

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**PROCES RAVNANJA S FINANČNIMI TVEGANJI NA PRIMERU
IZBRANEGA PODJETJA**

Ljubljana, september 2017

MATEVŽ ROGAN

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisani Matevž Rogan, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtor predloženega dela z naslovom Proces ravnanja s finančnimi tveganji na primeru izbranega podjetja, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem izr. prof. dr. Aljošo Valentinčičem,

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravil samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbel, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobil vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označil;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnal v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobil soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu prek Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne 15.9.2017

Podpis študenta: _____

KAZALO

UVOD	1
1 OPREDELITEV FINANČNIH TVEGANJ	2
1.1 Vrste finančnih tveganj.....	5
1.2 Metode merjenja tveganj	10
1.3 Ocenjevanje izpostavljenosti podjetja finančnim tveganjem	12
1.3.1 Izpostavljenost finančnim tveganjem.....	12
1.3.2 Transakcijska izpostavljenost	13
1.3.3 Translacijska izpostavljenost ali bilančna izpostavljenost.....	13
1.3.4 Ekonomska ali operativna (poslovna) izpostavljenost.....	14
1.4 Inštrumenti za upravljanje finančnih tveganj	14
1.4.1 Temeljne značilnosti izpeljanih finančnih inštrumentov	14
1.5 Zakonske podlage pri obvladovanju tveganj	21
1.5.1 Zakon o finančnem poslovanju	21
1.5.2 Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju.....	22
1.5.3 Kodeks poslovnofinančnih načel	22
1.5.4 Zakon o gospodarskih družbah	23
2 STRATEGIJA UPRAVLJANJA TVEGANJ NA PRIMERU IZBRANEGA PODJETJA	23
2.1 Upravljanje s tveganji.....	24
2.1.1 Model upravljanja tveganj	27
2.2 Analiza finančnih tveganj na primeru izbranega podjetja	28
2.3 Analiza valutnega tveganja.....	28
2.3.1 Identifikacija valutnih tveganj.....	28
2.3.2 Notranje tehnike zavarovanja pred valutnim tveganjem.....	29
2.3.3 Zunanje tehnike zavarovanja pred valutnim tveganjem.....	30
2.3.4 Obvladovanje valutnega tveganja	30
2.3.5 Analiza občutljivosti valutnega tveganja	35
2.4 Analiza tveganja neizpolnitve nasprotne stranke	36
2.4.1 Vrste zavarovalnih inštrumentov	36
2.4.2 Upravljanje tveganja neizpolnitve nasprotne stranke	37
2.5 Analiza likvidnostnega tveganja.....	41
2.5.1 Obvladovanje likvidnostnega tveganja	41
2.5.2 Likvidnostna rezerva.....	46
2.5.3 Plačilna sposobnost podjetja	47
2.5.4 Finančna stabilnost.....	48
2.6 Analiza obrestnega tveganja.....	49
2.6.1 Obvladovanje obrestnega tveganja	49

2.6.2	Analiza občutljivosti obrestnega tveganja	51
2.7	Analiza tveganja spremembe cen surovin	52
2.7.1	Obvladovanje tveganja spremembe cen surovin	53
2.7.2	Stanje na trgu surovin	53
3	UČINKI OBVLADOVANJA FINANČNIH TVEGANJ	54
	SKLEP	58
	LITERATURA IN VIRI	62

KAZALO TABEL

Tabela 1:	Pomembni menjalni tečaji (X nacionalne valute za 1 EUR)	31
Tabela 2:	Izpostavljenost valutnega položaja	34
Tabela 3:	Izpostavljenost valutnega položaja	34
Tabela 4:	Primer terminske pogodbe	35
Tabela 5:	Analiza občutljivosti v letih 2014 in 2015	35
Tabela 6:	Največja izpostavljenost kreditnemu tveganju na dan poročanja	37
Tabela 7:	Največja izpostavljenost kreditnemu tveganju za terjatve na dan poročanja po geografskih regijah	38
Tabela 8:	Največja izpostavljenost kreditnemu tveganju za terjatve na dan poročanja po vrstah kupcev	39
Tabela 9:	Zapadlost terjatev do kupcev na dan poročanja	40
Tabela 10:	Gibanje popravka vrednosti terjatev	41
Tabela 11:	Zapadlost finančnih obveznosti podjetja na osnovi pogodbenih denarnih tokov	42
Tabela 12:	Zapadlost finančnih obveznosti podjetja na osnovi pogodbenih denarnih tokov	42
Tabela 13:	Konsolidirani izkaz denarnih tokov	45
Tabela 14:	Likvidnostna rezerva	46
Tabela 15:	Koeficienti plačilne sposobnosti podjetja v letih 2013, 2014 in 2015	48
Tabela 16:	Kazalci finančne stabilnosti podjetja za leti 2014 in 2015	49
Tabela 17:	Povprečna vrednost 3- in 6-mesečnega Euriborja	49
Tabela 18:	Izpostavljenost tveganju spremembe obrestne mere podjetja	50
Tabela 19:	Primer obrestnih zamenjav	51
Tabela 20:	Analiza občutljivosti denarnega toka pri finančnih inštrumentih z variabilno obrestno mero	51

KAZALO SLIK

Slika 1:	Nakup nakupne opcije	18
----------	----------------------------	----

Slika 2:	Prodaja nakupne opcije	18
Slika 3:	Nakup prodajne opcije	19
Slika 4:	Prodaja prodajne opcije	19
Slika 5:	Upravljanje s tveganji	24
Slika 6:	Gibanje deviznega tečaja EUR/USD med letoma 2005 in 2016 (povprečje, minimum, maksimum).....	31
Slika 7:	Gibanje deviznega tečaja EUR/RUB med letoma 2005 in 2016 (povprečje, minimum, maksimum).....	32
Slika 8:	Denarni tok iz poslovanja in investiranja (v milijonih EUR)	44
Slika 9:	Naložbe po poslovnih področjih	45
Slika 10:	Delež materiala in surovin v strukturi nabave podjetja	54
Slika 11:	Dolgoročne in kratkoročne finančne obveznosti	55
Slika 12:	Skupne in čiste finančne obveznosti	56

UVOD

Podjetje se lahko uspešno ubrani pred nepričakovanimi dejavniki s finančnimi inštrumenti, s katerimi obvladuje finančna tveganja. Najbolj uporabljeni finančni inštrumenti so terminski posli, opcije, zamenjave in terminske pogodbe. Obvladovanje finančnih tveganj zahteva uporabo posebnih inštrumentov, ki so lahko zgolj postopki v okviru finančnega poslovanja. Take inštrumente imenujemo notranje metode, ker njihova uporaba ne zahteva neposrednega sodelovanja finančnega sistema. Zunanje metode oziroma inštrumenti za obvladovanje finančnih tveganj so storitve oziroma proizvodi finančnega sistema. Zunanje in notranje metode obvladovanja finančnih tveganj imajo svojo ceno, ki se izraža v ceni storitve oziroma proizvoda ali v obliki prihodkov in odhodkov iz financiranja (Peterlin, 2003a, str. 109). Sama uporaba finančnih inštrumentov mora biti v skladu z zakoni in kodeksi, ki določajo pravila in postopke obvladovanja finančnih tveganj. V magistrskem delu so podrobneje predstavljeni zakon o finančnem poslovanju, ki določa stroga pravila finančnega poslovanja, kodeks poslovnofinančnih načel, ki je celovit zapis pravil o delovanju in organiziranju finančne funkcije, oblikovanju informacij in izvajanju finančnih odločitev, in zakon o gospodarskih družbah, ki določa temeljna statusna korporacijska pravila ustanovitve in poslovanja gospodarskih družb in ureja temeljna pravila računovodenja.

Podrobno so finančna tveganja predstavljena v prvem delu magistrskega dela, kjer beseda teče o opredelitvi in opisu finančnih tveganj. Natančneje je beseda tekla o kreditnem tveganju, likvidnostnem tveganju, obrestnem tveganju, valutnem tveganju in tveganju spremembe cen. Poleg opisov so predstavljene tudi priložnosti in nevarnosti, ki izhajajo iz različnih vrst tveganj. V večini primerov podjetja najpogosteje dojemajo tveganje kot nevarnost oziroma grožnjo predvsem zaradi negativnih vplivov, ki jih lahko povzročijo dogodki, kot so izguba ugleda podjetja, zlorabe, finančna izguba, tožbe, nesreče pri delu ali odpovedi in izpadi sistemov. V tem primeru je cilj obvladovanja tveganja zmanjšati oziroma izničiti verjetnost nezaželenega dogodka, ki lahko negativno vpliva na podjetje in njegovo delovanje. Tveganje kot priložnost pa prikazuje povezavo med tveganjem in donosnostjo. Višje tveganje prinaša višje donose in obratno.

Metode merjenja tveganj, ki jih lahko podjetja uporabljajo pri procesu obvladovanja tveganj, so predstavljene v tretjem poglavju. Podjetja imajo pri izbiri metod proste roke, saj nobena metoda ni napačna. Vsako podjetje si izbere metodo, ki je najbolj primerna za njihovo dejavnost in proces delovanja. Izbirajo lahko med številnimi metodami. Najbolj uporabljene metode so analiza občutljivosti (angl. *sensitivity analysis*), testiranje scenarijev (angl. *scenario testing*), testiranje tvegane vrednosti (angl. *Value at Risk*), testiranje ekstremnih dogodkov (angl. *stress testing*) in model vrednotenja dolgoročnih naložb (angl. *capital asset pricing model*). Izbrano podjetje se najbolj poslužuje analize občutljivosti, s katero lahko ocenijo spremembe vrednosti portfelja, kadar se na trgu zgodi majhna sprememba izbranih dejavnikov tveganja.

Slednja analiza predstavlja dobre rezultate za podjetja, vendar so lahko rezultati nezadovoljivi v primeru velikih sprememb. Za metodami je predstavljen postopek ocenjevanja izpostavljenosti podjetja finančnim tveganjem, kjer razlikujemo med transakcijsko, bilančno in ekonomsko oziroma operativno izpostavljenostjo. Kakršnokoli izpostavljenost podjetja finančnim tveganjem lahko razumemo kot ranljivost podjetja pri samem poslovanju. To pomeni, da podjetje tvega spremembe pri izpostavljeni postavki zaradi vpliva različnih dejavnikov tveganja, ki prihajajo iz okolja. Če se želi podjetje uspešno ubraniti pred temi dejavniki, jih mora uspešno spremljati in nadzirati.

V zadnjem delu magistrskega dela je predstavljena strategija upravljanja tveganja na primeru izbranega podjetja in sama analiza finančnih tveganj z dejanskimi številkami. Predstavljen je tudi na novo sprejet model upravljanja s tveganji v izbranem podjetju in vrste tveganj, s katerimi se najpogosteje srečujejo. V analizo finančnih tveganj so bila vključena tveganja, kot so valutno tveganje, likvidnostno tveganje, tveganje neizpolnitve nasprotne stranke oziroma kreditno tveganje, tveganje spremembe cen surovin in obrestno tveganje. Pri vsakem izbranem tveganju je prikazan postopek identifikacije, uporabljene metode zavarovanja in postopek obvladovanja izbranega tveganja. Za določene vrste tveganj so bile opravljene analize občutljivosti, prav tako pa so predstavljeni dejanski primeri finančnih inštrumentov, ki jih je podjetje uporabilo v preteklosti.

Na koncu so prikazani učinki obvladovanja finančnih tveganj na izbranem podjetju, predvsem kako so izbrani procesi in finančni inštrumenti vplivali na poslovni izid podjetja. Sledi sklep magistrskega dela in uporabljena literatura in viri.

1 OPREDELITEV FINANČNIH TVEGANJ

V tem poglavju je predstavljen osnovni koncept tveganja, šele nato je podrobno opisan in predstavljen pojem finančnega tveganja. Osnovnim definicijam sledi razčlenitev finančnega tveganja na podkategorije.

V finančni literaturi je mogoče najti različne opredelitve in opise tveganj. Tveganje na splošno je povezano z negotovimi pričakovanimi donosi. Slednji so lahko slabši ali boljši od pričakovanih (Mramor, 2002). Berk, Peterlin in Ribarič (2005) opredeljujejo tveganje kot verjetnost, da bo realizacija dogodkov odstopala od najbolj verjetne, pričakovane vrednosti. Potrebno je poudariti, da je lahko statistično tveganje opredeljeno obojestransko, torej kot verjetnost odklona v negativnem in pozitivnem smislu. Vaughan (1997) omenja dve bistveni značilnosti tveganja, ki sta značilni za večino opredelitev. Prva govori o povezavi z verjetnostno porazdelitvijo izidov poslovnih ukrepov in nezaželeno izgubo, ki jo nekatera poslovna dejanja povzročajo. Druga pa opredeljuje tveganje kot možnost, kjer lahko nastopi negativni odmik od načrtovanih ciljev. Slednji odmik izhaja iz nepopolnih informacij in negotovih bodočih dogodkov.

Tveganje ni le posledica porazdelitve negotovih prihodnjih dogodkov, vendar je tudi posledica nekakovostnih in nepopolnih informacij, katere vodstvo podjetja uporablja za sprejemanje odločitev.

Finančno tveganje je pogosto poimenovano kar tveganje dolga oziroma tveganje financiranja, ki se nanaša na podjetja, katerim dolg predstavlja finančno negotovost. Zaradi negotovosti donosa upravljanja podjetja in stopnje obrestne mere je lahko stopnja dobička podjetja višja oziroma nižja od obrestne mere posojil. Večji kot je dolg, večje je tveganje. Kadar imajo podjetja previsok dolg, lahko to privede do velikega finančnega tveganja in do stečaja podjetja.

Splošno finančno tveganje je razdeljeno v štiri kategorije, in sicer (Fang, 2016):

- **tveganje financiranja** se nanaša na poslovne obveznosti podjetja do finančnih rezultatov negotovosti. Slednje tveganje izhaja iz več vidikov: neustrezna struktura kapitala, neustrezna ureditev zapadlosti dolga in spremembe obrestnih mer in tečajev;
- **naložbeno tveganje** se nanaša na sposobnost podjetja, kako investirati denar glede na spremembe povpraševanja na trgu in spremembe pričakovanega donosa. Naložbena tveganja vključujejo obrestno tveganje, inflacijsko tveganje, tveganje neplačila, tveganje izvedenih finančnih instrumentov in moralno tveganje;
- **tveganje obnove kapitala** je dvostopenjski proces pretvorbe negotovosti;
- **distribucija dohodkovnega tveganja**, če managerji v podjetju ne morejo priti do ustrezne časovne razdelitve dohodka in ustrezne porazdelitve zneska, bo to povzročilo pomanjkanje sredstev, kar predstavlja finančno tveganje.

Finančno tveganje ima veliko značilnosti, kot so objektivnost, negotovost, merljivost in kompleksnost. Vsa finančna tveganja imajo eno skupno lastnost in to je nedoločljiva sedanja vrednost prihodnjih denarnih tokov. Kljub temu da so načela financiranja jasna in da je razvitih mnogo različnih modelov, ki nam lahko pomagajo pri določitvi prihodnjega denarnega toka, ne moremo na enoten in enostaven način določiti denarnih tokov, ki bi bili stoodstotno pravilni in natančni. Tudi če nam uspe določiti prihodnje denarne tokove, se pojavi nova neznanka, tj. diskontna stopnja. Le-ta je odvisna od izhodiščne stopnje donosa, ki jo vlagatelji zahtevajo za netvegane naložbe in premije za tveganje. Opredeljena je s širino verjetnostne porazdelitve – velikostjo odklanjanja posameznih realiziranih vrednosti denarnih tokov od pričakovanih vrednosti (Berk et al.). Nižja diskontna stopnja podjetja pomeni nižje stroške kapitala in hkrati večjo razliko med dano stopnjo donosa mogočih naložb podjetja ter stroški njihovega financiranja.

Finančna tveganja lahko razvrstimo v sledeče tri zaokrožene skupine (Peterlin, 2003a):

- **finančna tveganja, pri katerih na dejavnike tveganja (povzročitelje) ne moremo vplivati:** to so vplivi finančnega okolja oziroma okolja podjetja. Obrestna mera,

cena delovne sile in devizni tečaji so odraz soodvisnosti trgov blaga, denarja, delovne sile in vrednostnih papirjev. Na slednje lahko vplivata le nevidna roka tržnih zakonitosti in politika. S finančnega vidika se daje največji poudarek deviznemu tečaju in obrestni meri. Tukaj gre pretežno za cenovna tveganja, kjer trg določa cene glede na donosnost sredstev in razpoložljivost;

- **finančna tveganja, pri katerih vplivamo na dejavnike tveganja:** kajti so zgolj posledica naših odločitev (o izbiri kupcev, investiranju, valutni izbiri, zadolževanju), zaradi tega ne moremo prenašati odgovornosti na zunanje okolje podjetja. Povzročitelji tveganja smo sami in so posledica lastnih poslovnih potez. Če želimo obvladovati slednja tveganja, moramo predhodna cenovna tveganja upoštevati kot predpostavljena tveganja. Na trgu je dovolj informacij, da lahko izvemo, s katerim tveganjem se srečujemo in kakšna je verjetnost, da se ta v določeni meri uresniči. Prav tako pa mora podjetje imeti dovolj znanja, da omenjena tveganja zazna in obvladuje ter s tem dosega načrtovane rezultate;
- **finančna tveganja pri varovanju izpostavljenosti finančnim tveganjem:** nepravilno izbrana varovana postavka, napačna ocena tveganja, ali neprimerno izbrana orodja za varovanje pred tveganji povzročijo večjo škodo, kot bi nastala, če se pred tveganji ne bi ščitili. Na vse poslovne funkcije je vezana aktivnost obvladovanja tveganj. Procesno in celovito obvladovanje tveganj je nujno, drugače lahko neusklajeno delovanje poslovnih funkcij poveča stopnjo tveganja, katera povzroči zvišanje verjetnosti za nastanek škode.

Zakon o finančnem poslovanju podjetij (Ur. L. RS, št. 93/2002) v svojem 9. členu določa nujnost spremljanja in obvladovanja tveganj na način, da mora uprava podjetja zagotoviti, redno spremljanje tveganj, katerim je izpostavljeno pri svojem poslovanju. Istočasno mora sprejeti ustrezne ukrepe, s katerimi podjetje obvladuje ta tveganja, ki so zlasti:

- tveganja neizpolnitve nasprotne stranke,
- likvidnostna tveganja,
- valutna, obrestna in druga tržna tveganja,
- tveganja zaradi izpostavljenosti do posamezne osebe oziroma skupine, katere predstavljajo enotno tveganje.

Zakon je prenehal delovati 15. 1. 2008, ko ga je nadomestil Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju (Ur. L. RS, št. 13/2014) (v nadaljevanju ZFPPIPP).

