zamrznitve dovoljenih cen zdravil, nižanje najvišje dovoljene prodajne cene zdravil in obvezno nadomestitev originalnih zdravil z generičnimi (Evropska Komisija, 2009, str. 25).

Prav tako vse družbe razen Leka omenjajo **tveganje regulatornih zahtev**. Farmacevtska panoga je podvržena čedalje strožjemu nadzoru regulatornih oblasti, ki se ukvarjajo z varnostjo in učinkovitostjo zdravil, preglednostjo postopkov oblikovanja cen in določitve povračila stroškov ter varstvom pravic intelektualne lastnine (Evropska Komisija, 2009, str. 1). S strožjimi regulatornimi zahtevami glede postopka laboratorijskega in kliničnega preizkušanja, analize podatkov in regulatornih pregledov, potrebnih za odobritev novih zdravil, se večajo stroški in podaljšuje čas do uvedbe novega izdelka na trg (Glass & Poli, 2009, str. 80).

Tveganja, povezanega z varstvom in potekom pravic intelektualne lastnine, ne omenjata Lek in Ranbaxy. Za farmacevtska podjetja je varstvo pravic intelektualne lastnine sicer bistvenega pomena, saj so za panogo značilna velika vlaganja v raziskave in razvoj

ter zanašanje na pravice intelektualne lastnine pri zaščiti inovacij. Patentno varstvo zagotavlja nadomestilo za visoke stroške inovacij, vendar po poteku ali izgubi patentnih pravic hitro pride do vstopa generične konkurence na trg in posledičnega upada prodaje za proizvajalce originalnih zdravil. V naslednjih letih bo patentno varstvo izgubilo veliko zdravil, ki predstavljajo precejšen del prodaje in dobička velikih proizvajalcev originalnih zdravil (Evropska Komisija, 2009, str. 2-7; Hira, 2009, str. 88). Tveganje glede pravic intelektualne lastnine izhaja tudi iz dejstva, da je to področje v nekaterih državah pomanjkljivo urejeno (npr. države v razvoju) oziroma se šele razvija, in pa iz možnega izpodbijanja patentov še pred njihovim potekom (Glass & Poli, 2009, str. 80).

V farmacevtski panogi so v čedalje večjem številu prisotni tudi **patentni spori**, katerih izid je nepredvidljiv in pred katerimi se podjetja ne morejo v celoti zavarovati. Tega tveganja ne omenjata Lek in Takeda.

Zgoraj opisana tveganja torej sodijo med najpogosteje omenjena v analiziranih letnih poročilih, saj o njih poroča vsaj osem družb od desetih. Prav tako pogosto so omenjena še nekatera finančna tveganja (obrestno, valutno in kreditno tveganje), tveganje konkurence, produktno tveganje (tveganje neizpolnjevanja predpisanih standardov in produktna odgovornost), dolžniška kriza ter tveganje negotovih izidov pravnih sporov. Čeprav kar osem od desetih analiziranih družb v letnih poročilih omenja prevzeme oziroma tudi navaja konkretne primere le-teh, ugotavljam, da o tveganju, povezanemu s prevzemi, poročajo le štiri družbe (AstraZeneca, Eli Lilly, Takeda in Teva).

Sicer se število razkritih tveganj med posameznimi letnimi poročili precej razlikuje. Če upoštevamo zgolj število razkritih tveganj, ugotovimo, da največ tveganj razkrivata AstraZeneca in Teva, srednje število Bayer, Krka, Eli Lilly, Novartis in Roche, še manj Takeda in Ranbaxy, najmanj pa Lek. V letnih poročilih nekaterih družb je razkrito izredno majhno število tveganj, čeprav lahko glede na naravo dejavnosti, velikost podjetja, geografsko razpršenost poslovanja itd. sklepamo, da je tveganj dejansko več, vendar se podjetje ni odločilo za razkritje vseh. Lek ima na primer med analiziranimi družbami daleč najmanjše število razkritih tveganj; še od teh, ki so našteta, je tveganje cen surovin označeno kot nepomembno, zato sklepamo, da so nekatera (čeprav morda pomembnejša) tveganja ostala nerazkrita.

Novartis se po številu razkritij tveganj v letnem poročilu med obravnavanimi družbami uvršča v sredino. Vendar Novartis ločeno od letnega poročila pripravlja še poročilo Form 20-F. Pri analizi slednjega ugotavljam, da Form 20-F vsebuje še dodatna tveganja, ki v samem Novartisovem letnem poročilu niso omenjena, in sicer tveganje neuspešnih strateških prevzemov (konkurenca drugih družb v boju za prevzemne tarče, vladna regulativa, vključno z omejitvami tržne koncentracije, neuspešna integracija prevzetega podjetja itd.), tveganje sprememb davčne zakonodaje, tveganje zaradi visoke zadolženosti (morebitne težave pri servisiranju obstoječega dolga in pri novem zadolževanju po ugodnih

pogojih), tveganje delovanja informacijskega sistema, tveganje outsourcinga, tveganje naravnih katastrof (potresi) in okoljsko tveganje (Novartis International AG, 2012b, 6-16). Upoštevajoč dodatna tveganja, ki so natančno opisana v poročilu Form 20-F, se Novartis po številu razkritih tveganj približa AstraZeneci in Tevi, pri katerih je Form 20-F del letnega poročila.

Če poleg števila upoštevamo tudi vsebino razkritih tveganj, ugotovimo, da družbe tveganja večinoma dojemajo kot nevarnost oziroma grožnjo. Zgolj Bayer pri finančnih tveganjih izpostavlja, da le-ta hkrati predstavljajo tudi priložnost, v kolikor bi se trend gibal v pozitivno smer.

V letnih poročilih nekaterih podjetij so izpostavljena samo poslovna in finančna tveganja, medtem ko tveganja delovanja niso omenjena ali so omenjena v veliko manjši meri. Tako Lek in Ranbaxy tveganj delovanja sploh ne razkrivata, medtem ko o tveganjih delovanja največ poroča Krka. Razlike so opazne tudi v opisu tveganj. Medtem ko pri finančnih tveganjih v vseh letnih poročilih sledi tudi opis le-teh, je pri nefinančnih tveganjih drugače, saj so pri določenih družbah le omenjena, ne pa tudi opisana (npr. Roche). Po drugi strani nekatere družbe podrobno opišejo tako finančna kot tudi nefinančna tveganja (npr. pri tveganju raziskav in razvoja AstraZeneca in Eli Lilly natančno opisujeta celoten proces razvoja zdravila od odkritja do pridobitve dovoljenja in uvedbe na trg; pri tveganju določanja cen zdravil Teva in AstraZenenca predstavljata načine določanja cen zdravil po posameznih državah). Ko gre za poslovna tveganja, so razmeroma obsežna razkritja razvidna v zvezi s pravnim tveganjem, povezanim s tožbami in negotovimi izidi le-teh, in sicer v pojasnilih k računovodskim izkazom. Pravno tveganje je omenjeno v devetih letnih poročilih od desetih (razen v Lekovem), sedem družb opisuje konkretne primere najpomembnejših tožb, v katere so vpletene (AstraZeneca, Bayer, Eli Lilly, Novartis, Roche, Takeda, Teva).

Nekatere družbe sicer razkrivajo veliko število tveganj v primerjavi z ostalimi, vendar manjka ocena izpostavljenosti posameznim tveganjem in posledično ne izvemo, ali je določeno tveganje za družbo kritično, pomembno ali nepomembno. Primeri teh družb so AstraZeneca in Teva. Najbolj eksplicitna ocena izpostavljenosti je v Krkinem letnem poročilu.

Pri večini tveganj se vse analizirane družbe osredotočajo na kvalitativne informacije. Izjema so finančna tveganja, pri katerih predvsem v pojasnilih k računovodskim izkazom najdemo tudi kvantitativna razkritja.

Družbe večinoma eksplicitno ne navajajo, ali je bilo določeno tveganje prisotno že v preteklem poročevalskem obdobju ali pa gre za novo tveganje, ki se pričakuje v prihodnosti, vendar lahko iz konteksta sklepamo, da je podjetje tem tveganjem vseskozi izpostavljeno. Za večino tveganj tudi ni znano, ali se izpostavljenost posameznemu

tveganju povečuje ali zmanjšuje v primerjavi s preteklim poročevalskim obdobjem. Bayer sicer izrecno navaja, da se položaj glede tveganj ni spremenil glede na preteklo obdobje in jasno pove, da niso bila v tekočem letu zaznana nobena nova tveganja. Iz Krkinega letnega poročila razberemo, da sta se zmanjšala obrestno in likvidnostno tveganje, AstraZeneca omenja zmanjšanje tveganja outsourcinga. Po drugi strani lahko iz opisov tveganj razberemo, da se povečujejo tveganja, specifična za farmacevtsko panogo (predvsem tveganje regulatornih zahtev in tveganje določanja cen v farmacevtski panogi). Za preostala tveganja lahko kvečjemu sklepamo, da je njihova pomembnost za podjetje ostala bolj ali manj nespremenjena glede na preteklo obdobje.

Večina družb v razkritjih prikazuje tudi informacije, vezane na prihodnje poslovanje podjetja (AstraZeneca, Bayer, Eli Lilly, Novartis, Ranbaxy, Takeda, Teva). AstraZeneca, Eli Lilly in Teva posebej izpostavljajo, da so med razkritji tudi taka, ki se nanašajo na prihodnost, pri čemer se lahko dejanski rezultati razlikujejo od predvidevanj, saj razkritja temeljijo na ocenah oziroma predpostavkah. Razkritja, usmerjena v prihodnost, prepoznamo po nekaterih značilnih besednih zvezah, kot npr. družba pričakuje, verjame, predvideva, namerava itd. Običajno se razkritja v zvezi s prihodnjim poslovanjem nanašajo na finančne rezultate, prodajo obstoječih in načrtovanih izdelkov, raziskave in razvoj, odobritve izdelkov, razvoj zakonodaje in regulative ter izide tožb. Lekovo letno poročilo ne vsebuje informacij, vezanih na prihodnje poslovanje, Krka in Roche pa potencialni vpliv tveganj na prihodnje poslovanje podjetja razkrivata samo za finančna tveganja.

V letnih poročilih nekaterih družb je omenjena povezava med tveganji in strategijo, politiko ali cilji podjetja. Pri Krki je zmanjšanje vpliva finančnih tveganj in gospodarskih nevarnosti na poslovanje vključeno med ključne strateške usmeritve. V letnem poročilu Takede je omenjeno, da srednjeročni plan družbe med drugim vključuje razlago odzivov na tveganja. AstraZeneca si prizadeva zagotoviti vključenost obvladovanja tveganj v strategijo, postopek planiranja in poslovanje podjetja. Na letni ravni pripravlja dolgoročni poslovni načrt, ki podpira izvajanje strategije, skladne z odnosom skupine do tveganja. V skupini Bayer obvladovanje priložnosti in tveganj predstavlja sestavni del sistema korporativnega upravljanja. Pri posodabljanju strategij poslovnih enot in regij se na rednih konferencah o poslovanju kvantitativno in kvalitativno ocenijo priložnosti in tveganja, določijo cilji in potrebni ukrepi. Pri preostalih družbah te povezave ne najdemo oziroma je le-ta manj jasno izražena.

Pri nekaterih družbah opazimo, da so tveganja vključena tudi v druga poglavja letnega poročila, kar povečuje razumevanje tveganj v povezavi s poslovanjem podjetja. Najbolj je to opazno v poročilu AstraZeneca, kjer je v poglavje o izzivih farmacevtske panoge vključenih in podrobno opisanih več tveganj (tveganje regulatornih zahtev, tveganje pritiskov na določanje cen, tveganje poteka patentov). Prav tako so številna tveganja vključena in opisana v sklopu pregled poslovanja (tveganje raziskav in razvoja, tveganje proizvodnje, nabavno tveganje, tveganje, povezano s pravicami intelektualne lastnine).

Določena tveganja so omenjena v geografski analizi in tudi v finančnem pregledu poslovanja (tveganje določanja cen, generične konkurence, tveganje pri uvedbi izdelkov, valutno tveganje). V primeru več tveganj opazimo, da se družba sklicuje na poglavje o tveganjih, kjer lahko uporabniki najdejo še bolj podrobne informacije o določenem tveganju.