Kadar govorimo o tveganju, se zdi, da imajo le-ta prej ali slej finančne posledice, ravno zaradi tega lahko omenimo, da so vsa tveganja, ki jim je katero koli podjetje izpostavljeno, posredno tudi finančna tveganja.

1.1 Vrste finančnih tveganj

Finančna tveganja so razdeljena v naslednje podkategorije, ki so definirane in opisane:

- valutno tveganje,
- tveganje neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke (tveganje finančne nediscipline, kreditno tveganje in tveganje neizpolnitve nedenarnih obveznosti),
- likvidnostno tveganje,
- obrestno tveganje,
- tveganje spremembe cen surovin,
- tveganje investiranja,
- tveganje eksploatacije izpeljanih finančnih inštrumentov.

Valutno tveganje. Valutno tveganje je finančno tveganje in pomeni nevarnost izgube zaradi sprememb vrednosti izbrane valute v primerjavi z drugo. Valutnemu tveganju so lahko izpostavljene tako pravne kot tudi fizične osebe. V primeru pravnih oseb je valutno tveganje prisotno, če je pravna oseba globalni igralec in kupuje ali prodaja blago ali storitve zunaj meja skupne evrske valute (Bučič, 2015). Slednje tveganje pomeni, da vrednost deviznega tečaja ni znana vnaprej. Najbolj na udaru valutnemu tveganju so uvozna in izvozna podjetja, ki poslujejo globalno, kajti sprememba valutnega tečaja med poslovanjem lahko posledično pomeni finančno izgubo za podjetje.

Podobne, a zanimive definicije so predstavili tudi Eiteman, Stonehill in Moffett (2001, str. 152), ki so zapisali, da je izpostavljenost deviznim tečajem mera potencialnih sprememb uspešnosti podjetja, neto denarnih tokov in tržne vrednosti podjetja zaradi sprememb v deviznih tečajih. Pomembna naloga finančnih managerjev je meriti izpostavljenost in upravljati podjetja tako, da maksimizirajo neto denarne tokove, dobičkonosnost in tržno vrednost podjetja.

Pod naslednjo definicijo so zapisali: »To je verjetnost, da nepričakovana sprememba v deviznem tečaju spremeni domačo vrednost tujega plačila, ki ga pričakujemo iz tujine. Je pa tudi verjetnost, da nepričakovana sprememba deviznih tečajev spremeni količino domače valute, potrebne za plačilo dolga, nominiranega v tuji valuti« (Eiteman et al., 2001, str. 37).

Tveganje neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke. Je tveganje, kjer naš partner, ki je lahko kupec, država, dobavitelj, zaposleni ali finančna ustanova, v poslu ne bo izpolnil dogovorjenih obveznosti in s tem škodoval podjetju. Je tveganje, da ena od strank ne bo izpolnila obveznosti in bo s tem namerno ali nenamerno povzročila finančno škodo drugi stranki (Horvat, 2003, str. 221). Zgoraj omenjeno tveganje spada med najpomembnejša finančna tveganja, saj mu je izpostavljeno vsako podjetje. Zajema tri različne vrste tveganj (Berk et al., 2005): **tveganje finančne nediscipline, kreditno tveganje in tveganje neizpolnitve nedenarnih obveznosti.**

Kreditno tveganje je tveganje, ki predstavlja prekinitev poravnanja finančnih obveznosti oziroma stanje, kjer nam nasprotna stranka ne bo poravnala obveznosti v denarju v skladu z roki in na opredeljene načine. Zaradi tega moramo poslovnega partnerja, s katerim sklepamo posle, oceniti tudi z vidika načina poravnanja obveznosti in točnosti. Pri oceni je treba uporabiti več kazalnikov in modelov, ki nam olajšajo oceniti bonitetno oceno poslovnega partnerja. Predvsem moramo biti pozorni na pogoje zaradi zavarovanj, s katerimi si lahko zavarujemo terjatev. Prav tako pa lahko z razpršitvijo dejavnosti in naložb zmanjšamo tveganje neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke. Omenjeno tveganje lahko najdemo tudi pod imenom tveganje neplačilne sposobnosti nasprotne stranke. Tukaj je treba ločiti med kreditnim tveganjem, kjer se podjetje samo odloči, da ne bo poravnalo obveznosti, in plačilno nesposobnostjo, kjer podjetje ni zmožno poravnati svojih obveznosti. Tveganje finančne nediscipline je neupoštevanje zneskov, dogovorjenih rokov in načinov poravnanja obveznosti. Kljub temu da je nasprotna stran plačilno sposobna oziroma ima na voljo dovolj likvidnih sredstev, da bi obveznosti poravnala, se vseeno odloči za neporavnavo obveznosti. Kot zadnje tveganje, ki spada med tveganja neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke, pa je tveganje neizpolnitve nadenarnih obveznosti. Tukaj gre za poravnavo obveznosti, ki ne pomenijo poravnave v denarju. To se zgodi v primeru, ko nasprotna stranka ne opravi dogovorjenih storitev, ne dobavi blaga ali ne izpolni drugih dogovorjenih obveznosti. S takšnimi dejanji nasprotne stranke se oslabijo sredstva oziroma povečajo dolgovi, kar oslabi in zamaja finančno moč podjetja, hkrati pa zmanjša premoženje lastnika podjetja.

Podjetje se mora jasno zavedati tveganj, saj lahko vsaka neizpolnitev nasprotne stranke izčrpa oziroma oslabi sredstva podjetja in poveča njihove dolgove. Vsaka neizpolnitev tudi posredno vpliva na zmanjšanje lastnikovega premoženja in znižanje finančne moči podjetja, hkrati pa omogoči konkurenčnim podjetjem izboljšanje njihovega položaja in kupne moči na trgu.

Likvidnostno tveganje. Likvidnostno tveganje je del finančnega tveganja, povezanega z likvidnostjo podjetja oziroma posameznega finančnega inštrumenta. Likvidnostno tveganje izhaja iz neujemanja zapadlosti sredstev in obveznosti. Je tveganje in nevarnost neusklajene likvidnosti in dospelosti obveznosti in sredstev do virov sredstev v podjetju. V zvezi z likvidnostim tveganjem poznamo tudi likvidnostno vrzel, ki pomeni presežek sredstev nad obveznostmi ali presežek obveznosti nad sredstvi po datumu zapadlosti. Slednjo vrzel je možno napovedati, pri čemer se predvidevanja spreminjajo iz dneva v dan (Choudhry, 2007).

Poznamo kratkoročno in dolgoročno plačilno sposobnost. Kratkoročna sposobnost pomeni, razpolaganje podjetja z ustreznimi likvidnimi sredstvi v kratkem roku. Dolgoročna plačilna sposobnost pa spada med najbolj pomembne dejavnike za obstoj in poslovanje nefinančnega in finančnega podjetja na dolgi rok.

Na izpostavljenost likvidnemu tveganju nas opozarjajo spodaj opisani kazalniki (Repovž & Filipič, 1991):

- **koeficient pospešene likvidnosti** je razmerje med celotnimi kratkoročnimi obveznostmi in med celotnimi kratkoročnimi sredstvi, katera so zmanjšana za zaloge. Razmerje naj bi znašalo 1:1. To pomeni, da na eno denarno enoto gibljivih sredstev (vrednostni papirji, denar in kratkoročne terjatve) pride ena denarna enota kratkoročnih virov;
- **koeficient tekoče likvidnosti** je razmerje med celotnimi kratkoročnimi obveznostmi in celotnimi kratkoročnimi sredstvi. To razmerje je 1 : 2, kar pomeni, da odpadeta dve denarni enoti gibljivih sredstev na eno denarno enoto kratkoročnih virov. Številni dejavniki vplivajo na optimalno vrednost tekočega koeficienta: nivoji poslovnega cikla, pogoji poslovanja, starost podjetja, vrste dejavnosti podjetja, itd. Dolgoročno finančno ravnotežje podjetja izboljšuje povečan koeficient in obratno;
- **kazalnik finančnega vzvoda** je razmerje med lastnim kapitalom in celotnimi obveznostmi. Številni dejavniki vplivajo na vrednost tega kazalnika: vrste dejavnosti podjetja, starosti podjetja, narodno gospodarstvo, itd;
- **koeficient absolutne likvidnosti** prikazuje trenutno plačilno sposobnost (vključene so celotne kratkoročne obveznosti in vrednostni papirji). Za vsako posamezno podjetje je značilna njegova lastna optimalna vrednost. Njegovo zmanjšanje je negativno za dolgoročno ravnotežje, njegovo povečanje pa je ob drugih nespremenjenih okoliščinah pozitivno.

Kadar se zaradi tveganj v poslovnem poteku spremeni finančni položaj podjetja, pride do likvidnostnega tveganja. Slednji se zgodi, kadar se spremeni odnos med terjatvami in obveznostmi podjetja. Na finančni položaj podjetja v tem kontekstu vplivajo spremembe obrestnih mer in deviznega tečaja ter tržna vrednost vseh izpeljanih finančnih instrumentov, ki jih podjetje uporablja.

Turk (2000) v svoji knjigi izraze, kot so solventnost, likvidnost in plačilna sposobnost, enači ter jih opredeljuje kot sposobnost poravnati v plačilo zapadle obveznosti v rokih ali nasploh. Obenem pravi, da lahko na podlagi pospešenega koeficienta ali kratkoročnega koeficienta sklepamo o plačilni sposobnosti le omejeno. Trdimo lahko, da je likvidnostno tveganje eno izmed bistvenih finančnih tveganj, kajti vsa druga finančna tveganja na koncu vedno vplivajo na likvidnost slednja pa na plačilno sposobnost.

Slednje tveganje je v ZFPPIPP (Ur. L. RS, št. 13/2014) opredeljeno kot tveganje nastanka izgube zaradi kratkoročne plačilne nesposobnosti.

Obrestno tveganje. Obrestno tveganje je nevarnost, da bo v prihodnosti za podjetje nastala neugodna sprememba obrestnih mer. Neugodna sprememba obrestnih mer je lahko padec ali pa dvig obrestnih mer.

V primeru, da je podjetje zadolženo, bo dvig obrestnih mer povzročil višje stroške financiranja, padec obrestnih mer pa po drugi strani poslabšal položaj podjetja, če slednje presežke denarnih sredstev nalaga na trgu. Na denarnih trgih se obrestne mere nenehno spreminjajo zaradi spreminjanja tržnega povpraševanja in ponudbe ter drugih makroekonomskih razmer. Kadar podjetje financira svojo delovanje samo z lastniškim kapitalom, se lahko izogne izpostavljenosti tveganju spremembe obrestnih mer, vendar ima podjetje s takšnim dejanjem zelo drago finančno sestavo in se zaradi omejenosti na posedovani kapital ne more lotiti projektov, ki bi lahko bili zelo dobičkonosni (Saunders, 2000).

Obrestna izpostavljenost nastane, kadar tržne obrestne mere nihajo iz dneva v dan. Primarno tveganje izhaja iz prilagajanja na spremembe obrestnih mer za sredstva in obveznosti, ki bazirajo na spremenljivi obrestni meri. Sekundarno tveganje pa se nanaša na likvidnostno tveganje, ki nastane, ko se sredstva in obveznosti ne ujemajo po znesku in zapadlosti. Kadar je sredstvo vrednoteno po fiksni obrestni meri, bo porast obrestne mere pomenil znižanje njegove neto sedanje vrednosti. Nasprotno se bo zgodilo s padcem obrestne mere (Choudhry, 2007).

Sprememba tržnih obrestnih mer povzroči korekcijo vseh cen, ki so povezane z njo. Spremenijo se cene obveznic, delnic, višine deviznih tečajev in druge cene, v katere so všteti stroški financiranja. Najbolj neposredno vpliva sprememba obrestnih mer na terminske devizne tečaje, ker so določeni na podlagi obrestne paritete. Prav tako vpliva na terminski tečaj valute, ki jo želimo prodati, in s tem potencialno oslabi ali okrepi dolgove in sredstva, izražene v tuji valuti (Berk, 2005a).

Tveganje spremembe cen surovin. Tveganje spremembe cen surovin je tveganje neugodnega oziroma škodljivega gibanja cene določenih surovin (kot na primer bakra, nafte, aluminija, pločevine), ki jih podjetje potrebuje za svojo poslovno dejavnost. Podjetja lahko veliko bolje ugotavljajo ekonomsko in transakcijsko izpostavljenost obrestnemu in valutnemu tveganju kot izpostavljenost tveganju spremembe cen surovin. Za razliko od obrestnega in valutnega tveganja, tveganje spremembe cen surovin običajno obvladujejo v nabavnem oddelku in ne v finančnem. Podjetja, ki so povezana s ceno surovin, so izpostavljena tveganju spremembe cen blaga. Cene vseh surovin ne morejo biti varovane, ker ni učinkovitega terminskega trga za vse surovine (CPA Australia, 2012).

Trg surovin velja za zelo nestanoviten trg. Zaradi tega obvladovanje slednjega tveganja predstavlja velik izziv za podjetje. Vse strateško pomembne surovine kotirajo na borzi, kar pomeni dnevno spreminjanje cen.

Tveganje investiranja. Tveganje investiranja je tveganje, da bodo izdatki višji in prejemki manjši od pričakovanih. Pod razpoložljive vire investiranja, ki jih ima podjetje na voljo, spadajo posojila, kapital in ostale obveznosti.

Najpomembnejši dejavnik investiranja je njegovo skrbno načrtovanje, ki mora vsebovati denarne tokove, vrste naložb in pričakovane donose investiranja. Za izbrane naložbe mora podjetje v skladu s poslovnofinančnimi načeli nameniti optimalno finančno sestavo, ki mora biti skladna s finančnim načrtovanjem podjetja in njegovimi zmožnostmi. Naložbe lahko razdelimo v tri različne skupine, in sicer **naložbe v realno premoženje (zgradbe, oprema), naložbe v trg** in **finančne naložbe**. Vsako izmed teh spremlja specifično tveganje in ravno zaradi tega ima vsaka vrsta svojo zahtevano stopnjo donosa. Sledeča tveganja je opisal Peterlin (2003b), ki se je osredotočil predvsem na tveganja, ki jim je podjetje izpostavljeno pri poslovanju z dolžniškimi vrednostnimi papirji (delno veljajo tudi za lastniške vrednostne papirje).

Tveganje odkupa pred dospeljem izhaja iz pravice, ki si jo lahko pridržijo izdajatelj, da v katerem koli trenutku do dospelja predčasno odkupi obstoječe obveznice in jih nadomesti z novo izdajo. To naredi, če se zaradi spremenjenih razmer na denarnem trgu znižajo obrestne mere. Posojiljemalec si v posojilni pogodbi lahko izbere pravico do predčasnega vračila posojila, pri čemer naložbenik tvega, da mu bodo posojilo predčasno vrnilo takrat, ko je zaradi tržnih/cenovnih razmer to za naložbenika neugodno. Posojiljemalec bo predčasno vrnil posojilo samo, če lahko na trgu dobi cenejše posojilo.

Tržno tveganje je tveganje, ki mu je izpostavljena vrednost obveznice in je posledica obratno sorazmernega odnosa med ceno obveznice in obrestno mero na finančnem trgu. To pomeni, da povečanje obrestnih mer na finančnem trgu povzroči znižanje vrednosti obveznic.

Tveganje reinvestiranja: naložbenik, ki je kupil obveznico in jo bo obdržal vse do njene zapadlosti, bo dosegel na obveznici navedeno stopnjo donosnosti le, če mu bo uspelo vse prejeme iz obveznice ponovno vložiti po enaki stopnji donosnosti, kot je navedena na obveznici. Tveganja ponovnega investiranja ni, če je trajanje obveznice enako dospelosti zadnjega izplačila, kar pomeni, da se glavnica s pripisanimi obrestmi izplača ob zapadlosti.

Tveganja inflacije: če imetniku obveznice pripadajo samo nespremenljive obresti, ki so bile določene ob izdaji, obstaja nevarnost, da bodo predvideni donosi iz nakupa obveznice nižji od prihodnje inflacijske stopnje, in sicer zaradi spremenjenih razmer v narodnem gospodarstvu.

Tveganje uporabe izpeljanih finančnih instrumentov. Slednje tveganje predstavlja tveganje napačne uporabe, s katero lahko povečamo izpostavljenost tveganja denarnega toka. Različne strategije obvladovanja tveganj pomenijo različne pristope k uporabi izpeljanih finančnih instrumentov. Podjetje lahko izpeljane finančne instrumente uporabi kot zaščito pred finančnimi tveganji ali pa s slednjimi trguje, kar pomeni, da se podjetje dodatno izpostavlja tveganjem. Glede na motiv, ki ga ima podjetje, se lahko odloči za zaslužek ali pa za varovanje pred tveganji. Kadar govorimo o dodatni izpostavljenosti tveganjem, je motiv podjetja zaslužek (National association of pension funds limited, 2013).

Ločimo lahko med inštrumenti, ki so uvrščeni na borzo in imajo pregledno ceno, in inštrumenti, ki se sklepajo direktno s finančno ustanovo in katerih cena je predmet pogodbenega dogovora. Izpeljani finančni inštrumenti, ki so uvrščeni na borzo, so standardizirani, kar pomeni, da se mora podjetje prilagoditi standardizirani pogodbi. Znesek pogodbe je standardiziran, hkrati so roki zapadlosti pogodb in pogoji poslovanja v celoti določeni. Podjetje je pri tem izpostavljeno tveganju, da v določenem trenutku ne bo dovolj ponudbe in povpraševanja na trgu in podjetje ne bo moralo realizirati prodaje oziroma nakupa (Amadeo, 2016).

Izpeljani finančni inštrumenti, ki niso uvrščeni na borzo, so predmet neposrednega pogodbenega dogovora z banko ali drugo finančno ustanovo. Podjetje se lahko dogovori za pogodbeni znesek, saj ti dogovori niso standardizirani kot pogodbe na borzi. Obenem se lahko dogovori tudi o sami zapadlosti finančnega inštrumenta. Izpeljani finančni inštrumenti, ki niso uvrščeni na borzo, so terminski posli, opcije in zamenjave. Slednje inštrumente lahko razdelimo na simetrične (obe stranki sta izpostavljeni tveganju) in asimetrične (samo ena stranka je izpostavljena tveganju). Ostala tveganja, ki so povezana s poslovanjem z izpeljanimi finančnimi inštrumenti, so lahko tveganje pravne ureditve, če podjetje posluje na borzi izven matične države, tveganje prevelike koncentracije inštrumentov in tveganje uporabe izpeljanih finančnih inštrumentov, kar lahko podjetju poveča izpostavljenost finančnim tveganjem (Amadeo, 2016).

1.2 Metode merjenja tveganj

Podjetja in finančne institucije lahko za merjenje tveganj uporabljajo različne tehnike in metode merjenja. Najpogostejše uporabljene metode merjenja, ki bodo podrobneje predstavljene v naslednjih podpoglavjih, so (Marrison, 2002):

- model vrednotenja dolgoročnih naložb (angl. *Capital Asset Pricing Model*),
- tvegana vrednost (angl. *Value at risk*),
- testiranje ekstremnih dogodkov (angl. *Stress testing*),
- testiranje scenarijev (angl. *Scenario testing*),
- analiza občutljivosti (angl. *Sensitivity analysis*).

Model vrednotenja dolgoročnih naložb. Model vrednotenja dolgoročnih naložb (angl. *Capital asset pricing model*) opisuje razmerje med tveganjem in pričakovanim donosom in izhaja iz različnih predpostavk ter omogoča podjetju oceno premoženja v povezavi s tveganjem in pričakovanim donosom (Marrison, 2002). V enačbi, bi model izgledal tako:

$$r_i = r_f + \beta * (r_m - r_f) \quad (1)$$

Pričakovani donos naložbe (r_i) je funkcija netveganega donosa (r_f), pričakovane stopnje donosa (r_m) in korelacije med naložbo in trgom. Capital asset pricing model ali CAPM-model bazira na domnevi, da lahko na učinkovitem trgu vlagatelj celotno nesistematično tveganje izniči z diverzifikacijo portfelja. Problem lahko predstavlja krizno obdobje, kjer se korelacijski koeficienti gibljejo proti ena. To pomeni, da v kriznih obdobjih povečevanje raznovrstnosti ne prinaša zmanjšanja tveganja, temveč ravno obratno, tveganje povečuje.

Tvegana vrednost. Tvegana vrednost (angl. *value at risk*, v nadaljevanju VaR) meri potencialno izgubo vrednosti portfelja v določenem prihodnjem časovnem obdobju pri izbrani stopnji zaupanja. Glavne prednosti metode VaR pred ostalimi merami tveganja so, da VaR lahko poda informacijo o izpostavljenosti tveganjem v obliki ene številke na različnih ravneh, od posameznih portfeljev do celotne finančne institucije. Omogoča hkratno upoštevanje raznovrstnih dejavnikov tveganja (Dowd, 2005, str. 11–14). J. P. Morgan investicijska banka je model razvila v 80. letih prejšnjega stoletja in ga je sprva uporabljala za potrebe spremljanja tržnega tveganja svojega finančnega portfelja (Jorion, 2001, str. 22).

VaR je postal vsestransko uporaben s pomočjo uporabe aktuarskih metod določanja verjetnostnih porazdelitev škodnih dogodkov na podlagi zgodovinskih podatkov. Njegova uporaba se širi na druga področja merjenja tveganj. V finančnih institucijah se razvija v smeri vsestransko uporabnega orodja za pokrivanje vseh finančnih tveganj poslovanja velikih družb (Jorion, 2001, str. 21).

Poznamo ogromno raznolikih modelov za izračun VaR, vendar model brez pomanjkljivosti ne obstaja. Zato se mora podjetje samo odločiti glede na njihove sposobnosti, kateri model jim najbolj ustreza, in hkrati se morajo zavedati njihovih pomanjkljivosti. VaR je torej mera tveganja za izgubo vrednosti premoženja. Osnovana je na verjetnosti, zato se nanjo ne moremo zanašati zagotovo, ampak moramo nanjo gledati s stopnjo zaupanja, ki jo izberemo vnaprej.

Testiranje ekstremnih dogodkov. Testiranje ekstremnih dogodkov (angl. *stress testing*) je simulacija velikih sprememb. Z vsako simulacijo se mora izvesti popolno vrednotenje portfelja in sproti beležiti ocenjene izgube (Marrison, 2002). Namen je ta, da je podjetje zmožno jasno določiti mere tveganja. Model ima dve pomanjkljivosti:

- v analizo ni vključena verjetnost nastanka ekstremnega dogodka in
- metoda temelji na predpostavki, da so koeficienti korelacije med posameznimi dejavniki nič ali ena.

Ti dve pomanjkljivosti lahko v veliki meri izkrivita sliko dejanskega tveganja in s tem ogrozita poslovanje podjetja.

Testiranje scenarijev. Testiranje scenarijev (angl. *scenario testing*) je zelo podobno testiranju ekstremnih dogodkov. Tako kot metoda testiranja ekstremnih dogodkov tudi metoda testiranja scenarijev uporablja simulacijo vnaprej določenih sprememb dejavnikov tveganja in nato ocenjuje spremembe vrednosti portfelja. Razlika je ta, da so pri testiranju scenarijev te spremembe določene subjektivno (Marrison, 2002). S tem je možno testirati najslabše možne scenarije. Subjektivnost pri izvajanju pa hkrati spada med največje pomanjkljivosti modela, prav tako kot čas in denar.

Analiza občutljivost. Analiza občutljivosti (angl. *sensitivity analysis*) je model, ki omogoča opazovanje sprememb vrednosti portfelja, kadar se na trgu zgodi majhna sprememba določenih dejavnikov tveganja. Dejavniki tveganja so lahko: obrestne mere, valutni tečaji, cena blaga in tržni indeksi. Analiza predstavlja dobre rezultate za podjetja, vendar so lahko ti rezultati nezadovoljivi v primeru velikih sprememb dejavnikov tveganja, ki jih lahko povzroči kriza oziroma nepričakovani dogodek. Analiza občutljivosti se uporablja kot začetno definiranje občutljivosti projekta na spremembe spremenljivk.

1.3 Ocenjevanje izpostavljenosti podjetja finančnim tveganjem

1.3.1 Izpostavljenost finančnim tveganjem

Izpostavljenost podjetja lahko izrazimo kot ranljivost podjetja pri samem poslovanju in pomeni, da podjetje tvega spremembe pri izpostavljeni postavki zaradi vpliva različnih dejavnikov tveganja, ki prihajajo iz okolja. Če se podjetje želi ubraniti pred temi dejavniki tveganja, jih mora uspešno prepoznati (Berk et al., 2005).

Pet korakov celovitega ocenjevanja izpostavljenosti podjetja tveganju je (Vose, 2003, str. 6):

1. **percepcija tveganja, katerega je potrebno kontrolirati in analizirati**, spada med najpomembnejše faze, prav tako pa obstajajo različni načini, kako zaznati želena tveganja. Če želi podjetje uspešno obvladovati tveganja, mora to postati kultura podjetja, pri kateri morajo sodelovati vsi zaposleni, ki opozarjajo na nevarnosti in njihove posledice;
2. **opis tveganja**, kako in zakaj tveganje sploh nastane, kakšne so okoliščine, ki lahko vplivajo na tveganje, in kaj lahko podjetje stori oziroma kako se lahko podjetje pripravi na zmanjšanje tveganja;
3. **analiza razpoložljivih inštrumentov in vrednostna analiza tveganja z namenom določanja najboljše strategije obvladovanja tveganj**: podjetje analizira in ovrednoti tveganja ter prouči vse razpoložljive inštrumente, s katerimi se lahko zavaruje;
4. **vpeljava sprejete strategije varovanja pred tveganjem**: podjetje želeno in sprejeto odločitev vpelje v svoj poslovni sistem;

5. **komuniciranje z deležniki:** podjetje predstavi podlage za sprejem in odločitev glede obvladovanja tveganj. Deležniki morajo biti obveščeni pravočasno, prav tako pa morajo biti obveščeni, kako in zakaj se ocenjuje tveganja znotraj podjetju med procesom ocenjevanja.

Kapital, sredstva in dolгови so izpostavljeni finančnim tveganjem na tri različne načine, ki so translacijska oziroma bilančna izpostavljenost, transakcijska izpostavljenost in ekonomska ali poslovna oziroma operativna izpostavljenost.

1.3.2 Transakcijska izpostavljenost

Nevarnost nastanka tečajnih razlik pri izvajanju tekočih poslov (izraženih v tuji valuti), opredelimo kot transakcijsko izpostavljenost valutnemu tveganju. V tem primeru gre za presojanje ali zadolževanje denarnih presežkov in za nakup oziroma prodajo blaga (Van Horne, 1993, str. 732). Zaradi spremembe vrednosti tečaja od datuma nakupa ali prodaje pa do plačila nastanejo tečajne razlike. Po tem lahko sklepamo, da transakcijska izpostavljenost pomeni potencialno spremembo vrednosti neplačanih terjatev in obveznosti, ki jih podjetje prevzame in za katere obstaja tveganje, da bodo poravnane po spremembi valutnega tečaja. Kadar se podjetje izpostavi transakcijski izpostavljenosti obrestnemu tveganju, to pomeni, da bodo obveznosti in terjatve podjetja v času do dosvetja izpostavljene spremembi obrestne mere. Podjetje se lahko dogovori za nespremenljivo obrestno mero ali za spremenljivo obrestno mero. V primeru, da se podjetje dogovori za spremenljivo obrestno mero, je transakcijska izpostavljenost v višini med tržno obrestno mero, ki velja kot podlaga za obračun obresti in obrestno mero, katera je veljala ob sklenitvi pogodbe. Če se podjetje dogovori za fiksno obrestno mero, pa transakcijska izpostavljenost dosega višino oportunitetnih stroškov.

1.3.3 Translacijska izpostavljenost ali bilančna izpostavljenost

Translacijska ali bilančna izpostavljenost je prikazana v poslovnem izidu podjetja v obliki negativnih ali pozitivnih tečajnih razlik in je nevarnost bilančnih sprememb. Slednje spremembe se pojavijo kot posledica razlik v vrednotenju dolgov in terjatev, ki so izraženi v tuji valuti. Translacijska izpostavljenost se omenja pri mednarodnih podjetjih, in sicer kot tveganje spremembe vrednosti lastniškega kapitala zaradi bilančnega vpliva »prevajanja« računovodskih izkazov (Eiteman et al., 2001, str. 187). »Prevajanje« se zgodi, kadar mora podjetje, ki posluje v tujini, prevesti računovodske izkaze v matično valuto. Translacijska izpostavljenost obrestnemu tveganju pomeni spremembo neto sedanje vrednosti dolgov in terjatev v primeru, da se spremeni obrestna mera na trgu. Padec obrestne mere bi pomenil večje premoženje podjetja, dvig obrestne mere pa nižje premoženje podjetja.

1.3.4 Ekonomska ali operativna (poslovna) izpostavljenost

Ekonomska izpostavljenost, katero lahko označimo tudi kot poslovno ali konkurenčno izpostavljenost, je strateška izpostavljenost podjetja, ki izraža vpliv alteracije tržnih cen na samo vrednost podjetja. Ekonomsko izpostavljenost valutnemu tveganju je nevarnost nepričakovane alteracije v pričakovani sedanji neto vrednosti bodočih denarnih tokov. Slednji so lahko posledica alteracije tečajev tujih valut, v kateri so posredovani pričakovani denarni tokovi. Nepričakovana alteracija v pričakovani vrednosti prihodnjega denarnega toka direktno vpliva na oblikovanje tržne vrednosti podjetja (Van Horne, 1993, str. 733–744).

1.4 Inštrumenti za upravljanje finančnih tveganj

Za podjetje sta nujna analiza in obvladovanje vseh vrst tveganj, saj mu to zagotavlja ohranjanje njegove vrednosti in je hkrati nujen osnovni pogoj za povečevanje te prednosti pred konkurenco. Veliko je slovenskih podjetij, ki so vpeta v mednarodni ekonomski prostor, kar poleg priložnosti prinaša tudi določene negativne učinke, na katere morajo biti podjetja dobro pripravljena. Slovenija po svoji velikosti spada med manjše ekonomije in za slednje se potrebuje velik delež zunanje trgovine v primerjavi z večjimi ekonomijami. Ravno zaradi tega igra zelo pomembno vlogo ekonomija obsega: majhna gospodarstva imajo večjo izpostavljenost vsem vrstam finančnih tveganj.

Obvladovanje finančnih tveganj zahteva uporabo posebnih inštrumentov, ki so lahko zgolj postopki v okviru finančnega poslovanja. Take inštrumente imenujemo notranje metode, ker njihova uporaba ne zahteva neposrednega sodelovanja finančnega sistema. Zunanje metode oziroma inštrumenti za obvladovanje finančnih tveganj so storitve oziroma proizvodi finančnega sistema. Notranje in zunanje metode obvladovanja finančnih tveganj imajo svojo ceno, ki se izraža v ceni storitve oziroma proizvoda ali v obliki prihodkov in odhodkov iz financiranja (Peterlin, 2003a, str. 109).

1.4.1 Temeljne značilnosti izpeljanih finančnih inštrumentov

Terminski posel. Terminski posel predstavlja pogodbo o prodaji ali nakupu določenega osnovnega inštrumenta z datumom izvršitve v prihodnosti po dogovorjeni ceni ob sami sklenitvi pogodbe. Terminski posel se sestavi glede na potrebe obeh pogodbenih strank (Brigham & Houston, 2001, str. 803).

Cena, po kateri se terminski posli realizirajo, se imenuje cena spot (angl. *spot price*). V primeru, da je razlika v ceni pozitivna, se razlika med ceno spot in dejansko ceno na dan, ko prodajalec dobavi blago, imenuje terminska premija (angl. *forward premium*), v primeru negativne razlike pa se imenuje terminski diskont (angl. *forward discount*).

Ločimo dva različna načina poravnave, in sicer terminski posli, pri katerih je osnovni inštrument dobavljen oziroma izmenjan v celoti (angl. *delivery forward*), in tisti, pri katerih osnovnega inštrumenta ne dobavimo oziroma ga ne izmenjamo v celoti, ampak terjatve pobotamo, in znesek, ki se poravna, je razlika med gotovinsko ceno osnovnega inštrumenta na dan zapadlosti pogodbe in terminsko določeno ceno (angl. *non-delivery forward*) (Berk et al., 2005, str. 233). Prvi način podjetja uporabljajo za varovanje pred finančnimi tveganji, pri katerih je v vseh pogledih varovana postavka znana. Drugi način pa je uporaben za podjetja, ki na trgu veliko špekulirajo in osnovnega inštrumenta ne potrebujejo oziroma jim osnovni inštrument ni v celoti znan. V tem primeru varujejo le okvirno vrednost in okvirni rok poravnave.

Najbolj uporabljeni vrsti terminskih poslov sta **obrestni terminski posel** (angl. *forward rate agreement – FRA*), ki je pogodba med dvema strankama o prejemu ali plačilu obresti za decidirano obdobje in decidiran znesek v primeru alteracije obrestne mere (kratkoročne), in **valutni terminski posel** (angl. *forward foreign exchange contract* ali *currency agreement*), ki je pogodba med dvema strankama o zamenjavi valut po določenem tečaju na dan izvršitve posla v prihodnosti. Poznamo tudi **kreditni terminski posel** (angl. *credit forward*). Slednji posel je pogodba, s katero se posojilodajalec zavaruje pred izpostavljenostjo posojila pred tveganji neizpolnitve obveznosti nasprotnne stranke. Kadar posojilodajalec odobri posojilo, se s tretjo stranko sklene kreditni terminski posel, s čimer se zavaruje pred tveganjem neizpolnitve obveznosti posojilojemalca. Razvoj svetovnega trga in inovacije, ki so prisotne, so uveljavile nove inovativne oblike terminskih poslov.

- **razponski terminski posel** (angl. *range forward*) deluje kot nekakšna ovratnica, pri kateri je določena prelomna cena, po kateri lahko pogodbeni stranki uresniči posel (le v primeru, če se posel splača);
- **preklicani terminski posel** (angl. *cancellable ali break forward*), kjer lahko pogodbeni stranka posel prekliče ali pa ga pobota z drugo transakcijo po drugi ceni (angl. *break price*). Pogodbeni stranka ima tudi pravico, da terminskega posla ne zadrži do konca in za to pravico ne plača nobene premije;
- **terminski posel z vstavljenimi opcijsko pravico** (angl. *kick-in forward*): pri slednjem vstavljena opcijska pravica omogoča takojšnjo izvršitev terminskega posla v času, ko se opcija splača.

Ena izmed prednosti terminskih poslov je njihova fleksibilnost. Pod pomanjkljivost pa bi lahko zapisali težko iskanje primerne partnerja za sklenitev posla. Podjetja morajo biti zelo previdna, kadar sklepajo terminske posle, saj si lahko v primeru, da ne poravnajo vseh svojih obveznosti, nakopajo dodatne stroške.

Terminske pogodbe. Slednja je zavezujoč dogovor o prodaji ali nakupu standardne količine opisanega osnovnega inštrumenta, kateri je standardne kakovosti na standardiziran dan v prihodnosti po dogovorjeni ceni v sedanosti.

Standardizacija zagotavlja popolno zamenljivost vseh terminskih pogodb (strank in njihovih obveznosti), ki se glasijo na enak osnovni finančni inštrument, kar je tudi njihova glavna prednost pred terminskimi posli, iz katerih so se razvile kot specifična oblika zavarovanja pred cenovnimi nihanji (Kolb & Overdahl, 2007, str. 15–17).

Na svetovnih borzah se terminska pogodba (standardizirana) glasi na različne osnovne inštrumente, kot na primer: surovine (sladkor, kava, surova nafta, kovine, žitarice, meso), valute, obrestne mere, delnice in drugo.

Najbolj osnovne značilnosti terminske pogodbe so, da kupec v pogodbi sprejema obvezo, da bo prevzel dobavo inštrumenta, prodajalec po drugi strani prevzema obvezo, da bo inštrument dobavil. Trgovanje s pogodbami poteka na borzi po principu javnega izklica in na posebnem prostoru, ki je za to predviden (možno je tudi elektronsko trgovanje). Z registracijo pri klirinški hiši, ki je organizirana izven ali v borzi postanejo terminske pogodbe veljavne. Slednja tudi skrbi za varnost trgovanja.

Poznamo dve glavni vrsti terminskih pogodb, in sicer:

- finančna terminska pogodba (angl. *financial futures*) in
- blagovna terminska pogodba (angl. *commodity futures*).

Med najpogostejše finančne terminske pogodbe spadata **obrestna terminska pogodba** (angl. *interest rate futures*) in **valutna terminska pogodba** (angl. *currency futures*). Slednja opredeljuje dostavo zneska valute na dan v prihodnosti po vnaprej določenem tečaju. Obrestna terminska pogodba pa je po drugi strani dosti podobna terminskemu poslu, vendar je za razliko od terminskega posla obrestna terminska pogodba standardizirana pogodba, s katero se trguje na borzi. Nakup terminske pogodbe ščiti kupca pred morebitnim padcem obrestnih mer, po drugi strani pa prodaja terminske pogodbe ščiti prodajalca pred morebitnim dvigom obrestnih mer.