Iz analiziranih letnih poročil so razvidne razlike v razkritjih metod obvladovanja tveganj. Ko gre za nefinančna tveganja, ugotovimo, da kar šest od desetih podjetij ne razkriva informacij v zvezi z metodami njihovega obvladovanja (AstraZeneca, Eli Lilly, Ranbaxy, Roche, Takeda, Teva). Pri Leku in Novartisu so metode obvladovanja nefinančnih tveganj samo omenjene, medtem ko jih Bayer in Krka tudi opisujeta. Pri finančnih tveganjih družbe razkrivajo mehanizme obvladovanja tveganj v pojasnilih k računovodskim izkazom, nekatere tudi v samem poglavju o tveganjih (npr. Bayer in Krka). Ko se kot mehanizem obvladovanja tveganj uporabljajo izvedeni finančni instrumenti, nekatere družbe razkrivajo tudi konkretne primere uporabe teh instrumentov (AstraZeneca, Bayer, Roche, Teva).

V nekaterih letnih poročilih ne najdemo informacije o tem, kako je postopek obvladovanja tveganj organiziran znotraj podjetja, kakšna je vloga poslovodstva in morebitnih drugih organov, vključenih v obvladovanje tveganj. Tako v Lekovem letnem poročilu teh informacij sploh ne najdemo, v nekaterih drugih poročilih te informacije sicer so, vendar zelo skope (Ranbaxy in Takeda).

Ko gre za razkritja tveganj in z njimi povezanih finančnih instrumentov v pojasnilih k računovodskim izkazom, ugotovimo, da so v vseh letnih poročilih finančna tveganja opisana, prav tako so navedeni mehanizmi njihovega obvladovanja in v nekaterih primerih tudi višina izpostavljenosti. Nekatere družbe razkrivajo informacije o metodah ocenjevanja izpostavljenosti finančnim tveganjem, in sicer analizo občutljivosti (AstraZeneca, Bayer, Eli Lilly, Krka, Roche), metodo tvegane vrednosti (Novartis, Roche) in test ekstremnih okoliščin (Novartis). V zvezi z obvladovanjem tržnih tveganj večina analiziranih družb (z izjemo Krke in Leka) med drugim uporablja izvedene finančne instrumente za varovanje pred tveganji, vendar le deloma (AstraZeneca, Bayer, Eli Lilly, Ranbaxy, Roche, Takeda, Teva) ali sploh ne (Novartis) v skladu s pravili HA. Pri tistih družbah, ki uporabljajo izvedene finančne instrumente za varovanje poštene vrednosti pred tveganjem (AstraZeneca, Bayer, Eli Lilly in Roche), ni opaznih bistvenih razlik v razkritjih. Poleg opisa varovanja (da gre za varovanje poštene vrednosti pred tveganjem) vse omenjene družbe razkrivajo vrsto tveganja, pred katerim se varujejo, informacije o varovani postavki in instrumentu varovanja vključno s pošteno vrednostjo slednjega ter prikazujejo dobiček oziroma izgubo instrumenta za varovanje in varovane postavke. Med družbami, ki uporabljajo izvedene finančne instrumente za varovanje denarnega toka pred tveganjem, obstajajo določene razlike. Največ informacij razkrivajo Bayer, Eli Lilly in Roche, in sicer vrsto tveganja, pred katerim se družba varuje, instrumente varovanja in pripadajoče

poštene vrednosti ter varovane postavke. Roche poleg tega prikazuje obdobja, ko se pričakuje pojav denarnih tokov in ko naj bi ti vplivali na izkaz poslovnega izida. Teva v letnem poročilu tako kot Roche navaja konkretne primere uporabe izvedenih finančnih instrumentov za namen HA, in sicer za obrestno tveganje, medtem ko je razvidno, da se pred valutnim tveganjem z izvedenimi finančnimi instrumenti varuje v ekonomskem smislu. Ranbaxy, ki tudi uporablja izvedene finančne instrumente za varovanje denarnega toka pred tveganjem, razkriva bolj pomanjkljive informacije, pri instrumentu varovanja na primer ni navedena njegova poštena vrednost. Med analiziranimi družbami je AstraZeneca edina, ki uporablja izvedene finančne instrumente po pravilih HA tudi za varovanje čistih finančnih naložb v podjetje v tujini pred tveganjem. Poseben primer je Takeda, ki deloma uporablja varovanje pred tveganji v okviru HA, vendar pri Takedi ne gre za varovanje poštene vrednosti, denarnih tokov ali čistih finančnih naložb v podjetje v tujini, kot ga poznamo iz prejšnjih primerov, temveč za odloženo obračunavanje varovanja pred tveganji.

Tabela 2: Razkritja obvladovanja tveganj v letnih poročilih farmacevtskih družb

	Vrste tveganj	**Razkritja metod obvladovanja tveganj**	**Razkritja organizacije obvladovanja tveganj**	**Metoda ocenjevanja izpostavljenosti finančnim tveganjem**	**Uporaba izvedenih finančnih instrumentov za varovanje pred tveganji**
AstraZeneca	vsa tveganja	samo za finančna tveganja	daljši opis	analiza občutljivosti	varovanje poštene vrednosti in varovanje čistih naložb v podjetje v tujini pred tveganjem
Bayer	vsa tveganja	za vsa tveganja	daljši opis	analiza občutljivosti	varovanje poštene vrednosti in varovanje denarnega toka pred tveganjem
Eli Lilly	vsa tveganja	samo za finančna tveganja	daljši opis	analiza občutljivosti	varovanje poštene vrednosti in varovanje denarnega toka pred tveganjem
Krka	vsa tveganja	za vsa tveganja	daljši opis	analiza občutljivosti	ne uporablja
Lek	finančna in poslovna	za vsa tveganja	ni informacij	ni razkrita	ne uporablja

se nadaljuje

nadaljevanje

	Vrste tveganj	Razkritja metod obvladovanja tveganj	Razkritja organizacije obvladovanja tveganj	Metoda ocenjevanja izpostavljenosti finančnim tveganjem	Uporaba izvedenih finančnih instrumentov za varovanje pred tveganji
Novartis	vsa tveganja	za vsa tveganja	daljši opis	metoda tvegane vrednosti, test ekstremnih okoliščin	ne uporablja izvedenih finančnih instrumentov v okviru HA
Ranbaxy	finančna in poslovna	samo za finančna tveganja	malo informacij	ni razkrita	varovanje denarnega toka pred tveganjem
Roche	vsa tveganja	samo za finančna tveganja	daljši opis	analiza občutljivosti, metoda tvegane vrednosti	varovanje poštene vrednosti in varovanje denarnega toka pred tveganjem
Takeda	vsa tveganja	samo za finančna tveganja	malo informacij	ni razkrita	odloženo obračunavanje varovanja pred tveganji
Teva	vsa tveganja	samo za finančna tveganja	daljši opis	ni razkrita	varovanje denarnega toka pred tveganjem

Vir: Povzeto in prilagojeno po AstraZeneca PLC, Annual Report 2011, 2012, str. 106-175; Bayer AG, Annual Report 2011, 2012, str. 132-253; Eli Lilly and Company, Annual Report 2011, 2012, str. 24-104; F. Hoffmann-La Roche Ltd, Annual Report 2011, 2012, str. 12-128; Krka, d.d., Letno poročilo 2011, 2012, str. 11-135; Lek d.d., Letno poročilo 2011, 2012, str. 7-52; Novartis International AG, Annual Report 2011, 2012a, str. 94-233; Ranbaxy Laboratories Ltd, Annual Report 2011, 2012, str. 18-153; Takeda Pharmaceutical Company Ltd, Annual Report 2011, 2012, str. 33-112; Teva Pharmaceutical Industries Ltd, Annual Report 2011, 2012, str. 5-178.

Na podlagi zgornje analize in podatkov v Tabeli 2 ugotavljam, da obstajajo določene podobnosti med družbami, ko gre za poročanje o tveganjih. Pri večini podjetij opazimo, da gre za pojmovanje tveganja kot nevarnosti, da prevladujejo kvalitativna razkritja pred kvantitativnimi ter da obstajajo določena razkritja tveganj, vezana na prihodnje poslovanje podjetja. Podjetjem je skupno tudi to, da večinoma ne primerjajo izpostavljenosti posameznemu tveganju glede na preteklo poročevalsko obdobje. Hkrati pa so razvidne tudi razlike v vsebini in količini razkritij tveganj med letnimi poročili posameznih družb. Poročanje o tveganjih je na različne načine umeščeno v letna poročila družb. Družbe se močno razlikujejo v številu razkritih tveganj in opisu le-teh: nekatere tveganja samo omenijo, druge dodajo oceno izpostavljenosti in/ali tveganje opišejo. Iz nekaterih letnih poročil je za posamezna tveganja razviden postopek obvladovanja le-teh, vključno z

metodami ocenjevanja tveganj in uporabljenimi mehanizmi obvladovanja, medtem ko druge družbe metode obvladovanja razkrivajo samo za finančna tveganja. Družbe se razlikujejo tudi v opisu organov podjetja, vključenih v obvladovanje tveganj. V primerjavi Lekovega letnega poročila in Novartisovega konsolidiranega poročila ugotavljam, da Novartis razkriva bistveno večje število tveganj kot Lek, še posebej ob upoštevanju dodatnega poročila Form 20-F. Tudi nasploh je več informacij v Novartisovem letnem poročilu, zlasti ko gre za organizacijo obvladovanja tveganj v podjetju in razkritja informacij, povezanih s prihodnjim poslovanjem podjetja. V nadaljevanju bom skušala poiskati in razložiti dejavnike, ki vplivajo na omenjene razlike v poročanju o tveganjih.

4.2 Dejavniki, ki vplivajo na razlike v razkritjih obvladovanja tveganj

Prvi dejavnik, ki bi lahko vplival na razlike v razkritjih tveganj, izhaja iz tega, ali je družba **proizvajalec originalnih ali generičnih zdravil**. Vseh šest proizvajalcev originalnih zdravil, vključenih v analizo, omenja tveganje generične konkurence. V kolikor so originalna zdravila zaščitena s patentom, se proizvajalci po izteku patenta soočajo z vstopom generične konkurence, ki ponuja izdelke po nižji ceni. Poleg tega se zaradi varčevalnih ukrepov znižujejo izdatki za zdravstvo in zato vlade ponekod sprejemajo ukrepe za nadomeščanje originalnih izdelkov z generičnimi.

Na drugi strani se Ranbaxy in Teva (oba sta proizvajalca generičnih zdravil) srečujeta s tveganjem, da proizvajalci originalnih zdravil namerno zavirajo in zavlačujejo vstop generičnih zdravil na trg, čeprav je njihov patent že potekel (bodisi s prijavljanjem in uveljavljanjem novih patentov na zdravilih, kjer je originalni patent potekel, ali s sprožanjem patentnih sporov).

Iz Tevinega letnega poročila je razvidno tveganje za generične proizvajalce, povezano z obveznim določanjem cen generičnih zdravil, za katere je v nekaterih državah bodisi določena zgornja meja bodisi fiksen odstotek cene enakovrednega originalnega zdravila, ki ga cena generičnega zdravila ne sme preseči.

Prav tako tveganje za generične proizvajalce predstavlja možnost, da bi se začele cene originalnih zdravil prilagajati ravni cen generičnih zdravil in bi se tako izničila cenovna prednost generikov (omenjeno v Krkinem letnem poročilu).

O tveganju raziskav in razvoja poročajo vsi proizvajalci originalnih zdravil, saj je pri njih zaradi visokih stroškov vlaganj v raziskave in razvoj novih zdravil posledično velika izguba, če ne pride do uvedbe izdelka na trg ali če za izdelek ne pridobijo patentne zaščite. Po drugi strani tudi vsi proizvajalci generičnih zdravil (Krka, Lek, Ranbaxy in Teva) poročajo o tem tveganju, saj tudi te družbe razvijajo izdelke, vendar so pri njih denarni vložki veliko manjši in je zato manjša tudi potencialna izguba.

Prav tako je tveganje patentnih sporov prisotno tako pri generičnih kot tudi pri originalnih proizvajalcih, vendar iz različnih vidikov. Tveganje za proizvajalce originalnih zdravil (med analiziranimi družbami to tveganje omenjajo AstraZeneca, Bayer, Eli Lilly, Novartis in Roche) predstavlja dejstvo, da lahko generični proizvajalci izpodbijajo patente, če menijo, da le-ti niso ustrezni, še pred njihovim potekom. Po drugih strani se proizvajalci generičnih zdravil (Krka, Ranbaxy in Teva) soočajo s tveganjem, da inovatorji proti njim sprožijo pravne spore, v kolikor menijo, da so generiki kršili pravila (npr. uvedli generično zdravilo pred potekom patenta).

Poleg zgoraj omenjenih tveganj, tipičnih bodisi za proizvajalce originalnih bodisi za proizvajalce generičnih zdravil, obstajajo številna tveganja, ki so skupna obojim. Hkrati proizvajalci originalnih zdravil čedalje bolj vstopajo tudi na trg generičnih zdravil (npr. s prevzemi) in posledično dejavnik, ki za ene divizije pomeni tveganje, za druge pomeni priložnost (npr. Novartis: kar po eni strani predstavlja tveganje za farmacevtsko enoto in Alcon, na drugi strani predstavlja priložnost za generično divizijo Sandoz). Zaključimo lahko, da dejstvo, ali gre za proizvajalca originalnih ali generičnih zdravil, deloma vpliva na razlike v tem, katera tveganja so razkrita.

Drugi dejavnik, ki vpliva na to, katera tveganja so omenjena v letnih poročilih družb, je povezan s **trgi, kjer družba posluje**. Vseh deset družb, zajetih v analizo, vsaj del prihodkov ustvari v Evropi in zato vse družbe omenjajo tveganje evropske dolžniške krize in v povezavi s tem tveganje politične negotovosti (zaradi vladnih reform) ter pritiskov na zniževanje cen zdravil. Največji delež prihodkov v Evropi ustvarita Lek in Krka, obe družbi tako v letnem poročilu omenjata varčevalne ukrepe vlad na področju zdravstva in zdravstvene reforme. Za Krko je najpomembnejši srednjeevropski trg, kjer se v Sloveniji srečuje z zniževanjem cen zdravil, na Poljskem z zakonodajno reformo, ki vpliva na cene zdravil in na način predpisovanja in izdajanja le-teh (z novim zakonom o refundaciji zdravil uvedene fiksne cene in marže), na Češkem prav tako z zakonodajnimi spremembami in na Madžarskem z negotovim gospodarskim položajem. V Jugovzhodni Evropi je za Krko najpomembnejši romunski trg, kjer je prav tako omenjena reforma zdravstvenega sistema. Za Eli Lilly in AstraZeneco so najpomembnejši evropski trgi Velika Britanija, Francija, Italija, Španija in Nemčija. Z izjemo slednje so makroekonomske razmere na omenjenih trgih slabe, vlade sprejemajo ukrepe za zniževanje zdravstvenih izdatkov ter povečujejo pritiske na zniževanje cen zdravil, kar družbi omenjata v letnih poročilih. Prav tako vse ostale družbe omenjajo tveganje evropske dolžniške krize, pri čemer še posebej izpostavljajo ekonomsko situacijo v Južni Evropi (Grčija, Italija, Španija).

Severnoameriški trg (predvsem ZDA) je po deležu prodaje najpomembnejši za kar šest od desetih analiziranih podjetij (AstraZeneca, Bayer, Eli Lilly, Ranbaxy, Roche in Teva). Vse naštete družbe z izjemo Ranbaxyja v letnih poročilih omenjajo zakonodajno reformo v ZDA oziroma z njo povezane pritiske na povečevanje rabatov in zniževanje cen zdravil. Za

Takedo je ameriški trg sicer drugi najpomembnejši, vendar družba kljub temu omenja vladne ukrepe in cenovne pritiske. Slednje ni presenetljivo, saj Takeda v ZDA ustvari približno 30 % prihodkov od prodaje.

Družbi, ki med vsemi analiziranimi ustvarita največ prihodkov na Japonskem (Takeda 49 % in Roche 10 %), v letnem poročilu omenjata ukrepe japonskih oblasti za zniževanje zdravstvenih izdatkov (zniževanje cen zdravil znotraj shem nacionalnega zdravstvenega zavarovanja).

AstraZeneca, ki približno 17 % prihodkov od prodaje ustvari v državah v razvoju, med vsemi družbami najbolj izpostavlja tveganje poslovanja na trgih v razvoju, med drugim bolj spremenljive ekonomske pogoje, konkurenco že obstoječih podjetij, šibko zaščito pravic intelektualne lastnine, neustrezno zaščito pred kaznivimi dejanji (ponarejanje, korupcija, prevare), nerazpoložljivost ustrezne delovne sile, intervencije nacionalnih vlad ali regulatorjev z omejevanjem dostopa do trga in/ali uvajanjem nadzora nad cenami. Bayer sicer omenja trge v razvoju, ki naj se tudi ne bi mogli v celoti izogniti poslabšanju razmer v svetovnem gospodarstvu, zlasti v povezavi z izvozom v Evropo. Takeda omenja znaten upad cen zdravil v Turčiji, AstraZeneca poleg Turčije omenja še vladne poskuse zniževanja stroškov zdravil v Južni Koreji in na Tajvanu.

Iz letnih poročil družb, ki poslujejo na Bližnjem vzhodu in v Afriki, je razvidno tveganje politične nestabilnosti, predvsem gre za politične nemire na Bližnjem vzhodu, v Libiji, Egiptu in drugod v Afriki (AstraZeneca, Ranbaxy, Roche, Takeda in Teva).

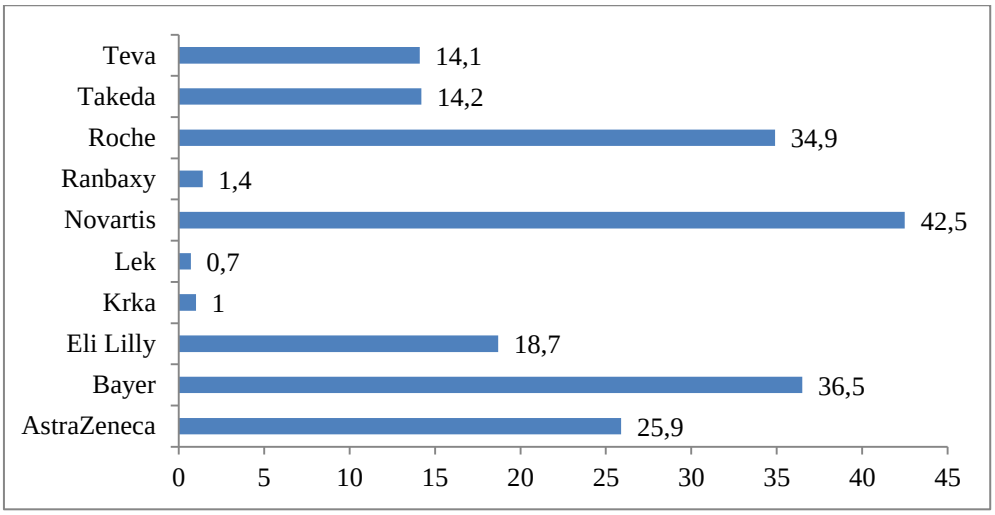
Zaradi mednarodnega poslovanja in nestanovitnosti deviznih tečajev so prav vse analizirane družbe izpostavljene valutnemu tveganju, razlike se sicer pojavljajo glede na lokacijo tujih podružnic in prodajne trge (med najpogosteje izpostavljenimi valutami so ameriški dolar, evro in japonski jen). Prav tako se zelo razlikuje delež prihodkov, ki ga posamezna družba ustvari v matični državi (npr. Roche v Švici ustvari le 1,2 % vseh prihodkov, medtem ko Takeda na Japonskem kar 49 %), in delež, ki izhaja iz poslovanja v tujini.

Tretji dejavnik, ki po mnenju nekaterih avtorjev (Broberg et al., 2010, str. 370; Linsley & Shrives, 2005, str. 302; Miihkinen, 2012, str. 453) vpliva na razlike v količini razkritih tveganj, izhaja iz različne **velikosti družb**. Prvi razlog, zaradi katerega naj bi večje družbe razkrivale večje število tveganj, je v tem, da z velikostjo podjetja raste število interesnih skupin in posledično količina zahtevanih informacij. Drugi razlog je v tem, da skušajo velika podjetja razkriti več informacij, da bi se izognila negativnemu ugledu, saj bi lahko majhno količino razkritih tveganj javnost razumela kot signal za prikrivanje slabih informacij in potencialen negativen vpliv na vrednost podjetja. Tretji razlog je v stroških priprave informacij, ki naj bi bili za manjše družbe večji in obratno. Zadeh in Eskandari (2012, str. 12) sicer opozarjata, da je zadnji argument v določenih primerih šibek, sploh

zaradi informacijske tehnologije, ki je dandanes na razpolago. Grüning (2007, str. 647) meni, da velikost podjetja zgolj posredno vpliva na razlike v količini razkritih tveganj. Večje družbe naj bi bolj pogosto kotirale na tujih borzah vrednostnih papirjev in posledično razkrivale več informacij. Na drugi strani nekateri avtorji (Aljifri, 2008, str. 98) povezave med velikostjo podjetja in količino razkritij niso dokazali.

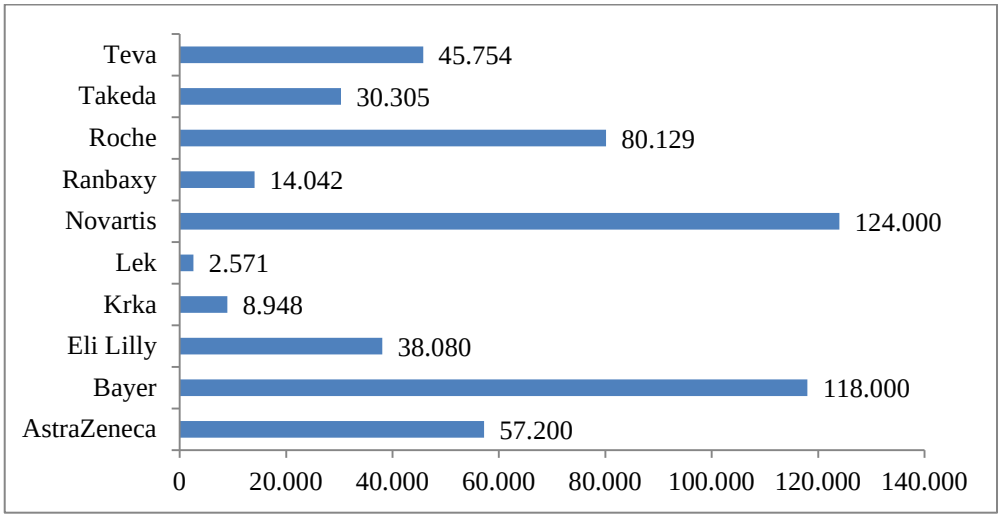
Na podlagi podatkov iz spodnjih slik lahko potrdimo, da Lek, ki je najmanjša družba iz vseh treh upoštevanih vidikov, razkriva najmanjše število tveganj. Prav tako Ranbaxy glede na prihodke od prodaje kot tudi glede na število zaposlenih in bilančno vsoto sodi med manjše družbe (med analiziranimi) in tudi razkriva manjše število tveganj. Zgornja ugotovitev ne drži za Krko, ki sicer sodi med manjše družbe, vendar razkriva primerljivo število tveganj kot na primer Bayer in Eli Lilly, ki sta bistveno večji od nje. Prav tako na podlagi analiziranih primerov ne drži, da največje družbe razkrivajo največ tveganj, saj na primer AstraZeneca in Teva razkrivata precej več tveganj kot Bayer in Roche, ki sta sicer iz vseh treh upoštevanih vidikov večja.

Slika 1: Prihodki od prodaje (v mia €)



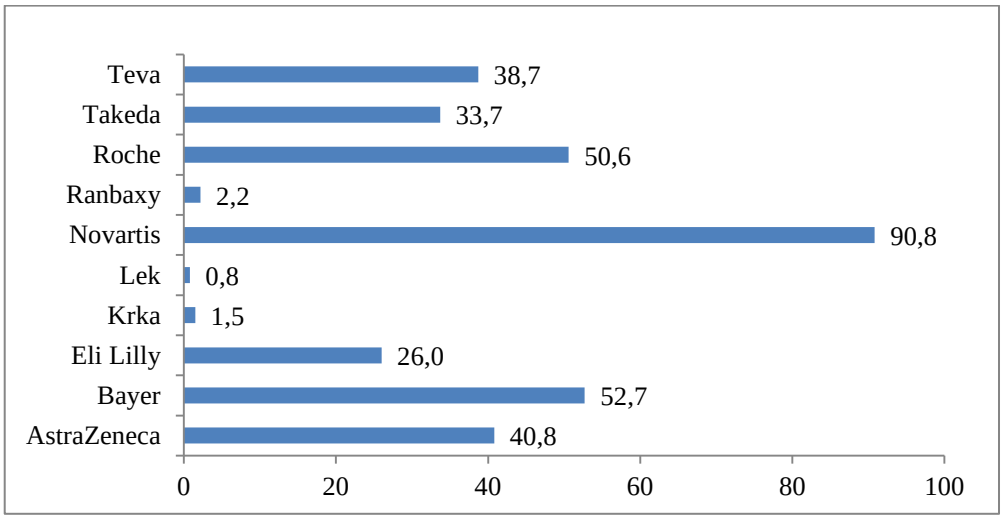
Vir: AstraZeneca PLC, Annual Report 2011, 2012, str. 77; Bayer AG, Annual Report 2011, 2012, str. 55; Eli Lilly and Company, Annual Report 2011, 2012, str. 49; F. Hoffmann-La Roche Ltd, Annual Report 2011, 2012, str. 144; Krka, d.d., Letno poročilo 2011, 2012, str. 8; Lek d.d., Letno poročilo 2011, 2012, str. 69; Novartis International AG, Annual Report 2011, 2012a, str. 140; Ranbaxy Laboratories Ltd, Annual Report 2011, 2012, str. 70; Takeda Pharmaceutical Company Ltd, Annual Report 2011, 2012, str. 8; Teva Pharmaceutical Industries Ltd, Annual Report 2011, 2012, str. 3.