Če želi pogodbeni stranka realizirati terminsko pogodbo, lahko to stori na naslednje načine (Peterlin, 2003a, str. 112–113):

- **fizična realizacija:** nastopi, ko imetnik odprte pozicije pred zapadlostjo ni ustvaril nasprotne pozicije, ki bi imela za posledico avtomatsko kompenzacijo. Po zapadlosti mora dobaviti oziroma prevzeti inštrument;
- **kompenzacija:** likvidacija terminske pogodbe se po registraciji pri klirinški hiši opravlja s primerjavo prodajnih in nakupnih pozicij člana pri enakih terminskih pogodbah. Količine po nasprotnih pozicijah se izravnavajo, obračunajo se cenovne razlike;
- **denarna poravnava:** pri nekaterih finančnih inštrumentih je fizična dobava nemogoča. Pri takšnih terminskih pogodbah gre za obveznost plačati ali dobiti plačilo, če je vrednost finančnega inštrumenta ob določenem prihodnjem datumu na gotovinskem trgu nižja

ali višja od vrednosti v času sklenitve. Razlika vrednosti se poravna s plačilom.

Zamenjava. Zamenjava je zavezujoč dogovor med pogodbenima strankama, da izmenjata sredstva drugo za drugo. Zamenjave (angl. *swaps*) so v zgodovini spremenile tradicionalne možnosti financiranja in so postale pomembne finančne inovacije. Proste roke imata pogodbeni stranki pri določitvi pogojev izmenjave in se jima ni treba držati standardiziranih pogojev, kot je to potrebno s terminskimi pogodbami. Med samim trajanjem pogodbe prihaja do veliko obojestranskih zaporednih plačil. Najpogosteje opazamo zamenjave pri zamenjavi dolga ali terjatev s spremenljivo obrestno mero za stalno obrestno mero. Seveda je zamenjava odvisna od prihodnjih pričakovanj gibanja obrestne mere ali valute (Kolb & Overdahl, 2007, str. 659–660).

Med osnovne sestavine finančne zamenjave spadajo: **osnovni znesek**, ki je knjigovodska vrednost dolga ali sredstva, na podlagi katerega so izračunani pričakovani denarni tokovi, **čas trajanja pogodbe**, **časovni načrt bodočih plačil**, **usklajevanje plačil** in **določanje obrestne mere**. Prav tako pa poznamo več vrst zamenjav. Ena izmed najbolj pogostih je navadna obrestna zamenjava (angl. *plain vanilla interest rate swap*), s katero se pogodbeni stranki dogovorita, da bosta zamenjali plačila obresti in na koncu še vračilo glavnice. Plačila morajo biti v enaki valuti. Poznamo tudi **valutno zamenjavo** (angl. *currency swap*), katero pogosto uporabljajo tuja podjetja za zavarovanje pred spremembo valutnega tečaja in s katero se pogodbeni stranki dogovorita, da bosta zamenjali vračilo glavnice v eni valuti za plačevanje obresti in glavnice v drugi valuti in zamenjali plačevanje obresti. **Kreditne zamenjave** (angl. *credit swap*) se delijo na čiste kreditne zamenjave (angl. *pure credit swap*) in popolne kreditne zamenjave (angl. *total return swap*). Popolna kreditna zamenjava pomeni zamenjavo plačil, katera so obračunana kot obresti za dano posojilo, za obresti, katera so obračunana na podlagi obrestne mere, ki je določena v pogodbi. Če želi podjetje izločiti vpliv popolne kreditne zamenjave, lahko uporabi čisto kreditno zamenjavo, pri kateri se podjetje, ki se želi zavarovati pred tveganjem neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke, odloči v vsakem dogovorjenem obdobju trajanja zamenjave plačevati provizijo, ki je podobna premiji pri opcijah.

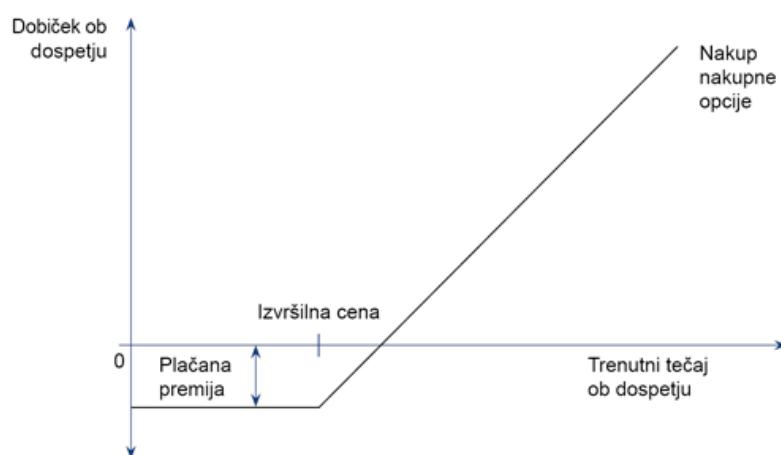
Blagovna zamenjava (angl. *commodity swap*) je zamenjava, pri kateri se stranki zavežeta, da bosta v prihodnosti zamenjali denarni tok namesto blaga. Kot zadnjo pa je treba še omeniti obrestno zamenjavo (angl. *interest rate swap*), pri kateri se stranki zavežeta, da bosta za denarni tok z naslova obresti, obračunanih po variabilni obrestni meri zamenjali denarne tokove z naslova fiksnih obresti.

Opcije. Opcija je finančni instrument oziroma pogodba, ki daje lastniku opcije pravico, ne pa tudi obveznost, da v prihodnosti na določen datum proda ali kupi v pogodbi določen predmet po ceni, dogovorjeni ob sklenitvi pogodbe. Lastnik opcije bo to pravico izkoristil samo v primeru, če bo to zanj ugodno. Opcije se v tem primeru razlikujejo od terminskih poslov, pri katerih moramo sprejeti obveznost, da bomo po vnaprej določenih ceni posel

izvedli, čeprav so dogajanja na trgu drugačna od pričakovanih in ob zapadlosti terminskega posla le-tega raje ne bi izpolnili (Berk et al., 2005, str. 237).

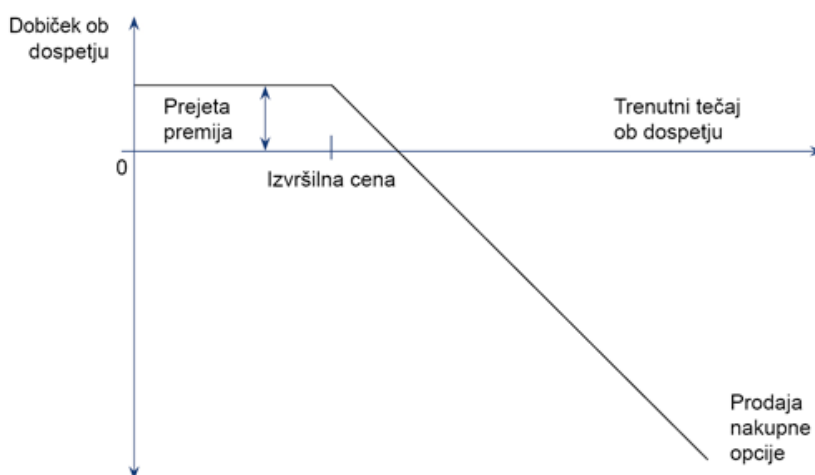
Razlikujemo med dvema vrstama opcij, in sicer med **nakupno opcijo** (angl. *call option*) in **prodajno opcijo** (angl. *put option*). Slednja daje imetniku pravico in ne obveznosti prodati pogodbeno določeni osnovni inštrument po pogodbeno določeni ceni. Nakupna opcija pa daje imetniku pravico in ne obveznosti kupiti v pogodbi določeni inštrument po pogodbeno določeni ceni. Prav tako pa je treba ločiti med ameriško in evropsko opcijo. Imetnik ameriške opcije lahko unovči opcijo na poljubni dan do zapadlosti, medtem ko imetnik evropske opcije te možnosti nima in mora uresničiti opcijo le na dogovorjeni dan izvršitve.

Slika 1: Nakup nakupne opcije



Vir: Zavarovanje pred tečajnim tveganjem, 2017.

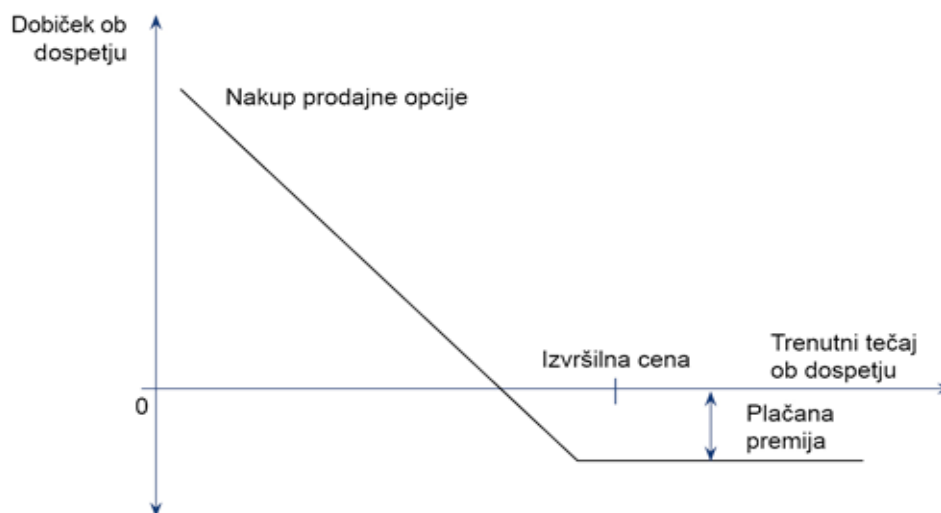
Slika 2: Prodaja nakupne opcije



Vir: Zavarovanje pred tečajnim tveganjem, 2017.

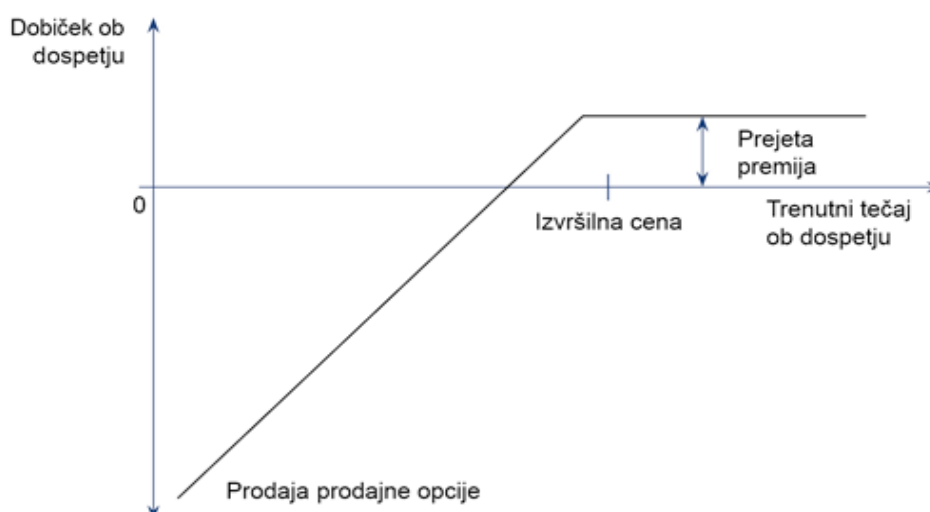
Nakupna opcija je pravica in ne obveznost imetnika oziroma kupca opcije kupiti določeno valuto po vnaprej določenem deviznem tečaju. Če je devizni tečaj v prihodnosti višji od v opcijski pogodbi določenega izvršilnega tečaja, se imetnik opcije odloči za nakup valute, saj mu ta prinaša dobiček. Za nakup opcije je treba plačati opcijsko premijo izdajatelju. Nakupno valutno opcijo lahko uporabljajo subjekti, ki so izpostavljeni potencialnim prihodnjim izplačilom v tuji valuti in bi se radi zavarovali pred dvigom tečaja tuje valute (Hull, 2002, str. 76).

Slika 3: Nakup prodajne opcije



Vir: Zavarovanje pred tečajnim tveganjem, 2017.

Slika 4: Prodaja prodajne opcije



Vir: Zavarovanje pred tečajnim tveganjem, 2017.

Prodajna valutna opcija je pravica in ne obveznost imetnika oziroma kupca opcije prodati določeno valuto po vnaprej določenem deviznem tečaju. Če je devizni tečaj v prihodnosti nižji od v opcijski pogodbi določenega izvršilnega tečaja, se imetnik opcije odloči za prodajo opcije, saj mu to prinaša dobiček. Prodajne opcije uporabljajo poslovni subjekti, ki v prihodnosti pričakujejo morebitne prejeme tuje valute in bi se radi zavarovali pred padanjem deviznih tečajev. Za prodajno pravico je treba plačati začetno premijo (Hull, 2002, str. 77).

Poznamo več vrst opcij, ki jih lahko podjetja in finančne institucije uporabljajo za zaščito pred finančnimi tveganji. Obrestna opcija predstavlja pogodbo, ki podjetju omogoča zaščito pred nezaželenim gibanjem obrestnih mer in izkoriščanje ugodnih obrestnih mer. Podjetje lahko uporabi tako imenovano obrestno ovratnico (angl. *collar*), v primeru ko se želi zaščititi pred rastjo obrestne mere nad nizko obrestno mero, z zelo visoko premijo. Slednja opcija je sestavljena iz kombinacije prodaje obrestnega dna in nakupa obrestne kapice. Kapica predstavlja zgornjo mejo, katero lahko doseže obrestna mera, dno po drugi strani pa predstavlja spodnjo mejo, do katere lahko pade obrestna mera (Doles, 2000, str. 37).

Valutna opcija je pogodba, ki daje imetniku pravico, ne pa tudi obveznost prodaje ali nakupa valutne terminske pogodbe po vnaprej določeni ceni (angl. *strike price*) pred določenim datumom ali določene količine valute takoj (angl. *spot*). Valutna opcija je nezavezujoča za kupca.

Kadar podjetje posluje z opcijami, mora biti pozorno na tri različne možnosti opcij:

- **opcija z dobičkom** (angl. *in-the-money*), pri kateri je izvršilna cena nakupne opcije nižja od tržne cene inštrumenta ali kjer je izvršilna cena prodajne opcije višja od tržne cene inštrumenta;
- **opcija na meji** (angl. *at-the-money*), pri kateri sta izvršilna cena in trenutna tržna cena enaki;
- **opcija z izgubo** (angl. *out-of-the-money*), pri kateri je izvršilna cena prodajne opcije nižja od tržne cene inštrumenta ali izvršilna cena nakupne opcije večja od tržne cene inštrumenta.

Primerjava izpeljanih finančnih inštrumentov. Pri vrednotenju imajo vsi izpeljani finančni inštrumenti za podlago osnovni inštrument. Razlika med terminsko in gotovinsko ceno je odvisna od vrste sredstva. Ta razlika pri blagovnih izpeljanih finančnih inštrumentih pomeni stroške lastništva blaga. Razliko med cenama pri izpeljanih finančnih inštrumentih pa določata obrestna mera posameznega inštrumenta in pričakovanje glede njenega gibanja. Zahtevana stopnja donosa lastniških finančnih inštrumentov se določi na podlagi obrestne mere (Peterlin, 2003a, str. 117).

Kadar ločimo izpeljane finančne inštrumente, sta bistveni dve delitvi. Pri prvi delitvi jih je treba deliti med asimetričnimi in simetričnimi. Med simetrične spadajo terminske pogodbe,

zamenjave in terminski posli in pri slednjih je pomembno, da sta tveganju neizpolnitve izpostavljeni obe pogodbeni stranki. Med asimetrične pa spadajo opcije. Za njih je značilen, različen izpolnitven čas pogodbenih strank. Pri drugi delitvi pa delimo izpeljane finančne instrumente na prostor trgovanja. Instrumenti, ki so uvrščeni na borzo oziroma na organizirani trg, nosijo s seboj nižje tveganje neizpolnitve prodajalce in kupce kot instrumenti, s katerimi se trguje na bančnem trgu ali na trgu neposredno med strankami. Na borzah je značilno, da se trguje s terminskimi pogodbami in z opcijami, medtem ko na bančnem trgu trgujejo s terminskimi posli, zamenjavami in opcijami.

Prav tako imajo instrumenti, ki so uvrščeni na borzo, standardizirana vsa pogodbeno določila, medtem ko na bančnem trgu velja, da se lahko pogodbeni stranki med seboj dogovorita o pogojih.

1.5 Zakonske podlage pri obvladovanju tveganj

1.5.1 Zakon o finančnem poslovanju

Zakon o finančnem poslovanju podjetij (v nadaljevanju ZFPPod) določa stroga pravila finančnega poslovanja, ki temeljijo na štirih načelih: **poslovnofinančna načela**, kjer mora podjetje poslovati v skladu z določbami zakona o finančnem poslovanju in poslovnofinančnimi načeli, slednje je izdal Slovenski inštitut za revizijo. **Načelo solventnega ter likvidnega poslovanja**, pomeni, da mora podjetje poslovati tako, da je v vsakem trenutku zmožno izpolniti zapadle obveznosti in da je sposobno na dolgi rok izpolniti vse svoje obveznosti. **Načelo kapitalske ustreznosti kapitalske družbe**, kjer mora kapitalska družba zagotoviti, da glede na posle in tveganja s katerimi se srečuje, vedno razpolaga z ustreznim kapitalom. **Načelo upravljanja z likvidnostjo**, kjer mora podjetje gospodariti z naložbami in viri tako, da je tisti trenutek zmožno izpolniti celotne obveznosti in se hkrati varovati pred likvidnostnimi tveganji z izvajanjem politike rednega obvladovanja likvidnosti.

Kasneje so v ZFPPod predstavljene dolžnosti nadzornega sveta in uprave, ki morajo podjetju zagotoviti, da posluje v skladu s tem zakonom in poslovnofinančnimi načeli. Poleg usklajenega poslovanja podjetja z zakonom in poslovnofinančnim kodeksom pa mora podjetje učinkovito in zavzeto skrbeti za obvladovanje in spremljanje tveganj. Uprava podjetja mora zagotoviti, da podjetje tveganja, katerim je izpostavljeno, redno spremlja. Sprejemati mora ustrezne ukrepe, s katerimi lahko ta tveganja obvladuje. S tem ima uprava dolžnost, pravočasnega ukrepanja v primeru, normalnega poslovanja podjetja. Peterlin (2003b) je v svojem članku pod naslovom »**Z neobvladanimi tveganji lahko delničarji zamajajo upravo**« zapisal, da mora uprava podjetja obvladati tržne razmere. Poznati mora tveganje, katerim je podjetje lahko izpostavljeno ter določiti natančno politiko obvladovanja zgoraj omenjenih tveganj.