Slika 2: Število zaposlenih



Vir: AstraZeneca PLC, Annual Report 2011, 2012, str. 40; Bayer AG, Annual Report 2011, 2012, str. 122; Eli Lilly and Company, Annual Report 2011, 2012, str. 25; F. Hoffmann-La Roche Ltd, Annual Report 2011, 2012, str. 143; Krka, d.d., Letno poročilo 2011, 2012, str. 82; Lek d.d., Letno poročilo 2011, 2012, str. 17; Novartis International AG, Annual Report 2011, 2012a, str. 141; Ranbaxy Laboratories Ltd, Annual Report 2011, 2012, str. 192; Takeda Pharmaceutical Company Ltd, Annual Report 2011, 2012, str. 8; Teva Pharmaceutical Industries Ltd, Annual Report 2011, 2012, str. 94.

Slika 3: Bilančna vsota (v mia €)



Vir: AstraZeneca PLC, Annual Report 2011, 2012, str. 143; Bayer AG, Annual Report 2011, 2012, str. 88; Eli Lilly and Company, Annual Report 2011, 2012, str. 47; F. Hoffmann-La Roche Ltd, Annual Report 2011, 2012, str. 45; Krka, d.d., Letno poročilo 2011, 2012, str. 47; Lek d.d., Letno poročilo 2011, 2012, str. 36; Novartis International AG, Annual Report 2011, 2012a, str. 192; Ranbaxy Laboratories Ltd, Annual Report 2011, 2012, str. 61; Takeda Pharmaceutical Company Ltd, Annual Report 2011, 2012, str. 8; Teva Pharmaceutical Industries Ltd, Annual Report 2011, 2012, str. 132.

Četrti dejavnik, ki vpliva na razlike v razkritjih finančnih tveganj, je povezan s **standardi, v skladu s katerimi posamezna družba pripravlja računovodske izkaze.** Ko gre za razkritja finančnih tveganj in z njimi povezanih finančnih instrumentov v pojasnilih k računovodskim izkazom, ugotavljam, da družbe, ki poročajo v skladu z Mednarodnimi standardi računovodskega poročanja (v nadaljevanju MSRP) v splošnem razkrivajo največ informacij, sledijo jim tiste, ki poročajo po ameriških splošno sprejetih računovodskih načelih (angl. *US Generally Accepted Accounting Principles,* v nadaljevanju US GAAP).

MSRP 7 zavezuje podjetja k razkritju informacij o naravi in obsegu tveganj iz finančnih instrumentov, katerim je podjetje izpostavljeno, ter o načinu obvladovanja teh tveganj. Vrednost finančnih instrumentov je namreč odvisna od gibanja ekonomskih spremenljivk (obrestne mere, deviznega tečaja, cen blaga itd.), zaradi česar posedovanje finančnih instrumentov izpostavi podjetje finančnim tveganjem, ki jih MSRP 7.32 deli na kreditno, likvidnostno in tržno tveganje (Uredba Komisije (ES) št. 1126/2008). K tržnemu tveganju spadajo valutno in obrestno tveganje ter tveganje spremembe drugih cen. Samo družbe, ki poročajo v skladu z MSRP (AstraZeneca, Bayer, Krka, Lek, Novartis in Roche), razkrivajo vsaj štiri od petih omenjenih tveganj, vse preostale družbe tri ali manj.

Po MSRP 7 so podjetja zavezana h kvalitativnim in kvantitativnim razkritjem. Pri prvih mora podjetje za posamezno vrsto tveganja, ki izhaja iz finančnih instrumentov, razkriti izvor tveganja, cilje, usmeritve in postopke upravljanja tveganj, metode za merjenje tveganja ter morebitne spremembe iz predhodnega obdobja (MSRP 7.33). Za določitev pomembnosti tveganja so potrebna tudi kvantitativna razkritja, pri katerih mora podjetje razkriti podatke o izpostavljenosti tveganju na datum poročanja in koncentracije tveganj (MSRP 7.34). Skladno z MSRP 7.40 mora podjetje razkriti tudi analizo občutljivosti za vsako vrsto tržnega tveganja, ki mu je izpostavljeno ob koncu poročevalskega obdobja, in ovrednotiti vpliv sprememb posameznih dejavnikov tveganja na trgu na poslovni izid podjetja (Uredba Komisije (ES) št. 1126/2008). Medtem ko AstraZeneca, Bayer, Krka in Roche razkrivajo analizo občutljivosti, Novartis uporablja alternativno možnost, ki jo dovoljuje MSRP 7.41, in sicer razkriva metodo tvegane vrednosti.

MSRP 7.22 se nanaša na razkrivanje ukrepov varovanja pred tveganji. Podjetje mora za vsako vrsto varovanj pred tveganji (za varovanje poštene vrednosti pred tveganji, varovanje denarnih tokov pred tveganji in varovanje čistih finančnih naložb v podjetje v tujini pred tveganji) razkriti opis varovanja, opis instrumenta varovanja in njegovo pošteno vrednost na datum poročanja ter naravo tveganja, ki se varuje (Uredba Komisije (ES) št. 1126/2008). AstraZeneca, Bayer in Roche, ki uporabljajo izvedene finančne instrumente za varovanje pred tveganjem po pravilih HA, izpolnjujejo zgoraj omenjene zahteve.

Na drugi strani nekatere družbe namesto po MSRP poročajo po **US GAAP**. Tudi pri US GAAP gre lahko za varovanje poštene vrednosti, denarnega toka ali čistih finančnih naložb

v podjetje v tujini pred tveganjem. Pri varovanju poštene vrednosti pred tveganjem so si US GAAP in MSRP podobni v tem, da oboji zahtevajo razkritje dobička in izgube iz varovane postavke in instrumenta varovanja. Prav tako so podobnosti opazne pri varovanju denarnih tokov pred tveganjem, npr. pri zahtevah o razkritju zneska, ki je bil v obravnavanem obdobju pripoznan v lastniškem kapitalu, in zneska, odstranjenega iz lastniškega kapitala in vključenega v poslovni izid v obravnavanem obdobju. Medtem ko MSRP zahtevajo opis morebitnih napovedanih transakcij, pri katerih je bil v preteklosti uporabljen HA, za katerega pa se pričakuje, da se ne bo več pojavil, US GAAP zahtevajo razkritja zneskov, vključenih v poslovni izid, v primeru ko verjetno ne bo prišlo do prvotno napovedane transakcije v prvotno določenem obdobju. V nasprotju z MSRP po US GAAP kvalitativna razkritja v pojasnilih k računovodskim izkazom niso obvezna. Obvezna so le razkritja pomembnih koncentracij kreditnega tveganja, pri čemer je razvidno, da tveganje koncentracije omenjata Eli Lilly in tudi Teva. Razlike so opazne tudi pri razkritju metode ocenjevanja izpostavljenosti, ki je obvezna po MSRP, po US GAAP pa ne. Kljub temu obe omenjeni družbi prostovoljno razkrivata metode obvladovanja finančnih tveganj (Financial Accounting Standards Board, 2008; Uredba Komisije (ES) št. 1126/2008).

Ranbaxy pripravlja letno poročilo v skladu z indijskimi splošno sprejetimi računovodskimi načeli (angl. *Indian Generally Accepted Accounting Principles*, v nadaljevanju **Indian GAAP**). O razkritjih finančnih instrumentov govori AS 32, katerega vsebina je praktično ista kot pri MSRP 7. V nasprotju z MSRP in US GAAP, kjer je standard o razkritjih finančnih instrumentov zavezujoč, pa AS 32 za vsa obdobja poročanja, ki so se začela pred 1. aprilom 2011, velja le kot priporočilo in torej za obravnavano letno poročilo družbe Ranbaxy še ni obvezen (The Institute of Chartered Accountants of India, 2005). To tudi pojasni manjši obseg razkritij tveganj, ki izhajajo iz finančnih instrumentov, v omenjenem letnem poročilu. Ranbaxy sicer omenja uporabo izvedenih finančnih instrumentov v okviru HA, ni pa podrobnega opisa razmerja med varovano postavko in instrumentom varovanja, prav tako ni razkrita metoda ocenjevanja izpostavljenosti finančnim tveganjem.

Večje razlike so opazne pri Takedi, ki pripravlja računovodske izkaze v skladu z japonskimi splošno sprejetimi računovodskimi načeli (angl. *Japanese Generally Accepted Accounting Principles*, v nadaljevanju **JP GAAP**). Bistvena razlika med JP GAAP in MSRP ter US GAAP je v vrstah varovanj pred tveganji, saj se po JP GAAP načeloma uporablja odloženo obračunavanje varovanja pred tveganji, izjemoma pa varovanje poštene vrednosti pred tveganji (PwC Japan, 2012). Kot je razvidno iz pojasnil k računovodskim izkazom, Takeda uporablja odloženo obračunavanje varovanja pred tveganji za varovanje pred obrestnim in valutnim tveganjem.

Peti dejavnik, ki vpliva na obseg in način poročanja o tveganjih, je povezan z **zakonodajo, veljavno v posameznih državah, ter predpisi s področja vrednostnih papirjev.** Družbe, ki poročajo po MSRP, so vezane še na določeno nacionalno zakonodajo in/ali zakonodajo EU. **Direktiva EU** (Direktiva 2003/51/ES Evropskega parlamenta in

sveta z dne 18. junija 2003 o spremembah direktiv 78/660/EGS, 83/349/EGS, 86/635/EGS in 91/674/EGS o letnih in konsolidiranih računovodskih izkazih posameznih vrst družb, bank in drugih finančnih institucij ter zavarovalnic, ur.l. EU 178) zahteva, da letno poročilo »vsebuje vsaj pošten prikaz razvoja in uspešnosti poslovanja družbe ter njenega položaja, skupaj z opisom glavnih tveganj in negotovosti, s katerimi se sooča.«

V **Sloveniji** družbe k razkritjem zavezujejo tudi ZFPPIPP, Zakon o gospodarskih družbah (65/2009-UPB3, 83/2009 *Odl.US*: U-I-165/08-10, Up-1772/08-14, Up-379/09-8, 33/2011, 91/2011, 100/2011 Skl.US: U-I-311/11-5, 32/2012, 57/2012, 44/2013 *Odl.US*: U-I-311/11-16, v nadaljevanju ZGD-1) in Kodeks upravljanja javnih delniških družb. ZFPPIPP v upravljanje tveganj med drugim zajema poročanje o tveganjih, ki jim je ali bi jim lahko bila družba izpostavljena pri svojem poslovanju. Kodeks upravljanja javnih delniških družb zavezuje podjetja k poročanju o finančnem in pravnem položaju ter poslovanju družbe, vključno z bistvenimi tveganji in negotovostmi, ki jim je družba izpostavljena, ter cilji in ukrepi upravljanja s tveganji ter vplivi dogodkov iz okolja, ki lahko vplivajo na pravni in finančni položaj družbe. ZGD-1 določa, da mora poslovno poročilo vsebovati »pošten prikaz razvoja in izidov poslovanja družbe ter njenega finančnega položaja, vključno z opisom bistvenih tveganj in negotovosti, ki jim je družba izpostavljena.« »Če je to pomembno za presojo premoženja in obveznosti družbe, njenega finančnega položaja ter poslovnega izida, morajo biti v poslovnem poročilu prikazani tudi cilji in ukrepi upravljanja finančnih tveganj družbe /…/ ter izpostavljenost družbe cenovnim, kreditnim in likvidnostnim tveganjem in tveganjem v zvezi z denarnim tokom.« V Krkino letno poročilo je vključena tudi izjava o usklajenosti z določbami Kodeksa upravljanja javnih delniških družb (Krka, d.d., 2012, str. 29).

Poleg zahtev MSRP v **Veliki Britaniji** Zakon o družbah (angl. *Companies Act*) zahteva razkritja o glavnih trendih in tveganjih, ki bi lahko vplivali na prihodnji razvoj, poslovanje in položaj podjetja. Poleg tega velja še Kodeks upravljanja družb (angl. *UK Corporate Governance Code*), ki od poslovodstva javnih družb zahteva ohranjanje stabilnega sistema upravljanja tveganj in sistema notranjih kontrol. Zahteve tega kodeksa potrjuje tudi Turnbullovo poročilo (ICAEW, 2011, str. 40, 48). V skladu s Turnbullovim poročilom je poslovodstvo dolžno uvesti tak sistem notranjega nadzora, ki bo omogočal uspešno obvladovanje tistih tveganj, ki bi lahko pomembno vplivala na doseganje poslovnih ciljev. Turnbullovo poročilo od podjetij ne zahteva razkritja tveganj, ki jim je družba izpostavljena, temveč razkritja o učinkovitosti sistema notranjih kontrol in samega procesa upravljanja tveganj ter informacije, ali ga nadzorni svet redno nadzira (Berk et al., 2005, str. 65; Korošec & Horvat, 2005, str. 221).

V **Nemčiji** je poleg MSRP v veljavi Nemški trgovinski zakonik (nem. *Handelsgesetzbuch*, v nadaljevanju HGB), ki v 315. členu zahteva vključitev poročila o tveganjih v poslovni del letnega poročila skupine. Posledično so za skupine v Nemčiji relevantni tudi nemški računovodski standardi (angl. *German Accounting Standards*, v nadaljevanju GAS), in

sicer sta za razkritja tveganj pomembna GAS 5 ter GAS 15. V skladu z GAS in HGB naj bi letno poročilo skupine obsegalo razkritja tistih tveganj, ki bi lahko vplivala na odločitve uporabnikov letnega poročila, oceno potencialnih posledic tveganj (verjetnost nastanka tveganja in škodnih učinkov v primeru, če pride do realizacije tveganja), opis politik, postopkov in organizacije sistema obvladovanja tveganj, opis tveganj, ki izhajajo iz finančnih instrumentov, ter cilje in metode obvladovanja tveganj v povezavi z razkritimi finančnimi instrumenti. Poročilo o tveganjih mora predstavljati samostojni del poslovnega poročila (Beretta & Bozzolan, 2004, str. 267; Dobler, 2005, str. 1193-1196; Dobler et al., 2011, str. 4). Bayer pripravlja letno poročilo tudi v skladu s priporočili Kodeksa upravljanja družb (angl. *German Corporate Governance Code*) s tem, ko objavlja poročila o trendih poslovanja, finančnem položaju, poslovnih rezultatih in povezanih tveganjih (Bayer AG, 2012, str. 101).

V **Švici** Kodeks najboljših praks pri upravljanju družb (angl. *Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance*) zahteva razkritja o upravljanju družbe v letnem poročilu (Swiss Business Federation, 2007, str. 18). Na omenjeni Kodeks se nanaša tudi Direktiva Švicarske borze o informacijah glede upravljanja družb (angl. *SWX Swiss Exchange Directive on information relating to Corporate Governance*), ki zahteva razkritja informacij o strukturi in lastništvu skupine, med drugim tudi razkritje informacij o sistemu obvladovanja tveganj (SIX Swiss Exchange Ltd, 2009).

Ugotovimo lahko, da podobnosti v razkritjih slovenskih, švicarskih, britanske in nemške družbe izhajajo iz skupnih standardov, ko gre za razkritja finančnih instrumentov za varovanje pred tveganji v pojasnilih k računovodskim izkazom. Kljub temu so v poročanju opazne tudi določene razlike, deloma kot posledica veljavne domače zakonodaje. Tako je na primer nemška zakonodaja predvsem bolj stroga kot švicarska, ko gre za obvezno samostojno poglavje o tveganjih v poslovnem delu letnega poročila (pri obeh švicarskih družbah so tveganja razpršena po različnih delih poslovnega dela poročila). Slovenska in nemška zakonodaja sta bolj strogi od britanske, ko gre za razkritja metod obvladovanja tveganj (AstraZeneca npr. ukrepe obvladovanja tveganja razkriva izključno za finančna tveganja v pojasnilih k računovodskim izkazom, medtem ko Bayer, Krka in Lek metode za obvladovanje tveganj omenjajo tudi v poslovnem delu poročila). Švicarska zakonodaja se osredotoča predvsem na razkritja sistema obvladovanja tveganj, ki je v letnih poročilih obeh švicarskih družb podrobno opisan, ne vključuje pa zahtev glede opisa tveganj in razkritij, vezanih na prihodnje poslovanje (za nefinančna tveganja Roche slednjih tudi ne razkriva). Slovenska zakonodaja je v nasprotju z ostalimi manj stroga glede razkritij organizacije sistema obvladovanja tveganj. Krka sicer kljub temu razkriva organe, vključene v postopek obvladovanja tveganj, medtem ko to iz Lekovega letnega poročila ni razvidno.

Vse družbe, katerih delnice kotirajo v **ZDA**, morajo pri poročanju o tveganjih upoštevati zahteve SEC in zakona Sarbanes-Oxley (angl. *Sarbanes-Oxley Act*). V skladu z zakonom

Sarbanes-Oxley morajo družbe v letna poročila vključiti oceno kakovosti in učinkovitosti strukture notranjih kontrol in postopkov za finančno poročanje. Ker ti postopki nasploh predstavljajo pomemben del kontrol v podjetju, so omenjena razkritja lahko uporabna za ocenjevanje tveganj podjetja oziroma postopkov obvladovanja tveganj (ICAEW, 2011, str. 48). Ameriške družbe so o tveganjih dolžne poročati v poročilu Form 10-K (Eli Lilly), tuje družbe, katerih delnice kotirajo na ameriški borzi vrednostnih papirjev, pa v poročilu Form 20-F (AstraZeneca, Novartis, Teva). Družbe morajo razkriti dogodke ali negotovosti, ki bi lahko vplivali na njihovo likvidnost, neugodne trende pri virih financiranja ter trende in negotovosti, ki so ali bi lahko imeli vpliv na prihodke od prodaje ali dobiček iz poslovanja (United States Securities and Exchange Commission, 2013).

V okviru poročila **Form 10-K** SEC zahteva razpravo o dejavnikih tveganja, ki mora biti kratka in logično organizirana in ki naj ne vsebuje splošnih tveganj, ki se nanašajo na vse družbe. Vsak dejavnik tveganja mora vključevati podpoglavje, v katerem je posamezno tveganje ustrezno opisano (United States Securities and Exchange Commission, 2012a). Dodatna kvalitativna in kvantitativna razkritja SEC zahteva za tržna tveganja. Družba mora finančne instrumente, občutljive na tržna tveganja, razvrstiti med instrumente za namen trgovanja ali med tiste, ki niso namenjeni trgovanju. Za vsako posamezno tržno tveganje mora družba pripraviti kvantitativna razkritja na enega od treh predpisanih načinov. Prva možnost je tabelarična predstavitev informacij, povezanih s finančnimi instrumenti; te informacije morajo vključevati poštene vrednosti finančnih instrumentov in pogodbenih pogojev ter omogočati določitev pričakovanih denarnih tokov iz teh instrumentov za naslednjih pet let. Znotraj vsake skupine tveganj morajo biti instrumenti razvrščeni glede na skupne značilnosti, npr. pri valutnih tveganjih glede na funkcionalno valuto, pri tveganjih spremembe cen surovin glede na vrsto surovine itd. Druga možnost je razkritje analize občutljivosti, ki izraža potencialno izgubo v prihodnjih dobičkih, pošteni vrednosti ali denarnih tokovih iz finančnih instrumentov, občutljivih na tržna tveganja, ki izhajajo iz ene ali več hipotetičnih sprememb v obrestnih merah, deviznih tečajih ali cenah surovin v določenem časovnem obdobju. Tretja možnost je razkritje tvegane vrednosti, ki izraža potencialno izgubo v prihodnjih dobičkih, pošteni vrednosti ali denarnih tokovih iz finančnih instrumentov, v določenem obdobju z določeno verjetnostjo, ki izhaja iz sprememb v obrestnih merah, deviznih tečajih, cenah surovin itd. Tako pri analizi občutljivosti kot tudi pri metodi tvegane vrednosti mora družba navesti opis modela, predpostavk in parametrov, potrebnih za razumevanje zgornjih informacij. Pri kvalitativnih razkritjih tržnih tveganj mora družba opisati pomembnejše izpostavljenosti tržnim tveganjem. Opis mora vključevati razpravo o ciljih, splošni strategiji in morebitnih instrumentih za obvladovanje teh tveganj ter primerjavo s predhodnim obdobjem. Kvalitativne informacije morajo biti posebej predstavljene za finančne instrumente za namen trgovanja in tiste, ki niso namenjeni trgovanju (United States Securities and Exchange Commission, 2013). V letnem poročilu Eli Lilly so v poglavju o dejavnikih tveganja navedena finančna in nefinančna tveganja, vključno z razlago posameznega dejavnika. V kvalitativnih razkritjih Eli Lilly opisuje obrestno in valutno tveganje,

instrumente in cilje obvladovanja teh tveganj, medtem ko v kvantitativnih razkritjih razkriva analizo občutljivosti.

V okviru poročila **Form 20-F** SEC prav tako zahteva razkritja dejavnikov tveganj, ki so specifična za podjetje ali panogo. Le-ti so lahko razvrščeni po pomembnosti za podjetje, kar pa ni nujno. Dejavniki tveganja morajo med drugim vključevati naravo aktivnosti, v katere je oziroma bo družba vključena, dejavnike, ki se nanašajo na države, kjer družba posluje, finančni položaj podjetja, neobičajne konkurenčne razmere, potek patentov, pogodb, odvisnost od omejenega števila kupcev ali dobaviteljev itd. Kar zadeva dodatna kvantitativna in kvalitativna razkritja tržnih tveganj, so zahteve enake kot za Form 10-K (United States Securities and Exchange Commission, 2012b). Kot že omenjeno, Novartis poročilo Form 20-F pripravlja ločeno, medtem ko AstraZeneca in Teva informacije, ki jih zahteva SEC, vključujeta v letno poročilo. Pri vseh treh družbah poglavje o dejavnikih tveganj vključuje obsežen seznam finančnih in nefinančnih tveganj ter razpravo o vsakem posameznem tveganju. Pri kvalitativnih razkritjih vse tri družbe opisujejo obrestno in valutno tveganje (Novartis tudi tveganje spremembe cen surovin), metode obvladovanja teh tveganj, Teva in Novartis tudi cilje njihovega obvladovanja. Pri kvantitativnih razkritjih so med družbami opazne razlike v načinu prikaza informacij (AstraZeneca je izbrala razkritje analize občutljivosti, Novartis metodo tvegane vrednosti ter Teva tabelarično predstavitev finančnih instrumentov), so pa vsi trije načini v okviru zahtev zakona Sarbanes-Oxley.

Ugotavljam, da so zahteve SEC glede razkritij tveganj podobne za ameriške družbe in neameriške družbe, ki kotirajo v ZDA. Iz analiziranih letnih poročil je sicer razvidno, da pri AstraZeneci, Novartisu in Tevi poglavje o dejavnikih tveganj vsebuje od triindvajset do devetindvajset podpoglavij na osmih do dvanajstih straneh, medtem ko je pri Eli Lilly opisanih le dvanajst dejavnikov tveganj na približno treh straneh. To lahko pojasnimo s tem, da SEC v navodilih za izpolnjevanje Form 10-K izrecno opredeljuje, naj bo razprava o dejavnikih tveganj kratka ter naj letno poročilo ne vsebuje splošnih tveganj, ki se nanašajo na vse družbe. Tako v letnem poročilu Eli Lilly ne najdemo nekaterih tveganj, npr. tveganja zaposlenih, okoljskega in likvidnostnega tveganja, za katera se verjetno predpostavlja, da so skupna vsem družbam. Pri kvantitativnih razkritjih tržnih tveganj družbe izbirajo različne načine priprave le-teh, medtem ko pri kvalitativnih razkritjih ni bistvenih razlik v vsebini. Razlika je opazna v obsegu razkritij, ki je pri Eli Lilly tudi tukaj manjši kot pri treh tujih družbah.