Ko podjetje ustrezno določi politiko obvladovanja tveganj in pravilno oceni stopnjo tveganja in njegov vpliv na poslovanje podjetja ter hkrati pravilno razdeli naloge med sodelavce in obenem razkrije bistvene odločitve o obvladovanju tveganj delničarjem, lahko govorimo o upravi s pravim ciljem tako za podjetje kot tudi za njegove delničarje.

Zakon je prenehal delovati 15. 1. 2008, ko ga je nadomestil ZFPPIPP.

1.5.2 Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju

ZFPPIPP (Ur. L. RS, št. 13/2014) ureja finančno poslovanje pravnih oseb, postopke zaradi insolventnosti nad pravnimi in fizičnimi osebami ter postopke prisilnega prenehanja pravnih oseb. ZFPPIPP prav tako ureja področje finančnega poslovanja, ki obsega zagotavljanje finančnih sredstev, upravljanje le-teh in zagotavljanje njihovih virov ter razporejanje virov finančnih sredstev zaradi zagotavljanja pogojev za opravljanje poslov.

Osnovna obveznost poslovodstva je, da zagotovi, da podjetje posluje v skladu z omenjenim zakonom ZFPPIPP in pravili poslovnofinančne stroke, pri čemer mora voditi posle tako, da je iz njihovih odločitev in ravnanj razvidno, da si prizadevajo, da je družba vedno dolgoročno in kratkoročno.

1.5.3 Kodeks poslovnofinančnih načel

Kodeks poslovnofinančnih načel je celovit zapis pravil o delovanju in organiziranju finančne funkcije, oblikovanju informacij zanj in izvajanju finančnih odločitev. Z naslova tveganj pa kodeks obravnava različna tveganja, ki so povezana s plačilno sposobnostjo, investiranjem in financiranjem. Naloge, za katere mora skrbeti podjetje, so naslednje:

- upoštevati mora **tveganje pri investiranju**, ki predstavlja verjetnost, da se bodo realno donosi razlikovali od pričakovanih in da podjetje lahko zmanjša to tveganje s skrbno izbranimi naložbami ter s razpršenostjo;
- pri **plačilni sposobnosti** mora podjetje upoštevati tveganje, ki predstavlja možnost, da se plačila zapadlih obveznosti ne bodo morale poravnati. Podjetje lahko z oblikovanjem ustrezne likvidnostne rezerve omenjeno tveganje zmanjša;
- upoštevati mora **tveganje pri financiranju**, pri katerem je možnost, da bodo v zvezi s financiranjem načrtovani izdatki drugačni od dejanskih. Podjetje lahko to tveganje zmanjša tako, da upošteva strukturo, vrste naložb, roke in uporabi primerne finančne inštrumente;
- podjetje mora skrbeti za **ustrezno plačilno sposobnost** podjetja, kar pomeni, da je podjetje zmožno v kateremkoli delu svojega obstoja poravnati svoje zapadle obveznosti;

- prav tako mora podjetje pri tekočem poslovanju skrbeti za tveganje, ki ga lahko obvladuje oziroma uravnava s prodajami ali nakupi ustreznih finančnih instrumentov. V tem primeru je potrebno tesno sodelovanje med finančnimi funkcijami ter ostalimi poslovnimi funkcijami.

1.5.4 Zakon o gospodarskih družbah

Zakon določa temeljna statusna korporacijska pravila ustanovitve in poslovanja gospodarskih družb in ureja temeljna pravila računovodenja. V 70. členu Zakona o gospodarskih družbah (v nadaljevanju ZGD-1) (Ur. L. RS, št. 42/2006, 60/2006 popr., 26/2007-ZSDU-B, 33/2007-ZSReg-B, 67/2007-ZTFI (100/2007 popr.), 10/2008, 68/2008, 23/2009; Odl. US: U-I-268/06-35) je obravnavano poslovno poročilo. Poročilo mora vsebovati korekten prikaz poslovanja družbe (razvoj, izide) in finančni položaj družbe. Opisana morajo biti tudi negotovost in pomembna tveganja katerim je družba izpostavljena. Naslednje točke 70. člena ZGD-1 opisujejo sestavo poslovnega poročila (poslovni dogodki, pričakovanja, aktivnosti). Prav tako pa so poslovodstvu družbe naložene naloge in aktivnosti, ki jih morajo razkriti v letnem poročilu, če so le-te pomembne za presojo njenega finančnega položaja, poslovnega izida ter premoženja in obveznosti družbe. V primeru pomembnosti morajo biti v poslovnem poročilu prikazani tudi (Zakon o gospodarskih družbah, Ur. L. RS, št. 42/2006, 60/2006 popr., 26/2007-ZSDU-B, 33/2007-ZSReg-B, 67/2007-ZTFI (100/2007 popr.), 10/2008, 68/2008, 23/2009; Odl. US: U-I-268/06-35):

- cilji in ukrepi upravljanja finančnih naložb družbe. Vključeni so tudi ukrepi za zavarovanje vseh najpomembnejših transakcij za katere je potrebno posle zavarovanja računovodsko posebej prikazati;
- izpostavljenost družbe tveganjem v denarnem toku, cenovnim, likvidnostnim in kreditnim tveganjem.

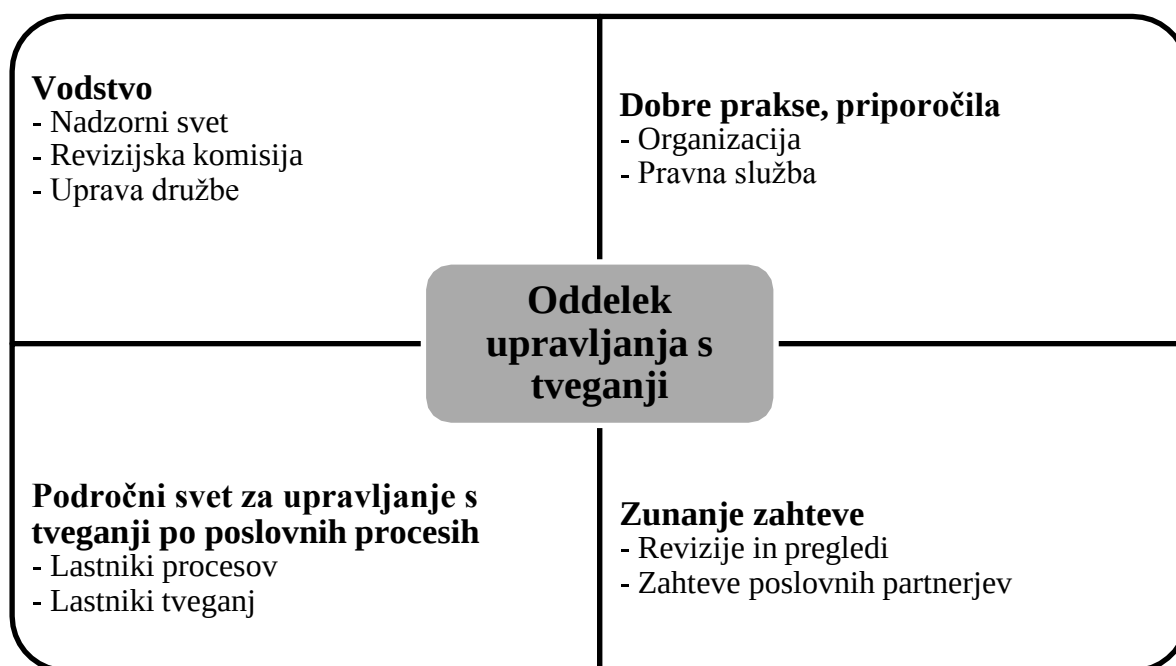
2 STRATEGIJA UPRAVLJANJA TVEGANJ NA PRIMERU IZBRANEGA PODJETJA

Izbrano podjetje spada med eno izmed vodilnih evropskih podjetij, ki proizvajajo aparate za dom. Podjetje se lahko pohvali z več kot šestdesetletno tradicijo, kjer s tehnološko dovršenimi, vrhunsko oblikovanimi in energetske učinkovitimi gospodinjskimi aparati pod različnimi blagovnimi znamkami izboljšujejo kakovost bivanja uporabnikov v 90 državah sveta. Osredotočeni so na glavno dejavnost storitve in izdelki za dom, v okviru katere ponujajo majhne in velike gospodinjske aparate, aparate za prezračevanje in klimatske naprave, ogrevanje, kuhinjsko pohištvo in storitve oblikovanja. Podjetje je dejavno tudi na področjih ekologije, orodjarstva, industrijske opreme, inženiringa, gostinstva, hotelirstva in trgovine. Njihovo mednarodno dejavnost širijo že pol stoletja, kar se opazi pri prihodkih osrednje dejavnosti, kjer 95 odstotkov le-teh ustvarijo izven Slovenije.

2.1 Upravljanje s tveganji

Upravljanje s tveganji vsebinsko predstavlja velik gradnik korporativnega vodenja in upravljanja. Mednarodno podjetje, kjer nenehno razvijajo in proučujejo priložnosti za dolgoročno stabilnost poslovanja, dolgoročno rast in ustvarjajo vrednosti za vse deležnike poslovanja, se mora zavedati, da je pri izvajanju poslovnih aktivnosti nenehno izpostavljeno številnim tveganjem. Hkrati je pomembno, da mora podjetje za maksimiranje poslovnih učinkov in priložnosti nekatera tveganja prevzeti tudi nase. Sprejemanje tveganj je sestavni del procesa odločanja in podjetniškega delovanja. Primerno strukturiran proces upravljanja s tveganji podjetju omogoča, da poslovne odločitve in tveganja uspešno prepozna, izmeri in sprejme na kontroliran in uravnotežen način.

Slika 5: Upravljanje s tveganji



Vir: Gorenje, d. d., Letno poročilo 2014, 2015, str. 27.

V podjetju imajo za načrtovanje in doseganje poslovnih ciljev vzpostavljen proces neprestanega spremljanja tveganj, ki imajo posreden ali neposreden vpliv na poslovanje. Tveganja razvrščajo z vidika vpliva tveganja na doseganje poslovnih aktivnosti in verjetnosti udejanjanja posameznega tveganja. Sistem je narejen tako, da identificira, meri in spremlja tveganja, prav tako pa obravnava določanje kontrol in ukrepov za njihovo obvladovanje. Proces upravljanja tveganj je vzpostavljen na vseh ravneh poslovnega vodenja in odločanja. V letu 2014 so v podjetju ustanovili oddelek za upravljanje s tveganji, ki je pripravil model za identificiranje, analiziranje in vrednotenje tveganj. Model je že vzpostavljen in deluje na nivoju matične družbe. V letu 2015 je bila skrbno izvedena implementacija modela na celotno skupino, s čimer so zagotovili poenoten pristop upravljanja s tveganji na nivoju skupine.

V sklopu prenovljenega procesa integriranega sistema upravljanja s tveganji v podjetju sledijo naslednjim ciljem (Gorenje, d. d., 2015):

- zmanjševanje tveganj pri doseganju poslovnih ciljev na sprejemljivi ravni;
- zagotavljanje sprotnega pregleda najbolj kritičnih tveganj s pripravljenimi in vzpostavljenimi kontrolami za njihovo spremljanje in ukrepi za njihovo zniževanje ter ohranjanje na sprejemljivih ravneh;
- zagotavljanje delovanja operacij, pri čemer je zmanjšan element nepredvidenih dogodkov in z njimi povezanih stroškov, motenj in izpadov;
- razvoj in vzpostavitev ter prilagajanje modela za upravljanje s tveganji, ki kar najbolj ustreza poslovnim potrebam in ciljem Skupine;
- spremljanje upravljanja s tveganji in izvajanje primerjave izpostavljenih tveganj s konkurenčnimi družbami v panogi;
- izboljšanje razporeditve kapitala in sredstev, da je njihova skupna izpostavljenost nižja kot v prejšnjem opazovanem obdobju;
- širitev zavedanja med zaposlenimi, da je upravljanje s tveganji sestavni del vseh procesov in da zaposleni razumejo in opravljajo dela in naloge skladno z usmeritvami upravljanja tveganj.

V letu 2014 so se zvrstili dogodki, ki so tako ali drugače vplivali na upravljanje s tveganji. V podjetju so te dogodke razdelili v zunanje in notranje dogodke. Med zunanjimi dogodki je treba izpostaviti politično nestabilnost Rusije in Ukrajine, ki predstavljata zelo pomembna trga za podjetje. Politična in makroekonomska nestabilnost sta pomembno vplivali na poslovne aktivnosti na teh trgih in na poslovanje celotnega podjetja. Nestabilnost na trgih se je odrazila v nižjem obsegu prodaje zaradi padca kupne moči prebivalstva in v zmanjšanju dobičkonosnosti delovanja na teh trgih, na kar je ob zmanjšanju kupne moči vplivala večja koncentracija konkurence, slabitve in izjemna spremenljivost lokalnih valut proti evru ter premik povpraševanja v nižje cenovne segmente. Zaradi tega je podjetje v Ukrajini ustvarilo za polovico nižje prihodke kot v letu 2013. V Rusiji pa je podjetje povečalo obseg prodaje in tudi ustvarilo višje prihodke, vendar pa so bili slednji zaradi močne depreciacije rublja nižji od pričakovanih. V določeni meri je podjetju uspelo zmanjšati negativne učinke. To jim je uspelo z naslednjimi ukrepi:

- poslovni model in stroški poslovanja so bili prilagojeni nižjemu obsegu povpraševanja;
- prodajne cene so bile prilagojene spremenljivosti lokalnih valut;
- veliko pozornost so posvetili kreditnim tveganjem (v Ukrajini jim je uspelo zmanjšati kreditno izpostavljenost za skoraj 10 milijonov EUR);
- denarni tokovi iz Rusije so bili zavarovani s terminskimi pogodbami;
- na trge so ponudili nove izdelke in izpopolnili izbor izdelkov ter se s tem približali kupcem in njihovim novim in spremenjenim nakupnim navadam.

Med notranjimi dogodki, ki so najbolj vplivali na delovanje procesa upravljanja s tveganji, pa je treba izpostaviti ustanovitev oddelka, v okviru katerega so prenovili model upravljanja s tveganji.

Leto 2015 je bilo polno dejavnikov, ki so tako pozitivno kot tudi negativno vplivali na doseganje ciljev podjetja. Med ključnimi dejavniki so se zvrstile:

- spremembe socialnega, kulturnega in političnega okolja (spremembe delovne zakonodaje v Sloveniji, moč sindikatov, multikulturnost podjetja, begunsko-migrantska kriza);
- spremembe na področju zakonodaje in regulative (z večjo globalizacijo se povečuje pravna kompleksnost, trendi regulativnih nadzorov se povečujejo);
- spremembe zunanjih zahtev (zahteve poslovnih partnerjev, strožji standardi);
- spremembe ekonomskega, naravnega in konkurenčnega okolja (ekonomsko okolje Rusije in Kitajske, valutna tveganja, naravne katastrofe, moč blagovnih znamk, aktivnosti konkurence in spremembe v nabavnih verigah).

Zunanji dogodki, ki so v najvišji meri vplivali na poslovanje podjetja, so bili:

- **politična in makroekonomska nestabilnost Rusije in Ukrajine:** nestabilnost je povzročila padec porabe, kar se je odrazilo v zmanjšanju prodaje in dobičkonosnosti podjetja na tem trgu. Podjetje se je poskušalo prilagoditi razmeram na trgu s prilagajanjem cen svojih izdelkov in prilagajanjem izdelčne strukture;
- **spremenljivost tujih valut:** tukaj gre predvsem omeniti nestanovitnost ruskega rublja, ki je neposredno vplivala na ustvarjanje negativne tečajne razlike in posledično tudi na poslovni izid podjetja. Poleg ruskega rublja je treba tudi omeniti krepitev ameriškega dolarja, ki je vplivala negativno na dobičkonosnost programa malih gospodinjstev aparatov in na zviševanje nabavnih cen materiala in surovin;
- **neenakomerna dinamika prodaje in proizvodnje:** bolj neenakomeren obseg prodaje kot v preteklih obdobjih je bilo opaziti na poslovnem področju Dom. Prodaja je zaostajala predvsem v prvem polletju, kar je posledično vplivalo na doseganje ustreznega prispevka za kritje fiksnih stroškov. Višji obseg prodaje v drugem polletju je malce ublažil učinke iz prvega polletja, vendar čista nevtralizacija podjetju ni uspela;
- **begunsko-migrantska kriza v Evropski uniji:** v zadnjih letih je bilo v Evropski uniji moč opaziti intenzivno begunsko-migrantsko krizo, ki je imela vpliv na poslovanje podjetja.

Med notranje dogodke v letu 2015 in ključne aktivnosti spadajo predvsem potrebna usposabljanja in ozaveščanja v procesih podjetja, v poslovnih družbah in na poslovnih področjih Dom.

2.1.1 Model upravljanja tveganj

V podjetju so leta 2014 ustanovili oddelek, v okviru katerega so celovito prenovili model upravljanja s tveganji. Hkrati so izvedli celovite predstavitve modela in izobraževanje na nivojih vseh poslovnih procesov v podjetju. Model temelji na mednarodno priznanih področnih praksah in standardih, kjer kot smernice služijo modeli za upravljanje tveganj ISO31000, Guide75 in COSO. Delovanje modela temelji na določanju stopnje tveganja kot produkta ocenjene stopnje verjetnosti, da se določen scenarij pojavi in vpliva, ki ga pojava tega scenarija povzroči poslovanju podjetja. Pri določanju verjetnosti se uporablja metoda ocenjevanja verjetnosti glede na zgodovino dogodkov ali pa glede na frekvenco pojavitve dogodka. Stopnja vpliva se spremlja glede na finančni vpliv, možne posledice za zdravje zaposlenih oziroma okolice, možnost prekinitve izvajanja poslovnih procesov in posledice za ugled podjetja. Verjetnost in vpliv se ocenjujeta na podlagi 5-stopenjske lestvice. S pomočjo lestvice lahko glede na stopnjo vpliva in verjetnosti po intenzivnosti v podjetju zagotovijo, da je izvedena ocena tveganja posledica objektivne analize in ne subjektivnega mnenja.