Če letna poročila družb, ki kotirajo v ZDA, primerjamo z ostalimi, ugotovimo, da je pri vseh družbah največji poudarek na finančnih tveganjih. SEC sicer bolj poudarja tržna tveganja, medtem ko MSRP dajejo enako težo vsem finančnim tveganjem. Tudi Dobler et al. (2011, str. 4) ugotavljajo, da so razkritja primerljiva v pojasnilih k računovodskim izkazom, medtem ko so razlike večje v poslovnem delu letnega poročila. Pri obsegu razkritij tveganj (upoštevajoč število tveganj ter podrobnost opisa posameznega tveganja)

ugotavljam, da največ poročajo neameriške družbe, ki kotirajo na ameriški borzi vrednostnih papirjev. Kot pojasnjuje Grüning (2007, str. 648), je razlog v tem, da morajo zadostiti regulatornim zahtevam držav, kjer kotirajo (v tem primeru SEC – Form 20-F). Opažam, da AstraZeneca, Novartis in Teva opisujejo tudi nekaj tveganj, ki jih ne najdemo v letnem poročilu nobene od preostalih sedmih družb, npr. tveganje pridobivanja novih virov financiranja in tveganje outsourcinga. Na osnovi letnih poročil AstraZenece, Novartisa in Teve lahko potrdimo ugotovitev, da je količina razkritij pozitivno povezana s kakovostjo opisa tveganj. Miihkinen (2012, str. 450) namreč ugotavlja, da družbe, ki razpravljajo o več tveganjih hkrati zagotovijo tudi več informacij o posameznem tveganju. Na drugi strani o tveganjih najmanj poročajo Lek, Ranbaxy in Takeda. Lek namreč pri več tveganjih pove, da z izpostavljenostjo upravlja v okviru skupine Novartis, da je poslovanje skladno z Novartisovimi standardi ter da izvaja postopke in metode notranjih kontrol, ki so predpisani z zakonom Sarbanes-Oxley. Posledično lahko sklepamo, da ravno dejstvo, da se o tveganjih poroča na ravni skupine Novartis, predstavlja vzrok za pomanjkljivo poročanje o tveganjih v Lekovem letnem poročilu. Ranbaxy, ki kotira samo na indijskih borzah vrednostnih papirjev, računovodske izkaze sicer pripravlja v skladu z določbami Inštituta pooblaščenih računovodij Indije, relevantnimi določbami Zakona o družbah in smernicami Odbora za trg vrednostnih papirjev (angl. *Securities and Exchange Board of India*) (Ranbaxy Laboratories Ltd, 2012, str. 138). Takeda kotira samo na japonskih borzah in pripravlja računovodske izkaze v skladu z Zakonom o finančnih instrumentih in izmenjavi (angl. *Japanese Financial Instruments and Exchange Act*) in s tem povezanimi računovodskimi predpisi (Takeda Pharmaceutical Company Ltd, 2012, str. 99). Glede na to, da Ranbaxy in Takeda razkrivata razmeroma majhno število tveganj, da je opis tveganj kratek (na eni strani), da so metode obvladovanja tveganj navedene izključno za finančna tveganja in da je izredno malo informacij o postopku in organih obvladovanja tveganj v podjetju, sklepamo, da indijska in japonska zakonodaja ter predpisi s področja vrednostnih papirjev niso tako strogi kot v ZDA in v Evropi.

Dejavniki, ki vplivajo na razlike v razkritjih obvladovanja tveganj, so povzeti v spodnji tabeli.

Tabela 3: Dejavniki, ki vplivajo na razlike v razkritjih obvladovanja tveganj

	Proizvajalec originalnih/ generičnih zdravil	**Glavni trgi**	**Velikost (glede na preostale analizirane družbe)**	**Računovodski standardi**	**Zakonodaja in predpisi s področja vrednostnih papirjev**
AstaZeneca	originalna zdravila	ZDA Zahodna Evropa države v razvoju	srednja	MSRP	Zakon o družbah, Kodeks upravljanja družb, Turnbullovo poročilo, SEC (Form 20-F), Zakon Sarbanes-Oxley

se nadaljuje

nadaljevanje

	Proizvajalec originalnih/ generičnih zdravil	Glavni trgi	Velikost (glede na preostale analizirane družbe)	Računovodski standardi	Zakonodaja in predpisi s področja vrednostnih papirjev
Bayer	originalna zdravila	ZDA Nemčija Kitajska	večja	MSRP	Nemški trgovinski zakonik, GAS 5, GAS 15, Kodeks upravljanja družb
Eli Lilly	originalna zdravila	ZDA Evropa Japonska	srednja	US GAAP	SEC (Form 10-K), Zakon Sarbanes-Oxley
Krka	generična zdravila	Srednja, Vzhodna, Zahodna Evropa	manjša	MSRP	ZFPPIPP, ZGD-1, Kodeks upravljanja javnih delniških družb
Lek	generična zdravila	Srednja in Vzhodna Evropa	manjša	MSRP	ZFPPIPP, ZGD-1, Kodeks upravljanja javnih delniških družb, Zakon Sarbanes-Oxley
Novartis	originalna zdravila	Evropa ZDA Azija + Afrika + Avstralazija	večja	MSRP	Kodeks najboljših praks pri upravljanju družb, Direktiva Švicarske borze o informacijah glede upravljanja družb, SEC (Form 20-F), Zakon Sarbanes-Oxley
Ranbaxy	generična zdravila	Severna Amerika Indija Evropa Afrika	manjša	Indian GAAP	Določbe Inštituta pooblaščenih računovodij Indije, Zakon o družbah, smernice Odbora za trg vrednostnih papirjev
Roche	originalna zdravila	ZDA EU Japonska	večja	MSRP	Kodeks najboljših praks pri upravljanju družb, Direktiva Švicarske borze o informacijah glede upravljanja družb
Takeda	originalna zdravila	Japonska Amerika Evropa	srednja	JP GAAP	Zakon o finančnih instrumentih in izmenjavi
Teva	generična zdravila	ZDA EU	srednja	US GAAP	SEC (Form 20-F), Zakon Sarbanes-Oxley

Vir: Povzeto in prilagojeno po AstraZeneca PLC, Annual Report 2011, 2012, str. 40-146; Bayer AG, Annual Report 2011, 2012, str. 101-188; Dobler et al., Attributes of Corporate Risk Disclosure: An International Investigation in the Manufacturing Sector, 2011, str. 4; Eli Lilly and Company, Annual Report 2011, 2012, str. 19-53; F. Hoffmann-La Roche Ltd, Annual Report 2011, 2012, str. 143-144; ICAEW, Reporting Business Risks: Meeting Expectations, 2011, str. 40-48; Krka, d.d., Letno poročilo 2011, 2012, str. 8-82; Lek d.d., Letno poročilo 2011, 2012, str. 7-41; Novartis International AG, Annual Report 2011, 2012a, str. 88-148; Ranbaxy Laboratories Ltd, Annual Report 2011, 2012, str. 16-139; SIX Swiss Exchange Ltd, SWX Swiss

Exchange Directive on information relating to Corporate Governance, 2009; Swiss Business Federation, Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance, 2007, str. 18; Takeda Pharmaceutical Company Ltd, Annual Report 2011, 2012, str. 8-99; Teva Pharmaceutical Industries Ltd, Annual Report 2011, 2012, str. 3-94; ZFPPIPP; ZGD-1.

Na podlagi zgornjih ugotovitev lahko povzamemo, da razlike v računovodskih standardih, nacionalni zakonodaji ter predpisih s področja vrednostnih papirjev vplivajo na razlike v poročanju o tveganjih. Prav tako na razlike v razkritjih tveganj vplivajo trgi, kjer družbe poslujejo, in deloma dejstvo, ali gre za proizvajalca originalnih ali generičnih zdravil. Manjši je vpliv velikosti na poročanje o tveganjih, saj so vse analizirane družbe razmeroma velike, vpete v mednarodno poslovanje in kotirajo na borzah. Sklepamo, da bi bil vpliv tega dejavnika bolj očiten, če bi analizirali in primerjali bistveno manjša podjetja.

4.3 Predlogi izboljšav

Nova zakonodaja in standardi s področja poročanja o tveganjih že sami po sebi zahtevajo dodatna oziroma izboljšana razkritja tveganj. Broberg et al. (2010, str. 351) tako na primer analizirajo švedska podjetja in izpostavljajo pozitiven vpliv uvedbe MSRP na poročanje o tveganjih. Miihkinen (2012, str. 437) ugotavlja, da se število razkritij povečuje in da so informacije bolj obsežne, medtem ko ni prišlo do povečanja kvantitativnih razkritij. Na drugi strani so nekateri avtorji skeptični glede izboljšav v poročanju o tveganjih, saj naj bi zakonske zahteve in standardi vplivali le na število, ne pa tudi na kakovost razkritij tveganj (Beretta & Bozzolan, 2004, str. 267; Oliveira, Rodrigues, & Craig, 2013, str. 128). Oliveira et al. (2013, str. 127) izpostavljajo tudi dejstvo, da so družbe izpostavljene tako nefinančnim kot tudi finančnim tveganjem, medtem ko novejša zakonodaja (npr. MSRP 7) zahteva le razkritja slednjih. Prav tako se je po mnenju ICAEW (2011, str. 12) kot odgovor na nove zahteve povečal obseg razkritij, ne pa tudi uporabnost le-teh za vlagatelje. Glede na navedeno so v nadaljevanju predstavljeni določeni predlogi, s katerimi bi se lahko poročanje podjetij o tveganjih še dodatno izboljšalo.

Vsako poročilo bi moralo vsebovati opredelitev tveganja in namen ter cilje družbe pri obvladovanju tveganj.

Družba se mora odločiti za smiselno število tveganj, ki jih bo razkrila v letnem poročilu. Če razkrije preveliko število tveganj, uporabnik lahko izgubi občutek, katera od naštetih tveganj so dejansko pomembna za podjetje. Če razkrije premajhno število tveganj, lahko uporabniki informacij razberejo napačno sporočilo, da družba določenih tveganj sploh ne prepoznava in posledično nima razvitih mehanizmov za njihovo obvladovanje. Ker glede na dejavnost družbe, vpetost v mednarodno poslovanje, kotacijo na tujih borzah itd. pričakujemo, da določena tveganja zagotovo so prisotna, jih je smiselno vsaj omeniti. Pri vsakem tveganju naj bo jasno razvidno, ali je tveganje z vidika družbe kritično, pomembno ali manj pomembno. Za manj pomembna tveganja je dovolj, da podjetje omeni, da ima

vzpostavljene mehanizme njihovega obvladovanja, medtem ko naj pomembna in kritična tveganja tudi podrobneje opiše.

Poročanje o tveganjih naj bo koherentno. V kolikor so finančna tveganja omenjena v računovodskem delu letnega poročila, naj bodo vsaj omenjena tudi v poglavju o tveganjih v poslovnem delu. V nasprotnem primeru lahko ob pregledovanju poslovnega poročila napačno zaključimo, da določeno finančno tveganje v podjetju ni prisotno.

Ker so vsa podjetja, vključena v analizo, razmeroma velika, je logično, da so izpostavljena vsem vrstam tveganj, torej poleg finančnih in poslovnih tudi tveganjem delovanja. Glede na dejavnost pričakujemo, da so vsa analizirana podjetja odvisna od informacijske tehnologije in od zaposlenih, ter da z izdelki oskrbujejo izbrane kupce, in posledično lahko sklepamo, da so tveganja delovanja informacijskega sistema, tveganja človeških virov in tveganja oskrbe z izdelki prisotna v vseh desetih podjetjih, čeprav v vseh letnih poročilih niso razkrita. Smiselno bi bilo, da podjetja vsaj omenijo tudi tveganja delovanja, četudi so splošna in skupna vsem podjetjem, saj lahko le na tak način uporabniki informacij vedo, da je družba na ta tveganja pozorna in jih ima pod nadzorom. Hkrati pa pri splošnih tveganjih zadostuje krajši in manj podroben opis kot pri tveganjih, ki so specifična za določeno podjetje.

Ko gre za razkritja tveganj, bi bila uporabna primerjava dejavnikov tveganj glede na preteklo poročevalsko obdobje. Družbe bi lahko na primer pripravile kratek povzetek, iz katerega naj bo razvidno, katera tveganja so se pojavila na novo, izpostavljenost katerim tveganjem se zmanjšuje ter pomembnost katerih dejavnikov tveganj se je povečala v primerjavi s predhodnim obdobjem in zakaj.

Za lažje iskanje in uporabo informacij o tveganjih bi bilo smiselno tveganja sistematično zbrati v posebnem poglavju o tveganjih. Tveganja, ki izhajajo iz finančnih instrumentov, so že umeščena v pojasnila k računovodskim izkazom. Včasih pa se dogaja, da so nefinančna tveganja razpršena po celem letnem poročilu, na primer v poglavjih o panožnih trendih, o proizvodih, o analizi trgov itd., zato si uporabnik težje ustvari celovito sliko o izpostavljenosti podjetja tveganjem. ICAEW (2011, str. 38) sicer opozarja, da lahko v tem primeru pride do ponavljanja. Informacije, vključene v poglavje o tveganjih, se namreč nanašajo tudi na poročanje o strategiji podjetja, na razpravo o preteklem poslovanju in prihodnjih ciljih ter na podatke o finančnem položaju podjetja in jih podjetja posledično razkrivajo v ustreznih poglavjih. Stališče ICAEW je torej, da posebno poglavje o tveganjih ni nujno potrebno, saj se podjetje s tem izogne navedbi vseh negativnih informacij na enem mestu, hkrati pa tveganja bolje umesti v kontekst in zato izboljša njihovo razumevanje v povezavi s poslovanjem, cilji in strategijo podjetja. Glede na dolžino letnih poročil menim, da je tveganja kljub temu priporočljivo zbrati tudi v posebnem poglavju, v ostalih poglavjih pa tveganja ustrezno omeniti in namesto prekomernega ponavljanja informacij navesti ustrezen sklic na poglavje o tveganjih.

Poleg tega, da bi morale družbe za vsak posamezen dejavnik tveganja prikazati, kakšen vpliv ima na poslovanje podjetja, in prikazati povezavo med tveganji ter strategijo in cilji podjetja, je pomembno, da družbe tudi navedejo potencialne vplive tveganj na prihodnje poslovanje. Vsaj pri tistih tveganjih, ki jih je mogoče na kakršen koli način izmeriti, bi morale dati prednost kvantitativnim informacijam, saj so le-te za vlagatelje bolj uporabne od samih opisov tveganj. Pri določenih tveganjih je možne vplive na poslovanje težko izmeriti (npr. pri tveganjih delovanja), zato mora podjetje zagotoviti dovolj dobra opisna razkritja.

Priporočljivo bi bilo, da družbe razkrijejo mehanizme obvladovanja tveganj za vsa tveganja in ne izključno za tveganja, ki izhajajo iz finančnih instrumentov. Družbe bi morale navesti, ali uporabljajo metodo izogibanja tveganju, zmanjševanja, prenosa ali sprejema tveganja in utemeljiti uporabo izbranih strategij. Vsaj pri pomembnejših in manj poznanih mehanizmih obvladovanja tveganj je potreben tudi opis oziroma navedba konkretnega primera uporabe, saj lahko le na tak način uporabniki razkritij vedo, da ima podjetje pripravljene odzive za soočanje s tveganji in da jih je sposobno ustrezno uporabiti. Posebej bi bilo smiselno izpostaviti nove metode obvladovanja tveganj, v kolikor jih ima družba namen uporabiti.

V poglavju o tveganjih bi morala podjetja na kratko razložiti, kakšna je vloga posameznih organov v procesu obvladovanja tveganj. Za uporabnike informacij namreč ni dovolj seznam in opis tveganj, temveč je pomembno, da razumejo, da je proces obvladovanja tveganj v podjetju tudi ustrezno organiziran in da so pristojnosti ustrezno razmejene med posamezne organe.

SKLEP

Gospodarske in politične razmere v svetu se hitro spreminjajo, finančna kriza, računovodski škandali in propad nekaterih velikih podjetij v zadnjem obdobju so pomenili le še dodatno spodbudo regulatorjem, zakonodajalcem in oblikovalcem standardov k zaostritvi zahtev glede poročanja družb o obvladovanju tveganj. Poročanje o tveganjih se je posledično izboljšalo, vendar bolj iz vidika količine kot kakovosti razkritij.

Tako kot že na prvi pogled opazimo, da so si letna poročila obravnavanih farmacevtskih družb zelo različna po obsegu in tudi po strukturi, prav tako hitro ugotovimo, da je v letna poročila teh družb na različne načine vključeno poročanje o obvladovanju tveganj. Ne glede na to lahko izpostavimo določene podobnosti. Kljub odsotnosti definicije tveganja razberemo, da podjetja tveganja dojemajo predvsem kot grožnjo oziroma nevarnost. Glede na to, da vsa analizirana podjetja delujejo v isti panogi, ni presenetljivo, da med poslovnimi tveganji največ pozornosti namenjajo tveganjem, specifičnim za farmacevtsko panogo, tj. tveganju raziskav in razvoja novih zdravil, tveganju regulatornih zahtev,

tveganju določanja cen, tveganju, povezanemu z varstvom in potekom pravic intelektualne lastnine, ter tveganju patentnih sporov. Družbam je skupno tudi to, da kvalitativna razkritja prevladujejo nad kvantitativnimi, pri čemer so izjema finančna tveganja, kjer so običajno razkrite tudi kvantitativne informacije. Do določene mere je to razumljivo, saj je nefinančna tveganja (npr. tveganja delovanja) težje izmeriti kot finančna. Še ena skupna točka v poročanju je ta, da družbe mehanizme obvladovanja tveganj v večji meri razkrivajo pri finančnih kot pri ostalih tveganjih. Pri opisu mehanizmov obvladovanja tveganj je daleč največ prostora namenjenega uporabi izvedenih finančnih instrumentov.

Po drugi strani najdemo v analiziranih letnih poročilih tudi številne razlike, in sicer v vrsti in številu razkritih tveganj, obsegu razkritij ter njihovi kakovosti. Na vrsto razkritih tveganj deloma vpliva dejstvo, ali gre za proizvajalca generičnih ali originalnih zdravil, in pa trgi, na katerih družba posluje. Slednje je namreč povezano z razkritji tveganja evropske dolžniške krize, tveganja poslovanja na trgih v razvoju in političnega tveganja. Razmeroma velik vpliv na razlike v poročanju o obvladovanju tveganj ima zakonodaja, veljavna v posameznih državah, ter predpisi s področja vrednostnih papirjev. Nacionalna zakonodaja in regulatorne zahteve namreč vplivajo na to, ali so poleg finančnih razkrita tudi nekatera nefinančna tveganja. Ta dejavnik pojasni tudi razlike v številu razkritih tveganj, v razkritju metod obvladovanja tveganj v podjetju in organizacije sistema obvladovanja tveganj. Od predpisanih zahtev v posameznih državah je odvisno tudi to, kako podrobno bodo podjetja opisala tveganja, ali bodo navedla oceno izpostavljenosti posameznemu tveganju in vplive tveganja na prihodnje poslovanje ter ali bo letno poročilo vsebovalo posebno poglavje o tveganjih ali ne.

Ali na število razkritih tveganj vpliva tudi velikost podjetja, ne moremo z zanesljivostjo trditi. Prvi problem izhaja iz premajhnega vzorca družb, vendar tudi nekateri avtorji, ki so analizirali bistveno večje vzorce, povezave niso mogli potrditi. Drugič, vsa analizirana podjetja so razmeroma velika, vpeta v mednarodno poslovanje in prisotna na tujih borzah vrednostnih papirjev. Ta dejavnik bi zato morda igral večjo vlogo, če bi bila v analizo zajeta med sabo po velikosti bistveno drugačna podjetja. Lahko pa se strinjamo z ugotovitvijo, da je dejavnik velikosti povezan s poslovanjem podjetja v tujini, kotacijo na tujih borzah itd. in zato vsaj posredno vpliva na število razkritih tveganj.

Ko gre za računovodske standarde, so v zadnjem obdobju razvidna določena prizadevanja za zbliževanje standardov, veljavnih v različnih državah, z MSRP. Kljub omenjenemu trendu različni računovodski standardi še vedno vplivajo na razlike v razkritjih tistih tveganj, ki izhajajo iz finančnih instrumentov. Medtem ko je razlik med MSRP in US GAAP čedalje manj, kar se kaže tudi v podobnosti razkritij med evropskimi in ameriškimi družbami, večje razlike opažamo pri indijskih in japonskih splošno sprejetih računovodskih načelih. Pri indijskih standardih je bistveno to, da niso zavezujoči, kar pojasnjuje majhno število razkritij pri indijski družbi. Posebnost japonskih standardov je v

načinih uporabe varovanja pred tveganji v računovodskem smislu, s čimer lahko pojasnimo razlike v razkritjih finančnih instrumentov med japonsko družbo in ostalimi.

Na poročanje o obvladovanju tveganj torej vpliva kombinacija geografske razpršenosti poslovanja, veljavnih računovodskih standardov ter nacionalne zakonodaje in delno tudi usmerjenost v generično proizvodnjo ali originalna zdravila. Medtem ko se kombinacija vseh zakonodajnih in regulatornih zahtev pri nekaterih družbah zrcali v obsežnem in kakovostnem razkritju tveganj, je pri drugih podjetjih informacij o obvladovanju tveganj malo. Razlog je v tem, da poročanje temelji predvsem na obveznih razkritjih, medtem ko se za prostovoljna razkritja družbe še vedno (pre)malo odločajo. Predloge izboljšav, ki zadevajo vključitev vseh vrst tveganj v letno poročilo, ustrezen opis tveganj, razkritje kvantitativnih informacij, mehanizmov obvladovanja tveganj ter organizacije obvladovanja tveganj v podjetju, bi morale družbe upoštevati tudi v tistih primerih, ko jih k tem razkritjem ne zavezuje zakonodaja. S tem ko družba razkrije več informacij o določenem tveganju, se poveča kakovost razkritij in s tem tudi uporabnost le-teh za uporabnike letnega poročila. V kolikor se družbe za prostovoljna razkritja ne bodo odločale same, je mogoče pričakovati, da jih bo k temu v prihodnje prisilil val novih regulatornih in zakonskih zahtev.

LITERATURA IN VIRI

1. Al Janabi, M. (2008). Internal Regulations and Procedures for Financial Trading Units. *Journal of Banking Regulation, 9*(2), 116-130.
2. Al Janabi, M. (2009). Commodity Price Risk Management: Valuation of Large Trading Portfolios under Adverse and Illiquid Market Settings. *Journal of Derivatives & Hedge Funds, 15*(1), 15-50.
3. Aljifri, K. (2008). Annual Report Disclosure in a Developing Country: The Case of the UAE. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting, 24*(1), 93-100.
4. AstraZeneca PLC. (2012). Annual Report 2011. London: AstraZeneca PLC.
5. Bayer AG. (2012). Annual Report 2011. Leverkusen: Bayer AG.
6. Beretta, S., & Bozzolan, S. (2004). A Framework for the Analysis of Firm Risk Communication. *The International Journal of Accounting, 39*(3), 265-288.
7. Berk, A., Peterlin, J., & Ribarič, P. (2005). *Obvladovanje tveganja: skrivnosti celovitega pristopa.* Ljubljana: GV Založba.
8. Boehm, T. C., & Ulmer, J. M. (2008). Product Liability: Beyond Loss Control - An Argument for Quality Assurance. *The Quality Management Journal, 15*(2), 7-19.
9. Broberg, P., Tagesson, T., & Collin, S. (2010). What Explains Variation in Voluntary Disclosure? A Study of the Annual Reports of Corporations Listed on the Stockholm Stock Exchange. *Journal of Management and Governance, 14*(4), 351-377.
10. Burnaby, P., & Hass, S. (2009). Ten Steps to Enterprise-Wide Risk Management. *Corporate Governance, 9*(5), 539-550.
11. Chatzoglou, P. D., & Diamantidis A. D. (2009). IT/IS Implementation Risks and Their Impact on Firm Performance. *International Journal of Information Management, 29*(2), 119-128.
12. Chitakornkijsil, P. (2009). Managing Risk: How to Manage What We Do Not Know. *International Journal of Organizational Innovation, 1*(4), 58-73.
13. Chitakornkijsil, P. (2010). Enterprise Risk Management. *International Journal of Organizational Innovation, 3*(2), 309-337.
14. Cooper, T. (2006). Regulatory Risk: Challenges and Opportunities for Sustainability Consultants. *Greener Management International,* (54), 79-91.
15. Cucchiella, F., & Gastaldi, M. (2006). Risk Management in Supply Chain: A Real Option Approach. *Journal of Manufacturing Technology Management, 17*(6), 700-720.
16. Da Silva Jorge, M. J., & Gomes Augusto M. A. (2011). Financial Risk Exposures and Risk Management: Evidence from European Nonfinancial Firms. *RAM. Revista de Administração Mackenzie, 12*(5), 68-97.
17. Demidenko, E., & McNutt, P. (2010). The Ethics of Enterprise Risk Management as a Key Component of Corporate Governance. *International Journal of Social Economics, 37*(10), 802-815.
18. Deumes, R. (2008). Corporate Risk Reporting. A Content Analysis of Narrative Risk Disclosures in Prospectuses. *Journal of Business Communication, 45*(2), 120-157.