V celoten proces določanja so vključene različne ravni poslovanja v podjetju. S tem so v podjetju zagotovili, da je celoten proces upravljanja s tveganji prilagojen potrebam in usklajen s kontekstom podjetja. Proces upravljanja s tveganji se izvaja iz aktivnosti poslovnih procesov proti vodstvu (pristop bottom-up), pri čemer so lastniki tveganj in lastniki poslovnih procesov aktivno vključeni in zadolženi za konstantno izvajanje procesa identificiranja ter ovrednotenja tveganj in njihovega upravljanja. Vloga oddelka za upravljanje s tveganji je priprava modela in metodologije ter povezovanje vseh aktivnosti, izobraževanje in poročanje. Hkrati pa vodstvo družbe s sprejemanjem strateških in poslovnih odločitev daje tako oddelku za upravljanje s tveganji kot tudi nosilcem posameznih procesov smernice za presojanje strateških tveganj in podlage za identificiranje novih tveganj, povezanih s spremembami v kontekstu organizacije (pristop top-down). Model upravljanja s tveganji prek izvajanja ocen tveganja, spremljanja kontrol in izvajanja ukrepov za obvladovanje tveganj tvori proces nenehnega izboljševanja upravljanja tveganj. Model upravljanja tveganj tako sledi določitvam oziroma spremembam v kontekstu organizacije (spremembe vizije oziroma strategije poslovnega modela Skupine), model pa se prek spremljanja delovanja (zunanje revizije, pregledi), prek spremljanja uspešnosti kontrol in ukrepov (izvedbe) in prek spremljanja standardov, priporočil ter dobre prakse neprestano izboljšuje – model je naravnan na način, da se izvaja nenehna revizija tako nabora tveganj kot kontrol in ukrepov implementiranih kontrol (Gorenje, d. d., 2015).

2.2 Analiza finančnih tveganj na primeru izbranega podjetja

Izbrano podjetje je izpostavljeno številnim finančnim tveganjem, ki vključujejo predvsem: kreditno tveganje, valutno tveganje, likvidnostno tveganje, tveganje spremembe obrestnih mer in ostala tveganja, povezana s spremembami tržnih pogojev. V letu 2013 so v podjetju sprejeli veliko novih internih politik in modificirali obstoječe. S tem so ciljali na bolj učinkovit in centraliziran sistem upravljanja s finančnimi tveganji. Pri upravljanju finančnih tveganj v podjetju sledijo naslednjim ciljem (Gorenje, d. d., 2015):

- doseči stabilnost poslovanja in zmanjšati izpostavljenost posameznim tveganjem na sprejemljivo raven;
- povečati vrednosti podjetja;
- izboljšati bonitetno oceno podjetja;
- zmanjšati neto finančne odhodke;
- minimizirati učinke udejanjanja kritičnih tveganj.

Izpostavljenost posameznim vrstam finančnih tveganj in ukrepe za njihovo učinkovito obvladovanje izvajajo na podlagi njihovih učinkov na denarne tokove podjetja in neto odhodke financiranja.

2.3 Analiza valutnega tveganja

2.3.1 Identifikacija valutnih tveganj

Valutna izpostavljenost bodočih denarnih tokov (angl. *Cash flow FX exposure*) izvira iz sprememb vrednosti planiranih bodočih prilivov in odlivov podjetja, ki izvirajo iz plana prodaje, plana nabave, plana odplačil posojil in ostalih planiranih transakcij v nefunkcionalnih valutah posameznega podjetja zaradi spremembe tečaja v obdobju od potrditve poslovnega plana do realizacije planiranih denarnih tokov.

V primeru varovanja valutne izpostavljenosti denarnih tokov je podjetje dolžno najprej identificirati valutno izpostavljenost posameznih denarnih tokov (prilivov odlivov) in izračunati neto izpostavljenost v nefunkcionalni valuti. Osnova za merjenje in varovanje valutne izpostavljenosti je tako neto vrednost kot razlika med prilivi in odlivi v nefunkcionalni valuti. Pri tem je treba za potrebe knjiženja v skladu s pravili obračunavanja varovanja pred tveganji (angl. *hedge accounting*) natančno opredeliti prihodnje odhodke oziroma prihodke in posledične denarne tokove kot varovano postavko in ne neto izpostavljenost. Ta izpostavljenost vpliva na operativne marže podjetja.

Valutna izpostavljenost bilance stanja (angl. *Transaction FX exposure*) izvira iz sprememb vrednosti obveznosti in sredstev, nominiranih v nefunkcionalnih valutah posameznega podjetja zaradi spremembe valutnega tečaja v obdobju od evidentiranja do poravnave sredstva ali obveznosti.

Varovana postavka je v tem primeru določena postavka bilance stanja. V primeru varovanja valutne izpostavljenosti bilance stanja je podjetje dolžno najprej identificirati valutno izpostavljenost posamezne postavke bilance stanja in izračunati neto izpostavljenost v nefunkcionalni valuti. Osnova za merjenje in varovanje valutne izpostavljenosti je tako neto vrednost obveznosti in terjatev v posamezni nefunkcionalni valuti. Pri tem je treba za potrebe knjiženja v skladu s pravili obračunavanja varovanja pred tveganji (angl. *hedge accounting*) natančno opredeliti varovano postavko kot del sredstev ali obveznosti in ne neto izpostavljenosti.

Valutna izpostavljenost z naslova neprepoznane trdne zaveze izvira iz pogodbenih (valutnih) klavzul, pri čemer je osnova za valutno izpostavljenost razlika med valutnim razmerjem v času sklenitve pogodbe in valutnim razmerjem v času, ko se zaveza pripozna v bilanci stanja. Identifikacija valutnih tveganj se skladno z opredeljeno organiziranostjo upravljanja valutnih tveganj in s tem opredeljenimi pristojnostmi in odgovornostmi izvaja na kvartalni ravni, na zahtevo uprave ali Odbora za upravljanje valutnih tveganj pa lahko tudi pogostejše. Za izvedbo identifikacije izpostavljenosti so zadolžene centralne finance podjetja, ki na osnovi zbranih podatkov posameznih družb izvedejo identifikacijo izpostavljenosti valutnemu tveganju za vsako posamezno valuto (ki ni EUR) za celotno podjetje, upoštevajoč pri tem vse tri vidike valutne izpostavljenosti.

2.3.2 Notranje tehnike zavarovanja pred valutnim tveganjem

Ko govorimo o notranjih tehnikah zavarovanja pred valutnim tveganjem, govorimo o:

- **uravnoveženju** (angl. *matching*): ta tehnika išče ravnotežje med prilivi in odlivi po posameznih valutah, s katerimi podjetje posluje. Ena izmed možnosti, kako podjetje to doseže, je zadolževanje na denarnem trgu ali pa izdaja vrednostnih papirjev. Izdaja vrednostnih papirjev velja predvsem za večja podjetja;
- **pospeševanju in upočasnjevanju plačil** (angl. *leading and lagging*): metodi »leading« in »lagging« se uporabljata, kadar podjetje skuša izkoristiti vedenje o pričakovanih gibanjih deviznih tečajev. Prva predstavlja predhodno plačilo glede na določen datum v pogodbi, medtem ko »lagging« deluje ravno obratno in pomeni zakasnitev plačila glede na določen datum v pogodbi. Avtorji, kot je Bennett (1997, str. 75), ugotavljajo, da sta predhodno plačilo in zakasnitev plačila uporabna le v povezanih podjetjih. Zunaj podjetja ta tehnika ne velja, saj bi to lahko škodilo odnosom med podjetji. Upoštevati je treba tudi, da zakasnitev plačila navadno povzroči zaračunavanje obresti, kar lahko izniči koristi ugodnejšega deviznega tečaja;
- **prevalitvi tveganja s spremembo fakturiranja in cenovno politiko**: slednje predstavlja najenostavnejši način zavarovanja pred valutnim tveganjem. V osnovi gre za proces, kjer podjetje posluje v svoji valuti in tako ni izpostavljeno tveganju, da bi tečaj padel ali porasel. V tem primeru izbrano podjetje prevali tveganje na svoje trgovinske partnerje, hkrati se izogne transakcijskim stroškom zamenjave med valutami. Takšno strategijo lahko uporabi podjetje, ki ima zelo močno pogajalsko moč.

Druga možnost je fakturiranje izvoza v močnih valutah in plačevanje svojih obveznosti do tujih dobaviteljev v šibkih valutah. Kot tretjo možnost pa poznamo dogovor s trgovinskim partnerjem o fakturiranju v nevtralni valuti, pri tem mora podjetje izbrati valuto, ki je na mednarodnem trgu čim bolj stabilna;

- **medpodjetniškem obračunu** (angl. *netting*): tehnika tudi poznana kot pobot. Namen slednjega je, da podjetje uspešno zmanjša valutno izpostavljenost z namenom, da bi lahko izpostavljenost natančno identificiralo in poskrbelo za čim bolj učinkovito obvladovanje. V primeru da sta zneska enaka, lahko pobot hkratno izloči prejem terjatev in plačilo obveznosti, v kolikor sta zneska enaka. Pristop lahko temelji na bilateralnem ali multilateralnem obračunu obveznosti in terjatev.

2.3.3 Zunanje tehnike zavarovanja pred valutnim tveganjem

Kadar začne podjetje sodelovati z zunanjimi institucijami pri obvladovanju valutnega tveganja, lahko začnemo govoriti o zunanjih tehnikah zavarovanja pred valutnim tveganjem. Finančni sistem omogoča podjetju nakup inštrumentov ali sklenitve dogovorov, s katerimi se lahko podjetje zavaruje pred valutnimi tveganji.

2.3.4 Obvladovanje valutnega tveganja

Podjetje je v povezavi s svojo osnovno dejavnostjo izpostavljeno tveganju spremembe valutnih tečajev proti EUR, ki predstavlja funkcionalno valuto. Izpostavljenost podjetja izvira iz prodaje izdelkov in storitev na trgih, katerih domicilna valuta ni EUR, in iz nabave materiala, blaga in storitev na trgih, katerih domicilna valuta ni EUR. Zato je podjetje izpostavljeno tveganju spremembe domicilnih valut proti EUR:

- izpostavljenost tveganju spremembe valutnih razmerij od potrditve poslovnega načrta za posamezno leto do zaključka poslovnega leta – (srednjeročno) tveganje spremembe valutnih razmerij v povezavi z načrtovanimi denarnimi tokovi kot posledica prodajnih in nabavnih aktivnosti v planskem obdobju;
- izpostavljenost tveganju spremembe valutnih razmerij od nastanka poslovnega dogodka (datum prodaje/nabave) do plačila (zapiranja terjatve s prejetim plačilom ali poravnave obveznosti z izvršenim plačilom) – tveganje, povezano s prevrednotenjem postavk bilance stanja v nefunkcionalnih valutah.

Cilj upravljanja z valutnimi tveganji je minimiziranje negativnega vpliva kot posledica neugodnega gibanja valutnih tečajev na konsolidirani osnovi na denarne tokove podjetja, prispevek za kritje (maržo) ter pošteno vrednost sredstev in obveznosti do nivoja, ki je možen in stroškovno sprejemljiv z metodami upravljanja z valutnimi tveganji. Temeljni cilj upravljanja z valutnimi tveganji je zaščita poslovnega načrta za posamezno poslovno leto. V okviru politike se določi tudi sprejemljiva in ciljna raven izpostavljenosti valutnim tveganjem.

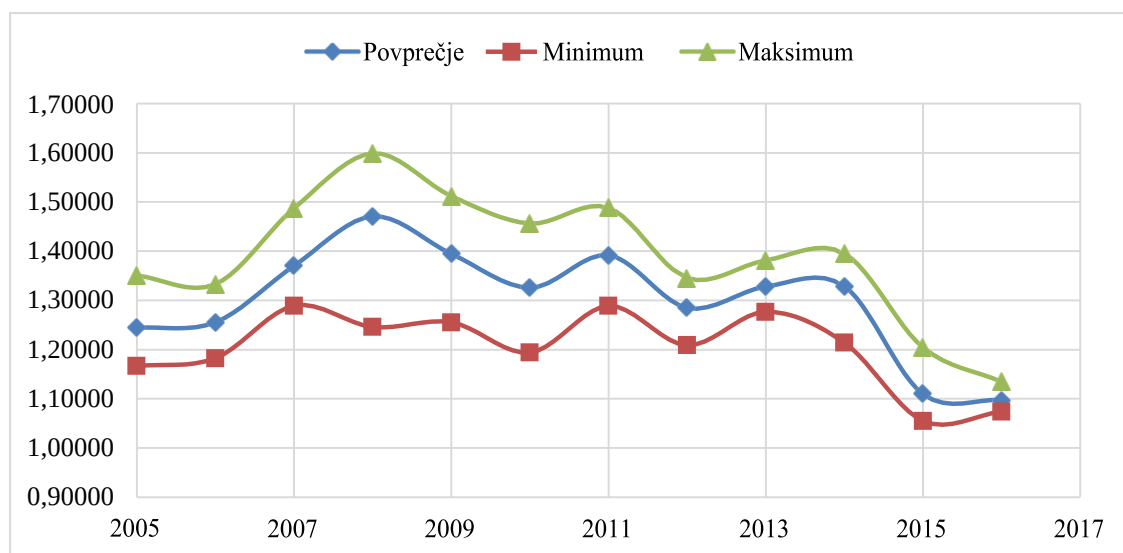
Pri tem pa ni dopustna špekulativna uporaba izvedenih finančnih instrumentov in načinov upravljanja valutnih tveganj, ki bi podjetje izpostavili dodatnim tveganjem. Kot špekulacija se smatra tudi opustitev varovanja pred tveganjem, ki je v nasprotju s sprejeto politiko upravljanja valutnih tveganj. Med države, ki predstavljajo valutna tveganja, spadajo Rusija, Srbija, Avstralija, Velika Britanija, Češka, Poljska, Hrvaška, in vsi dolarski trgi. V omenjenih valutah v bilanci stanja podjetje prikazuje presežek sredstev nad obveznostmi, kar obravnavajo kot dolgo devizno pozicijo. Ključne računovodske kategorije, ki tvorijo devizno pozicijo, so terjatve do končnih kupcev in obveznosti do dobaviteljev. Ameriški dolar je izjema, saj ima podjetje pri slednjem presežek obveznosti nad sredstvi, saj obseg nabave, ki je vezan na dolarske trge, presega obseg prodaje v tej valuti. Izpostavljenost finančnega položaja pa je v manjšem delu tudi posledica zadolževanja v lokalnih valutah.

Tabela 1: Pomembni menjalni tečaji (X nacionalne valute za 1 EUR)

	Povprečni tečaj		Tečaj na dan poročanja	
	2014	2015	2014	2015
HRK	7,63	7,61	7,65	7,63
CZK	27,53	27,28	27,73	27,02
DKK	7,45	7,45	7,44	7,46
RSD	116,86	120,56	120,60	121,23
PLN	4,18	4,18	4,27	4,26
RUB	51,01	68,00	72,33	80,67
USD	1,32	1,10	1,21	1,08

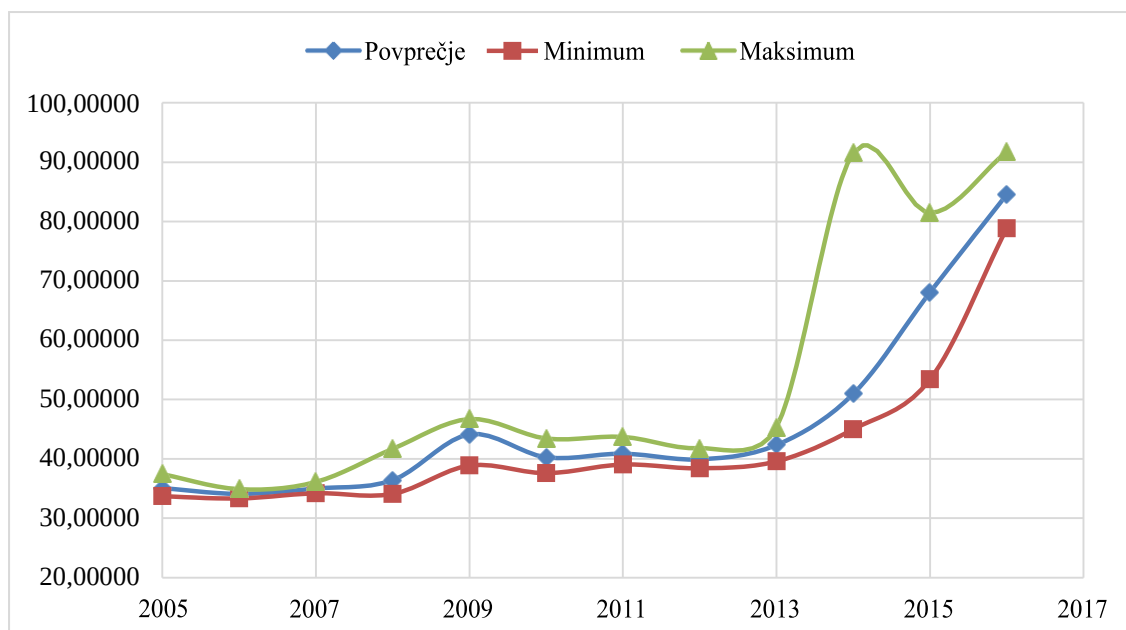
Vir: Gorenje Group, d. d., Letno poročilo 2015, 2016, str. 154.

Slika 6: Gibanje deviznega tečaja EUR/USD med letoma 2005 in 2016 (povprečje, minimum, maksimum)



Vir: Exchange rate EUR/USD, 2017.

Slika 7: Gibanje deviznega tečaja EUR/RUB med letoma 2005 in 2016 (povprečje, minimum, maksimum)



Vir: Exchange rate EUR/RUB, 2017.

Predstavljena grafa (Sliki 5 in 6) sta v dveh valutnih parih, in sicer EUR/USD in EUR/RUB. Vsak izmed grafov prikazuje povprečno gibanje deviznega tečaja, hkrati pa minimum in maksimum vsakega izbranega leta. Za razliko od deviznih tečajev EUR/USD nam EUR/RUB prikazuje ravno obratno gibanje tečaja.

V primeru, da se devizni tečaj spremeni (zniža ali zviša), se spremeni dolg podjetja in vrednost naložb v domači valuti. Potrebno je poudariti, da je pri valutni izpostavljenosti pomembna relativna sprememba deviznih tečajev (od absolutne). V tem primeru je to neto razlika med dolgotrajnim podjetjem in sredstvi glede na to ali: ima podjetje neto dolgov ali neto terjatve v tuji valuti ali pa se je vrednost te valute povečala ali zmanjšala. Poleg tveganja spremembe deviznega tečaja posamezne valute, v kateri ima podjetje izpostavljenost, pa valutno tveganje pomeni tudi tveganje korelacije med dvema valutama in tveganje nenadne devalvacije.