19. Dhanani, A. (2004). The Management of Exchange-Rate Risk: A Case from the Manufacturing Industry. *International Business Review, 46*(3), 317-338.
20. Direktiva 2003/51/ES Evropskega parlamenta in sveta z dne 18. junija 2003 o spremembah direktiv 78/660/EGS, 83/349/EGS, 86/635/EGS in 91/674/EGS o letnih in konsolidiranih računovodskih izkazih posameznih vrst družb, bank in drugih finančnih institucij ter zavarovalnic. *Uradni list Evropske Unije* L 178.
21. Dobler, M. (2005). National and International Developments in Risk Reporting: May the German Accounting Standard 5 Lead the Way Internationally? *German Law Journal, 6*(8), 1191-1200.
22. Dobler, M., Lajili, K., & Zeghal, D. (2011). Attributes of Corporate Risk Disclosure: An International Investigation in the Manufacturing Sector. *Journal of International Accounting Research, 10*(2), 1-22.
23. Doff, R. (2008). Defining and Measuring Business Risk in an Economic-capital Framework. *The Journal of Risk Finance, 9*(4), 317-333.
24. Ekpenyong, D. B., & Umoren, N. J. (2010). Political Risk and the Business Environment: An Examination of Core Challenges. *Journal of Financial Management and Analysis, 23*(1), 27-32.
25. Eli Lilly and Company. (2012). Annual Report 2011. Indianapolis: Eli Lilly and Company.
26. Evropska Komisija. (2009, 8. julij). *Povzetek preiskave farmacevtskega sektorja*. *Sporočilo Komisije Svetu, Evropskemu parlamentu, Evropskemu ekonomsko-socialnemu odboru in Odboru regij*. Bruselj: Evropska Komisija, 2009.
27. Fatemi, A., & Luft, C. (2002). Corporate Risk Management: Costs and Benefits. *Global Finance Journal, 13*(1), 29-38.
28. F. Hoffmann-La Roche Ltd. (2012). Annual Report 2011. Basel: F. Hoffmann-La Roche Ltd.
29. Financial Accounting Standards Board. (2008). Statement of Financial Accounting Standards No. 161. Najdeno 30. marca 2013 na spletnem naslovu http://www.fasb.org/cs/BlobServer?blobkey=id&blobwhere=1175820919544&blobheader=application%2Fpdf&blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs
30. Fraser, I., & Henry, W. (2007). Embedding Risk Management: Structures and Approaches. *Managerial Auditing Journal, 22*(4), 392-409.
31. Glass, H. E., & Poli, L. G. (2009). »Pressure Points« on Pharmaceutical Industry Executives: What Lies Ahead? *International Journal of Pharmaceutical and Healthcare Marketing, 3*(1), 74-83.
32. Grüning, M. (2007). Drivers of Corporate Disclosure: A Structural Equation Analysis in a Central European Setting. *Management Research News, 30*(9), 646-660.
33. Hira, A. (2009). The Political Economy of the Global Pharmaceutical Industry. Why the Poor Lack Access To Medicine and What Might Be Done About It. *International Journal of Development Issues, 8*(2), 84-101.
34. Hung, H. (2012). A Framework for Corporate Risk Management Development. *Journal of Accounting, Finance & Management Strategy, 7*(1), 69-88.

35. ICAEW. (2011). *Reporting Business Risks: Meeting Expectations*. London: ICAEW.
36. Jallow, A. K., Majeed, B., Vergidis, K., & Roy, R. (2007). Operational Risk Analysis in Business Processes. *BT Technology Journal, 25*(1), 168-177.
37. Korošec, B., & Horvat, R. (2005). Risk Reporting in Corporate Annual Reports. *Economic and Business Review for Central and South – Eastern Europe, 7*(3), 217-237.
38. KPMG. (2012). An Overview of Risk and Disclosure in the Global Pharmaceutical and Life Sciences Industry. Najdeno 7. oktobra 2012 na spletnem naslovu http://www.kpmg.no/arch/_img/9805590.pdf
39. Krka, d.d. (2012). Letno poročilo 2011. Novo mesto: Krka, d.d..
40. Lek d.d. (2012). Letno poročilo 2011. Ljubljana: Lek d.d.
41. Linsley, P. M., & Shrives, P. J. (2005). Examining Risk Reporting in UK Public Companies. *The Journal of Risk Finance, 6*(4), 292-305.
42. Ljubljanska borza, d. d., Združenje nadzornikov Slovenije, & Združenje Manager. (2009). *Kodeks upravljanja javnih delniških družb*. Ljubljana: Ljubljanska borza, d. d.
43. Lungu, C. I., Caraini, C., Dascalu, C., & Guse, G. R. (2010). Social and Environmental Determinants of Risk and Uncertainties Reporting. *Issues in Social and Environmental Accounting, 3*(2), 100-116.
44. Main. B. W. (2004). Risk Assessment. *Professional Safety, 49*(12), 37-47.
45. Martin, A. G. (2006). Gauging Business Risk. *The Internal Auditor, 63*(3), 23,25,27.
46. Miihkinen, A. (2012). What Drives Quality of Firm Risk Disclosure? The Impact of a National Disclosure Standard and Reporting Incentives under IFRS. *The International Journal of Accounting, 47*(4), 437-468.
47. Ngwenyama, O. K., & Sullivan, W. E. (2007). Outsourcing Contracts as Instruments of Risk Management. Insights from two Successful Public Contracts. *Journal of Enterprise Information Management, 20*(6), 615-640.
48. Novartis International AG. (2012a). Annual Report 2011. Basel: Novartis International AG.
49. Novartis International AG. (2012b). *US Securities & Exchange Commission Form 20-F 2011*. Basel: Novartis International AG.
50. Ojasalo, L. (2009). A Model of Risk Management in Globalizing Companies. *The Business Review, Cambridge, 13*(1), 200-209.
51. Oliveira, J., Rodrigues, L. L., & Craig, R. (2013). Company Risk-related Disclosures in a Code Law Country: A Synopsis. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal, 7*(1), 123-130.
52. Olson, D. L., & Wu, D. D. (2011). Multiple Criteria Analysis for Evaluation of Information System Risk. *Asia - Pacific Journal of Operational Research, 28*(1), 25-39.
53. Peterlin, J. (2005). *Obvladovanje finančnih tveganj.* Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.

54. Peterlin, J. (2010, 10. november). Kaj nas zavezuje in kaj nam koristi pri razkrivanju tveganj. *Finance*. Najdeno 28. januarja 2013 na spletnem naslovu http://www.finance.si/294339
55. Pfleeger, S. L. (2000). Risky Business: What We Have Yet to Learn about Risk Management. *Journal of Systems and Software, 53*(3), 265-273.
56. Pustatičnik, I. (2007). Obvladovanje tveganj v nefinančnih organizacijah. *Revizor, 18*(2), 47-64.
57. PwC Japan. (2012). Similarities and Differences. A comparison of IFRS and Japan GAAP. Najdeno 30. marca 2013 na spletnem naslovu https://inform.pwc.com/inform2/show?action=informContent&id=1242291711162492
58. Quelin, B., & Duhamel, F. (2003). Bringing Together Strategic Outsourcing and Corporate Strategy: Outsourcing Motives and Risks. *European Management Journal, 21*(5), 647-661.
59. Ranbaxy Laboratories Ltd. (2012). Annual Report 2011. Gurgaon: Ranbaxy Laboratories Ltd.
60. Rao, A. (2009). Implementation of Enterprise Risk Management (ERM) Tools - A Case Study. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal, 13*(2), 87-103.
61. Rogachev, A. Y. (2008). Enterprise Risk Management in a Pharmaceutical Company. *Risk Management, 10*(1), 76-84.
62. Romih, D. (2005). Upravljanje finančnih tveganj v podjetjih. *Naše gospodarstvo: NG, 51*(1/2), 121-125.
63. Ryan, K. E. (2003). Product Liability Risk Control. *Professional Safety, 48*(2), 20-25.
64. SIX Swiss Exchange Ltd. (2009). SWX Swiss Exchange Directive on information relating to Corporate Governance. Najdeno 30. marca 2013 na spletnem naslovu http://www.six-exchange-regulation.com/admission_manual/06_15-DCG/en/index.html
65. Slovenski inštitut za revizijo. (1997). Kodeks poslovnofinančnih načel. Najdeno 28. januarja 2013 na spletnem naslovu http://www.si-revizija.si/financniki/dokumenti/kodeks_posfin_nacel-celotno.pdf
66. Slywotzky, A. (2004). Exploring the Strategic Risk Frontier. *Strategy & Leadership, 32*(6), 11-19.
67. Sodhi, M. S., & Lee, S. (2007). An Analysis of Sources of Risk in the Consumer Electronics Industry. *Journal of the Operational Research Society,58*(11), 1430-1439.
68. Subramaniam, N., McManus, L., & Zhang, J. (2009). Corporate Governance, Firm Characteristics and Risk Management Committee Formation in Australian Companies. *Managerial Auditing Journal, 24*(4), 316-339.
69. Swiss Business Federation. (2007). *Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance*. Zurich: Sihldruck AG.
70. Takeda Pharmaceutical Company Ltd. (2012). Annual Report 2011. Osaka: Takeda Pharmaceutical Company Ltd.
71. Tchankova, L. (2002). Risk Identification – Basic Stage in Risk Management. *Management of Environmental Quality, 13*(2/3), 290-297.

72. Teva Pharmaceutical Industries Ltd. (2012). Annual Report 2011. Petach Tikva: Teva Pharmaceutical Industries Ltd.
73. The Institute of Chartered Accountants of India. (2005). Accounting Standard (AS) 32 Financial Instruments: Disclosures. Najdeno 30. marca 2013 na spletnem naslovu http://220.227.161.86/13001as32_fi_disclosures.pdf
74. United States Securities and Exchange Commission. (2012a). Form 10-K. Najdeno 17. aprila 2013 na spletnem naslovu http://www.sec.gov/about/forms/form10-k.pdf
75. United States Securities and Exchange Commission. (2012b). Form 20-F. Najdeno 17. aprila 2013 na spletnem naslovu http://www.sec.gov/about/forms/form20-f.pdf
76. United States Securities and Exchange Commission. (2013). Part 229 – Standard Instructions for Filing Forms under Securities Act of 1933, Securities Exchange Act of 1934 and Energy Policy and Conservation Act of 1975 – Regulation S-K. Najdeno 17. aprila 2013 na spletnem naslovu http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?c=ecfr&sid=20c66c74f60c4bb8392bcf9ad6fccea3&rgn=div5&view=text&node=17:2.0.1.1.11&idno=17
77. Uredba Komisije (ES) št. 1126/2008 z dne 3. novembra 2008 o sprejetju nekaterih mednarodnih računovodskih standardov v skladu z Uredbo (ES) št. 1606/2002 Evropskega parlamenta in Sveta. *Uradni list Evropske Unije* L 320/1.
78. Vargas-Hernández, J. G. (2011). Modeling Risk and Innovation Management. *Advances in Competitiveness Research, 19*(3/4), 45-57.
79. Yaqoob, M., & Khan, M. K. (2011). Enhancing Coverage of Financial Market Activity. *Economic and Labour Market Review, 5*(5), 82-99.
80. Zadeh, F. O., & Eskandari, A. (2012). Firm Size As Company's Characteristic and Level of Risk Disclosure: Review on Theories and Literatures. *International Journal of Business and Social Science, 3*(17), 9-18.
81. Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju. *Uradni list RS* št. 126/2007, št. 40/2009, 59/2009, 52/2010, 106/2010-ORZFPPIPP21, 26/2011, 47/2011, 87/2011- ZPUOOD, 23/2012, 48/2012 *Odl.US*: U-I-285/10-13, 47/2013.
82. Zakon o gospodarskih družbah. *Uradni list RS* št. 65/2009-UPB3, 83/2009 *Odl.US*: U-I-165/08-10, Up-1772/08-14, Up-379/09-8, 33/2011, 91/2011, 100/2011 Skl.US: U-I-311/11-5, 32/2012, 57/2012, 44/2013 *Odl.US*: U-I-311/11-16.
83. Zsidisin, G. A. (2003). A Grounded Definition of Supply Risk. *Journal of Purchasing and Supply Management, 9*(5/6), 217-224.