Za trgovanje z deviznim tečajem so primerni osnovni finančni inštrumenti, še bolj pa izvedeni finančni inštrumenti. Med lastnostmi izvedenih finančnih inštrumentov je z vidika trgovanja z njimi pomembno, da ni potreben tako velik finančni vložek kot pri trgovanju z osnovnimi finančnimi inštrumenti. Tako se lahko podjetje z banko dogovori za nakup določene valute, za katero pričakuje rast tečaja na določen dan v prihodnosti po vnaprej določeni ceni. Pri prodaji valute na termin pa se dogovorijo za valuto, za katero pričakujejo, da bo njena vrednost padla.

Ob zapadlosti terminskega posla ali pa že pred zapadlostjo lahko podjetje realizira pričakovani dobiček v primeru, da se pričakovanja uresničijo (Berk, 2005b).

Treba je opozoriti, da ima podjetje največjo izpostavljenost do ameriškega dolarja in ruskega rublja. Drag rubelj v letu 2016 je omogočil podjetju ustvariti večji dobiček in višjo prodajo na ruskem trgu, ki spada med najpomembnejše trge. Ravno obratna slika se pojavi pri ameriškem dolarju. Podjetje velik delež surovin in trgovskega blaga nabavlja na dolarskem trgu. Rast dolarja posledično draži nabavo in zmanjšuje dobiček.

Glavni razlog za rast ruskega rublja je rast cene nafte, kar je močno zmanjšalo pritisk na ruski proračun. Slednji dobi približno 40 % denarja z izvozom nafte. Dolar se je v primerjavi z evrom okrepil s pomočjo dobrih makroekonomskih objav.

V letu 2014 so v podjetju sprejeli politiko upravljanja z valutnimi tveganji, ki med drugim določa (Gorenje Group, d. d., 2016):

- metodologijo merjenja izpostavljenosti valutnim tveganjem;
- pristojnosti in odgovornosti pri upravljanju valutnih tveganj;
- načine in zahtevan obseg varovanja pred valutnimi tveganji;
- sprejemljive inštrumente varovanja pred valutnimi tveganji;
- sprejemljive partnerje za izvajanje varovanja pred valutnimi tveganji in
- način merjenja učinkovitosti upravljanja valutnih tveganj.

S sprejetjem nove politike jim je uspelo znižati izpostavljenost finančnega položaja podjetja in hkrati centralizirati upravljanje z valutnimi tveganji. Imenovan je bil tudi valutni odbor za upravljanje z valutnimi tveganji. Odbor skrbi, da krovna družba sklepa inštrumente za varovanje pred valutnimi tveganji tako v svojem imenu kot tudi v imenu ostalih družb podjetja. Ko je inštrument sklenjen, ga krovna družba pogodbeno prenese na družbo, ki je specifičnemu tveganju izpostavljena.

V določenih obsegi lahko tudi odvisne družbe sklepajo inštrumente za zmanjševanje izpostavljenosti valutnemu tveganju na njihovih lokalnih trgih, pri tem pa jim krovna družba zagotavlja ustrezno podporo in kreditne limite pri sprejemljivih partnerjih za varovanje. S tako centraliziranim pristopom lahko v podjetju dosegajo optimalne učinke varovanja pred valutnimi tveganji.

V podjetju poleg notranjih tehnik za uravnavanje valutnih tveganj, kot so zadolževanje v valutah, kjer imajo izpostavljenost sredstev, prilagajanje nabave in prodaje v posamezni valuti in ostali mehanizmi, izvajajo tudi aktivno zaščito pred valutnimi tveganji. To pomeni, da na kontinuirani 12-mesečni ravni sklepajo zaščito pred spremembo valutnih tečajev. Zaščito predstavljajo sprejemljivi finančni inštrumenti varovanja, nivo le-te pa predstavlja med 60 in 80 % načrtovanih denarnih tokov. Kot osnova za varovanje s kratkoročnimi terminkimi pogodbami so planirani denarni tokovi v posamezni valuti.

Zahtevana zaščita pa je bila opredeljena na temelju razmerja med vplivom posamezne valute na poslovanje podjetja, kar predstavlja obseg poslovanja, in verjetnostjo spremembe valutnega tečaja, kar se nanaša na volatilnost valute.

Tabela 2: Izpostavljenost valutnega položaja

31. 12. 2014							
000 EUR	EUR	HRK	DKK	PLN	RSD	CZK	Ostalo
Terjatve do kupcev	93.713	20.016	4.144	13.140	16.408	7.551	27.617
Finančne obveznosti	-357.954				-4.550	-57	-511
Obveznosti do dobaviteljev	-168.749	-484	-13.098	-1.392	-10.296	-3.527	-5.069
Izpostavljenost finančnega položaja	-432.990	19.532	-8.954	11.748	1.562	3.967	22.037

Vir: Gorenje Group, d. d., Letno poročilo 2015, 2016, str. 154.

Tabela 3: Izpostavljenost valutnega položaja

31. 12. 2015							
000 EUR	EUR	HRK	DKK	PLN	RSD	CZK	Ostalo
Terjatve do kupcev	88.755	12.014	4.259	12.224	17.406	5.717	20.645
Finančne obveznosti	-351.865				-5.861		-247
Obveznosti do dobaviteljev	-187.939	-801	-8.178	-1.277	-12.624	-4.008	-6.200
Izpostavljenost finančnega položaja	-451.049	11.213	-3.919	10.947	-1.079	1.709	14.198

Vir: Gorenje Group, d. d., Letno poročilo 2015, 2016, str. 154.

Možno je opaziti, da je podjetju uspelo zmanjšati izpostavljenost finančnega položaja, in sicer z izvedbo nove politike na področju upravljanja z valutnimi tveganji in s centralizacijo upravljanja, kar jim je omogočilo boljši pregled in hitrejšo odzivnost prilagajanja. Negotovost na področju valutnega tveganja predstavljajo trenutne gospodarske in geopolitične razmere. Padec cen nafte je imel velik vpliv na tečaj ruskega rublja in na tečaj ameriškega dolarja, ki sta močno vezana na ceno nafte, kar je pustilo posledice podjetju.

V Evropi visoko grožnjo predstavlja izhod Velike Britanije iz Evropske unije in kvantitativno sproščanje Evropske centralne banke, ki nekako ne more povzdigniti stopnje inflacije na željeno raven 2 %.

Tabela 4: Primer terminske pogodbe

Datum sklenitve	Datum zapadlosti	RUB	Valutni tečaj na dan sklenitve	EUR	Valutni tečaj na dan zapadlosti	EUR
13. 1. 2015	14. 1. 2016	668.440.000	92,73	7.208.455	83,32	8.022.564
10. 4. 2015	15. 1. 2016	41.100.000	60,00	685.000	83,04	494.942

Iz Tabele 4 je možno opaziti, da je podjetje dne 13. 1. 2015 sklenilo terminsko pogodbo z odvisno družbo podjetja z zapadlostjo 14. 1. 2016 in dne 14. 1. 2015 terminsko pogodbo z zapadlostjo 15. 1. 2016. Pogodbi sta bili sklenjeni za nakup ruske valute rubelj v skupni višini 7.893.455 EUR.

Podjetje se je s terminsko pogodbo želelo:

- zaščititi pred morebitnimi nenadnimi gibanji tečajne valute;
- zaščititi prihodnje denarne tokove;
- fiksirati denarne tokove na odhodkovni strani.

Z naslova prve terminske pogodbe je podjetje ustvarilo pozitiven rezultat, saj je tečaj ob zapadlosti znašal 83,32, kar je pomenilo, da je podjetje moralo za enak znesek v rublju plačati nižjo ceno v evrih. Z naslova druge terminske pogodbe pa je podjetje ustvarilo negativen rezultat, saj je tečaj ob zapadlosti pogodbe znašal 83,04. S to terminsko pogodbo je podjetje enak znesek rubljev dobilo za višjo ceno v evrih.

2.3.5 Analiza občutljivosti valutnega tveganja

Analiza občutljivosti predstavlja postopek prepoznavanja vplivov sprememb različnih valut na osnovno valuto (EUR). Prikaže nam, kako je podjetje občutljivo na spremembe vrednosti izbranih valut. Z analizo smo poskušali ugotoviti, kako bi povečanje oziroma zmanjšanje vrednosti evra glede na navedene valute ob predpostavki, da vse druge spremenljivke (obrestne mere) ostanejo nespremenjene, vplivalo na poslovni izid podjetja. V analizi smo uporabili 5-odstotno povečanje (zmanjšanje) vrednosti evra glede na navedene valute. Narejena je bila za leti 2014 in 2015, kar je omogočilo primerjavo podatkov in vpogled, kako se je izboljšalo upravljanje z valutnimi tveganji v zadnjem letu. Valute, ki so bile uporabljene v analizi, so bile hrvaška kuna, danska krona, poljski zloti, srbski dinar, češke krone, ruski rubelj, ameriški dolar in ostale valute.

Z opravljene analize je mogoče ugotoviti, da 5-odstotno povečanje vrednosti evra glede na navedene valute znižuje poslovni izid. To seveda velja ob predpostavki, da vse druge spremenljivke ostanejo nespremenjene. V letu 2014 bi za največji padec poslovnega izida poskrbela hrvaška kuna, v letu 2015 pa ruski rubelj. V pozitivno smer bi poslovni izid obrnila danska krona v letu 2014 in ameriški dolar v letu 2015. Ob istih predpostavkah bi 5-odstotno znižanje vrednosti evra na navedene valute imelo enak učinek v nasprotni meri,

kar bi pozitivno vplivalo na poslovni izid podjetja. Z analize je možno ugotoviti, da je izpostavljenost valutnim tveganjem visoka in da mora podjetje posvečati veliko časa upravljanju valutnega tveganja, s katerim lahko izboljša poslovni izid in utrdi položaj na trgu. Iz podatkov je znano, da je podjetje v letu 2014 v skladu s sprejeto politiko ščitenja pred valutnimi tveganji ščitilo približno 57 % planiranih denarnih tokov. V letu 2015 jim je uspelo raven zvišati na približno 65 % načrtovanih denarnih tokov.

Tabela 5: Analiza občutljivosti v letih 2014 in 2015

31. 12. 2014	000 EUR	31. 12. 2015	000 EUR
	Poslovni izid poslovnega leta		Poslovni izid poslovnega leta
HRK	-977	RUB	-561
DKK	448	USD	196
PLN	-587	HRK	-547
RSD	-78	RSD	54
CZK	-198	CZK	-85
Ostale valute	-1.102	Ostale valute	-710
Skupaj	-2.494	Skupaj	-1.653

Vir: Gorenje Group, d. d., Letno poročilo 2015, 2016, str. 155.

2.4 Analiza tveganja neizpolnitve nasprotne stranke

Temeljne tri vrste tveganj so zajete v tveganju neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke in to so (Berk et al., 2005): **tveganje finančne nediscipline, kreditno tveganje in tveganje neizpolnitve nadenarnih obveznosti.**

2.4.1 Vrste zavarovalnih inštrumentov

Podjetje ima na razpolago kar nekaj inštrumentov za zavarovanje terjatev, ki pa so si med seboj različni predvsem glede na izvršno moč pri hitrosti pridobivanja plačil in glede na stroške inštrumenta. Poznamo različne vrste zavarovalnih inštrumentov:

- **finančna zavarovanja:** eden izmed najbolj priljubljenih zavarovalnih inštrumentov je dokumentarni akreditiv. Slednji postaja vse bolj priljubljen predvsem pri poslovanju z Balkanom. Inštrument je lahko zelo učinkovit, saj ščiti tako prodajalca kot tudi kupca, vendar mora biti ustrezno vsebinsko dodelan glede na vrsto posla. Ostali finančni inštrumenti so bančne garancije za plačilo kupca, ki spadajo med dražje inštrumente, in dokumentirani inkasi;
- **pogodbena in naravna zavarovanja:** določila v pogodbi lahko delujejo kot pogodbene varovalke na različne načine, in sicer kot podaljšana lastninska pravica nad blagom do celotnega poplačila, blagovni limiti pri prodaji na odprto, zamudne obresti, ustavitev nadaljnjih dobav v primeru neplačila in avansi (Zorko, 2009, str. 23). Izbrano podjetje tekoče spremlja in ocenjuje svoje kupce in se dodatno prilagaja razmeram;

- **stvarna zavarovanja:** pri slednjih gre za zastavo premičnim, hipotek in zemljiškega dolga. Zemljiška knjiga, ustrezno urejeno pravno okolje, javne evidence so pogoj za takšno zavarovanje;
- **poročstva:** cenovno zelo ugodna oblika zavarovanja. Poroštvo prodajalcu pokaže resnost kupca, je pa pri tem treba podrobno proučiti ustreznost poroka in definirati poroštveno izjavo (Zorko, 2009, str. 24);
- **faktoring in kreditne zavarovalnice:** v osnovi to pomeni odkup terjatev, ki podjetju omogočajo predčasno financiranje, saj faktor (v tem primeru finančna institucija) prevzame tveganje neplačila nasprotne stranke in se hkrati zaveže, da podjetju poravnava terjatev v določenem roku in pod določenimi pogoji. Finančna institucija za posel zaračuna provizijo in obrestne mere. Faktoring omogoči podjetju boljšo likvidnost, izvozniku omogoča pridobivanje bančnih kreditov po ugodnejši meri, cenejšo in uspešnejšo izterjavo s strani zavarovalnice in nižje premije v primerjavi z drugimi inštrumenti.

2.4.2 Upravljanje tveganja neizpolnitve nasprotne stranke

V podjetju imajo zaradi geografske razvejanosti izredno veliko število kupcev po celem svetu. To so predvsem pravne osebe, v segmentu maloprodaje pa tudi fizične osebe. V večini primerov sodelujejo samo s kupci, ki imajo ustrezno bonitetno oceno, kar v podjetju redno spremljajo in temu posvečajo tudi veliko pozornosti. Hkrati imajo tudi vzpostavljena pravila glede odobritev limitov za posamezne kupce z različnimi bonitetnimi ocenami. V ta namen so v podjetju sprejeli novo in prenovljeno politiko upravljanja s terjatvami, ki opredeljuje procese upravljanja s terjatvami, odgovorne osebe ter dopustne inštrumente za zavarovanje kreditnih tveganj. Politika je bila sprejeta na nivoju celotne Skupine in daje želeni okvir za pravila in politike upravljanja s terjatvami, ki so jih sprejele in v svoje procese integrirale odvisne družbe podjetja. Na poslovnem področju Dom so uvedli informacijski modul za upravljanje kreditnih tveganj s ciljem avtomatizacije procesa izterjave in spremljanja terjatev ter kreditnih limitov. Slednji ukrep vodi k zmanjševanju deleža zapadlih terjatev in obenem omogoča povečanje deleža zavarovanih terjatev.

Skupno izpostavljenost kreditnemu tveganju je podjetju v letu 2014 uspelo znižati za 8,785 %, in sicer s 301.967 TEUR na 277.581 TEUR. Najvišje znižanje je možno opaziti pri terjatvah do kupcev in druge terjatve, kjer je znižanje znašalo 12,212 %, in sicer z 243.649 TEUR na 217.132 TEUR. Opaziti je tudi možno zvišanje terjatev v kategoriji depozitov, kjer je zvišanje znašalo 2,29 %, v kategoriji drugih finančnih terjatev, kjer je zvišanje znašalo 468,76 %, in v kategoriji denarnih sredstev in njihovih ustreznikov, kjer je zvišanje znašalo 0,72 %.

Tabela 6: Največja izpostavljenost kreditnemu tveganju na dan poročanja

000 EUR	2013	2014	2015
Za prodajo razpoložljiva sredstva	3.986	3.626	3.700
Posojila	16.193	14.630	11.996
Terjatve do kupcev in druge terjatve	243.649	217.132	203.499
Depoziti	1.529	1.564	1.755
Druge finančne terjatve	1.021	4.786	1.861
Denarna sredstva in njihovi ustrezniki	35.589	35.843	31.610
Skupaj	301.967	277.581	254.421

Vir podatkov: Gorenje, d. d., Letno poročilo 2013, 2014, str. 116; Gorenje, d. d., Letno poročilo 2014, 2015, str. 105; Gorenje Group, d. d., Letno poročilo 2015, 2016, str. 150; lastni izračuni.

V letu 2015 je podjetju še dodatno uspelo znižati izpostavljenost kreditnemu tveganju, in sicer za dodatnih 9,103 %, tj. z 277.581 TEUR na 254.421 TEUR. Padec izpostavljenosti iz leta 2013 do leta 2015 znaša 18,688 %. Najvišje znižanje v letu 2015 so predstavljale druge finančne terjatve, in sicer za 157,17 %. Celotno izpostavljenost kreditnemu tveganju pa sta višali dve kategoriji, razpoložljiva sredstva za prodajo (+ 0,204 %) in depoziti (+ 1,22 %).

Trenutno makroekonomsko okolje močno vpliva na poslovne partnerje podjetja. V trenutku lahko povzroči spremembe v plačilni sposobnosti in bonitetni oceni, kar lahko močno vpliva na podjetje in njihove odprte terjatve. Zaradi takšnih nepričakovanih dogodkov se lahko pojavi verjetnost zamud pri plačilih s strani kupcev oziroma celo obstaja verjetnost nesposobnosti plačila. Podjetje se lahko zavaruje tako, da z nobenim kupcem oziroma medsebojno lastniško povezano skupino kupcev ne ustvari več kot 10 % ali več prodaje celotnega podjetja. Hkrati poskrbi tudi, da celotna izpostavljenost do posameznega kupca oziroma skupine kupcev ne presega 10 % terjatev celotnega podjetja. Kupce ima podjetje razvrščene v različne skupine glede na bonitetno oceno, stanje terjatev in plačilne sposobnosti.

Tabela 7: Največja izpostavljenost kreditnemu tveganju za terjatve na dan poročanja po geografskih regijah

000 EUR	2013	2014	2015
Zahodna Evropa	51.460	40.355	39.234
Vzhodna Evropa	151.252	126.152	103.798
Ostali svet	12.869	13.873	17.988
Skupaj	205.581	180.380	161.020

Vir podatkov: Gorenje, d. d., Letno poročilo 2013, 2014, str. 116; Gorenje, d. d., Letno poročilo 2014, 2015, str. 105; Gorenje Group, d. d., Letno poročilo 2015, 2016, str. 150; lastni izračuni.

Znotraj podjetja najpomembnejši del tveganj neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke oziroma kreditnih tveganj predstavljajo terjatve do kupcev. Te so leta 2014 znašale 180.380 TEUR in so se v primerjavi z letom 2013 znižale za 25.201 TEUR, kar predstavlja znižanje za 13,971 %. V letu 2015 je možno opaziti dodatno znižanje, in sicer za 12,02 %, tj. na 161.020 TEUR. Procentualno je najvišje znižanje znašalo 27,518 % v geografski regiji Zahodne Evrope. Povečana učinkovitost na področju upravljanja s terjatvami je podjetju omogočila znižanje terjatev in izboljšanje denarnega toka. V veliki meri je to posledica aktivnejšega upravljanja terjatev znotraj podjetja, ki vključuje intenzivno izterjavo in natančno določena pravila določanja kreditnih limitov do posameznih kupcev.

Tabela 8: Največja izpostavljenost kreditnemu tveganju za terjatve na dan poročanja po vrstah kupcev

000 EUR	2013	2014	2015
Kupci na debelo	163.846	149.303	124.196
Kupci na drobno	30.829	26.817	29.214
Ostali	10.906	6.343	7.610
Skupaj	205.581	180.380	161.020

Vir podatkov: Gorenje, d. d., Letno poročilo 2013, 2014, str. 116; Gorenje, d. d., Letno poročilo 2014, 2015, str. 105; Gorenje Group, d. d., Letno poročilo 2015, 2016, str. 151; lastni izračuni.

Iz Tabele 8 je razvidno nižanje skupnih terjatev pri vseh kupcih, tako na debelo kot tudi na drobno. Procentualno so bili najbolj učinkoviti pri ostalih kupcih, kjer je znižanje znašalo 71,938 %. Terjatve pri kupcih na debelo so se znižale za 11,293 % in pri kupcih na drobno za 14,961 %. Podoben trend je možno opaziti tudi v letu 2015, ko so kupci na drobno in ostali kupci poskrbeli za zvišanje izpostavljenosti v teh dveh kategorijah. V kategoriji kupci na debelo je podjetju uspelo dodatno znižati izpostavljenost za 20,22 %.

V primeru, da pri kupcu stanje terjatev presega 5000 EUR, ga vključijo v proces kreditne kontrole, kar vključuje tudi zavarovanje terjatev s sprejemljivimi inštrumenti zavarovanja. Skladno s politiko upravljanja terjatev so tako določeni naslednji sprejemljivi inštrumenti zavarovanja (Gorenje Group, d. d., 2016):

- zavarovanje terjatev pri kreditnih zavarovalnicah,
- zavarovanje terjatev z bančnimi garancijami in akreditivi,
- prodaja terjatev brez regresa,
- izjemoma, ob posebni odobritvi, pa tudi zastave oziroma hipoteke 1. reda.

Ob koncu leta 2014 je imelo podjetje približno 61 % vseh terjatev zavarovanih s sprejemljivimi inštrumenti zavarovanja. V sklopu celotnega podjetja to predstavlja izboljšanje za 5,6 odstotne točke iz leta 2013. Na poslovnem področju Dom pa je bilo približno 65 % vseh terjatev zavarovanih s sprejemljivimi inštrumenti zavarovanja, kar predstavlja zvišanje za 5,9 odstotne točke iz leta 2013. Ob koncu leta 2015 je imelo

podjetje 62,9 % vseh terjatev do kupcev, zavarovanih s sprejemljivimi inštrumenti zavarovanja. To predstavlja izboljšanje za 1,3 odstotne točke v primerjavi z letom 2014. Skoraj ves del terjatev ima podjetje zavarovan pri prvi kreditni zavarovalnici SID, ostali del terjatev pa pri kreditnih zavarovalnicah na različnih posameznih trgih ter z drugimi sprejemljivimi inštrumenti zavarovanja. Določen delež kupcev ostaja nezavarovan zaradi visoke bonitetne ocene, ki jo v podjetju tekoče in zavzeto spremljajo. Močno nezavarovane terjatve imajo nasprotno posle proti dobavi, precej pa je tudi majhnih kupcev, ki so zelo razpršeni in je zaradi tega kreditno tveganje pri njih majhno in zanemarljivo.

Tabela 9: Zapadlost terjatev do kupcev na dan poročanja

	Bruto vrednost	Popravek	Bruto vrednost	Popravek	Bruto vrednost	Popravek
000 EUR	2013	2013	2014	2014	2015	2015
Nezapadle	159.918		143.126		133.576	
Zapadle od 1 do 50 dni	33.526		21.363		17.519	
Zapadle od 51 do 100 dni	5.464		3.879		2.963	
Zapadle od 101 do 180 dni	2.903		3.534		2.657	
Zapadle od 181 do 270 dni	4.110		4.911		2.335	
Zapadle od 271 do 360 dni	1.126		4.037		2.670	
Zapadle od 361 do 720 dni	4.144		4.314		4.835	
Zapadle od 721 do 1081 dni	4.114		3.755		1.236	
Zapadle nad 1081 dni	15.354		18.787		21.630	
Popravek vrednosti terjatev		25.078		27.326		28.401
Skupaj	230.659	25.078	207.706	27.326	189.421	28.401

Vir podatkov: Gorenje, d. d., Letno poročilo 2013, 2014, str. 116; Gorenje, d. d., Letno poročilo 2014, 2015, str. 106; Gorenje Group, d. d., Letno poročilo 2015, 2016, str. 208–209; lastni izračuni.

Bruto vrednost zapadlosti terjatev se je v letu 2014 znižala za 11,05 %, in sicer z 230.659 TEUR na 207.706 TEUR. Nižanje je možno opaziti na skoraj vseh ravneh zapadlosti. Izjema so samo terjatve, ki zapadejo v roku 270 dni ali več. Popravek za leti 2013 in 2014 je prikazan v Tabeli 10. Največjo razliko v popravku predstavlja slabitev terjatev, ki je v letu 2013 znašala 9.482 TEUR, v letu 2014 pa 5.126 TEUR. V letu 2015 je bruto vrednost zapadlosti terjatev še dodatno upadla, in sicer za 9,65 %, tj. z 207.706 TEUR na 189.421 TEUR.

Terjatve vseh vrst se ob začetnem pripoznanju izkazujejo v zneskih, ki izhajajo iz ustreznih listin, ob predpostavki, da bodo poplačane. Prvotne terjatve se lahko kasneje povečajo ali pa ne glede na prejeto plačilo ali drugačno poravnavo tudi zmanjšajo za vsak znesek, utemeljen

s pogodbo. Kasnejša povečanja terjatev praviloma povečujejo ustrezne poslovne prihodke ali finančne prihodke. Kasnejša zmanjšanja terjatev pa ne glede na prejeto plačilo ali drugačno poravnavo praviloma zmanjšujejo ustrezne poslovne ali finančne prihodke (Slovenski računovodski standardi, Uradni list RS, št. 118/2005).

Med poslovnim letom se popravki vrednosti terjatev, ki jih ni mogoče poplačati, lahko oblikujejo posamično ali v odstotku, izračunanem na podlagi izkušenj iz preteklih let in pričakovanj v prihodnosti. Popravki vrednosti zmanjšujejo knjigovodsko vrednost terjatev in povečujejo prevrednotene odhodke. Na koncu leta se preostali saldo popravka vrednosti uskladi z utemeljeno vrednostjo še ne poravnanih terjatev in se ustrezno poveča ali zmanjša.

Tabela 10: Gibanje popravka vrednosti terjatev

000 EUR	2013	2014	2015
Začetno stanje 1. 1.	24.682	25.170	27.401
Tečajne razlike	-786	-264	-239
Slabitev terjatev	9.482	5.167	4.178
Zmanjšanje popravka vrednosti	-3.938	-885	-1.237
Dokončen odpis terjatev	-4.362	-1.787	-1.702
Končno stanje 31. 12.	25.170	27.401	28.401

Vir podatkov: Gorenje, d. d., Letno poročilo 2013, 2014, str. 117; Gorenje, d. d., Letno poročilo 2014, 2015, str. 106; Gorenje Group, d. d., Letno poročilo 2015, 2016, str. 209; lastni izračuni.

Na ravni celotnega podjetja meja nezavarovanih terjatev ne sme preseči 20 % vseh terjatev. S tem podjetje skrbi za ustrezno varovanje pred tveganjem neizpolnitve nasprotne stranke. Tudi na ostalih segmentih poslovanja v podjetju zelo pozorno spremljajo kreditno tveganje. Denar na računih in kratkoročne presežke sredstev plasirajo skladno s korporativnimi usmeritvami podjetja. V okviru korporativnih usmeritev so določili tudi metodologijo določanja sprejemljivih nasprotnih strank na finančnem področju. Slednje usmeritve določajo tudi metodologijo določanja sprejemljivih strank pri sklepanju izvedenih finančnih instrumentov.

2.5 Analiza likvidnostnega tveganja

2.5.1 Obvladovanje likvidnostnega tveganja

V podjetju aktivno spremljajo in upravljajo tveganje plačilne sposobnosti s spremljanjem in centraliziranim uravnavanjem:

- likvidnostih sredstev, predvsem uravnavanje zalog in terjatev;
- denarnih tokov iz poslovanja;

- denarnih tokov iz naložbenja;
- obveznosti do virov sredstev.

Tabela 11: Zapadlost finančnih obveznosti podjetja na osnovi pogodbenih denarnih tokov

31. 12. 2014 000 EUR	Knjigovodska vrednost	Pogodbeni denarni tokovi	1 leto ali manj	1–2 leti	2–5 let	Več kot 5 let
Neizvedene finančne obveznosti						
Bančna posojila	265.679	298.479	78.038	61.032	131.707	27.702
Posojila od drugih	24.750	26.141	12.153	7.562	5.139	1.287
Obveznosti z naslova izdanih obveznic	72.643	80.025	17.129	16.567	46.329	
Druge finančne obveznosti	3.227	3.227	3.227			
Poslovne in druge obveznosti	246.365	246.365	246.365			
Skupaj	612.664	654.237	356.912	85.161	183.175	28.989
Izvedene finančne obveznosti						
Obrestne zamenjave	–1.110	–1.109	–853	–256		
Terminske valutne pogodbe	3.503	3.503	3.503			
Odliv	–197	–197	–197			
Priliv	3.700	3.700	3.700			
Skupaj	2.393	2.394	2.650	–256	0	0

Vir podatkov: Gorenje Group, d. d., Letno poročilo 2014, 2015, str. 108; lastni izračuni.

Upravljanje z denarnimi sredstvi je centralizirano in hkrati podprto s programsko rešitvijo za podporo planiranju in dnevnemu spremljanju denarnih tokov za celotno podjetje. Priprava in analiza prihodnjih denarnih tokov sta segment, kateremu v podjetju posvečajo zelo veliko pozornosti, saj uspešno planiranje denarnih sredstev podjetju omogoča optimalno upravljanje kratkoročnih presežkov ali primanjkljajev likvidnih sredstev. Ob uspešni pripravi denarnih tokov se lahko podjetje dodatno zaščiti pred morebitnimi primanjkljaji oziroma presežki. S tem lahko pravočasno poravna svoje plačilne sposobnosti in ohrani dobro bonitetno oceno.

Tabela 12: Zapadlost finančnih obveznosti podjetja na osnovi pogodbenih denarnih tokov

31. 12. 2015 000 EUR	Knjigovodska vrednost	Pogodbeni denarni tokovi	1 leto ali manj	1–2 leti	2–5 let	Več kot 5 let
Neizvedene finančne obveznosti						
Bančna posojila	281.499	311.082	71.470	68.712	133.097	37.803
Posojila od drugih	18.356	19.169	12.326	4.175	1.828	840
Obveznosti z naslova izdanih obveznic	58.118	62.993	16.624	16.045	30.324	

se nadaljuje

*Tabela 12: Zapadlost finančnih obveznosti podjetja na osnovi pogodbenih denarnih tokov
(nad.)*

31. 12. 2015 000 EUR	Knjigovodska vrednost	Pogodbeni denarni tokovi	1 leto ali manj	1–2 leti	2–5 let	Več kot 5 let
Druge finančne obveznosti	2.838	2.838	2.838			
Poslovne in druge obveznosti	266.932	266.932	266.932			
Skupaj	627.743	663.014	370.190	88.932	165.249	38.643
Izvedene finančne obveznosti						
Obrestne zamenjave	–1.079	–1.411	–557	–349	–482	–23
Terminske valutne pogodbe	783	783	783			
Odliv	–134	–134	–134			
Priliv	917	917	917			
Skupaj	–296	–628	226	–349	–482	–23

Vir: Gorenje Group, d. d., Letno poročilo 2015, 2016, str. 211.

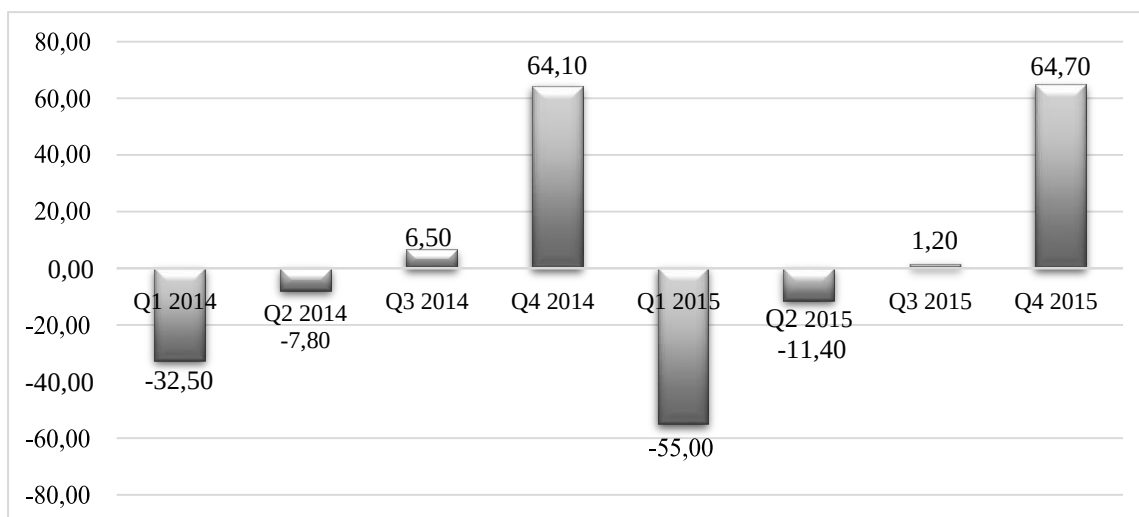
Pogodbeni denarni tokovi, izvirajoči iz neizvedenih finančnih obveznosti podjetja, katerih zapadlost je krajša ali enaka enemu letu, znašajo ob koncu leta 2015 370.190 TEUR in so za 13.278 TEUR oziroma 3,72 % višji kot ob koncu leta 2014. Višji pogodbeni denarni tokovi, katerih zapadlost je krajša ali enaka enemu letu, so rezultat višjih poslovnih in drugih obveznosti (+20.567 TEUR), kar je rezultat večje poslovne aktivnosti podjetja v zadnjem četrtletju ter posledično večjih nabav materiala in surovin za proizvodnjo. Zaradi znižanja dolga in še ugodnejše strukture ročnosti finančnih obveznosti pa so se znižali pogodbeni denarni tokovi, ki se nanašajo na finančne obveznosti, katerih zapadlost je krajša ali enaka enemu letu.

Enoten in centraliziran pristop do bančnih partnerjev in storitev tako v Sloveniji kot tudi v tujini podjetju omogoča uravnavanje optimalne zadolženosti podjetja predvsem z vidika obsega stroškov, ročnosti in valutne uravnoveženosti podjetja. Prek izbranega pristopa lahko podjetje lažje in bolj učinkovito dostopa do bančnih partnerjev. Leta 2014 so v podjetju z namenom razpršitve virov financiranja uspešno izdali kratkoročne komercialne zapise v skupni nominalni višini 35 milijonov evrov. Zapisi predstavljajo kratkoročne podjetniške vrednostne papirje, ki jih podjetja izdajajo z namenom pridobitve nebančnih dolžniških virov financiranja neposredno od vlagateljev. Ročnost komercialnih zapisov je načeloma krajša od enega leta. Zaradi tega spadajo med inštrumente denarnega trga. So zelo podobni zakladnim menicam, le da slednje izdaja država. Poleg Gorenja komercialne vrednostne papirje izdajajo tudi ostala večja podjetja, kot sta Mercator, d. d., in Petrol, d. d. V letu 2015 so v podjetju nadaljevali z izdajo kratkoročnih komercialnih zapisov. V mesecu februarju so izdali 10-mesečne kratkoročne komercialne zapise. Slednji zapisi so imeli 2,20-odstotno letno obrestno mero. Obseg celotne prodaje kratkoročnih

komercialnih zapisov je znašal 29,1 milijona evrov, kar je za 35 % več, kot je bilo sprva predvideno. Visoko zanimanje za kratkoročne komercialne zapise prikazuje visoko stopnjo zaupanja vlagateljev v poslovanje podjetja. Ob upoštevanju izdaje 5-letnih obveznic iz leta 2014 in prej omenjene izdaje kratkoročnih komercialnih zapisov v nominalni vrednosti 29,1 milijona evrov je podjetju uspelo na kapitalskih trgih pridobiti približno 100 milijonov evrov. Sedaj ima podjetja več kot četrtno svojega financiranja zagotovljenega prek kapitalskih trgov, kar jim zagotavlja primerno stabilnost, obenem pa jim omogoča konkurenčnost pri zagotavljanju novih virov financiranja.

Podjetje je v letu 2016 z namenom sezonskega financiranja poslovanja že petič zapored uspešno izdalo komercialne zapise v vrednosti 40 milijonov evrov. Komercialni zapisi z datumom začetka obrestovanja 24. 1. 2017 in datumom zapadlosti 22. 12. 2017 imajo najnižjo obrestno mero do sedaj, v višini 1,30 odstotka letno. Izdaja predstavlja prispevek k nadaljnjemu zniževanju stroškov financiranja podjetja. Namen teh kratkoročnih komercialnih zapisov je predvsem v uravnavanju sezonske dinamike denarnega toka iz poslovanja in investiranja. Sezonska dinamika denarnega toka je praviloma negativna v prvi polovici leta in se do konca leta postopoma krepi in izboljšuje. V poslovnem letu 2015 je podjetje ustvarilo 0,5 milijona EUR negativnega prostega denarnega toka iz poslovanja in naložbenja. To je za 30,8 milijona EUR slabše kot v letu 2014. V največji meri je to rezultat slabšega poslovnega izida in višjega obsega investicijskih vlaganj glede na prejšnje leto. Na grafu na Sliki 7 je možno opaziti visoko nihanje denarnega toka z naslova poslovanja in naložbenja. Previsoka nihanja denarnega toka lahko škodujejo podjetju pri planiranju slednjih, prav tako pa otežujejo planiranje likvidnosti, ročnosti in uravnoteženosti podjetja.

Slika 8: Denarni tok iz poslovanja in investiranja (v milijonih EUR)



Vir podatkov: Gorenje Group, d. d., Letno poročilo 2015, 2016, str. 78; lastni izračuni.

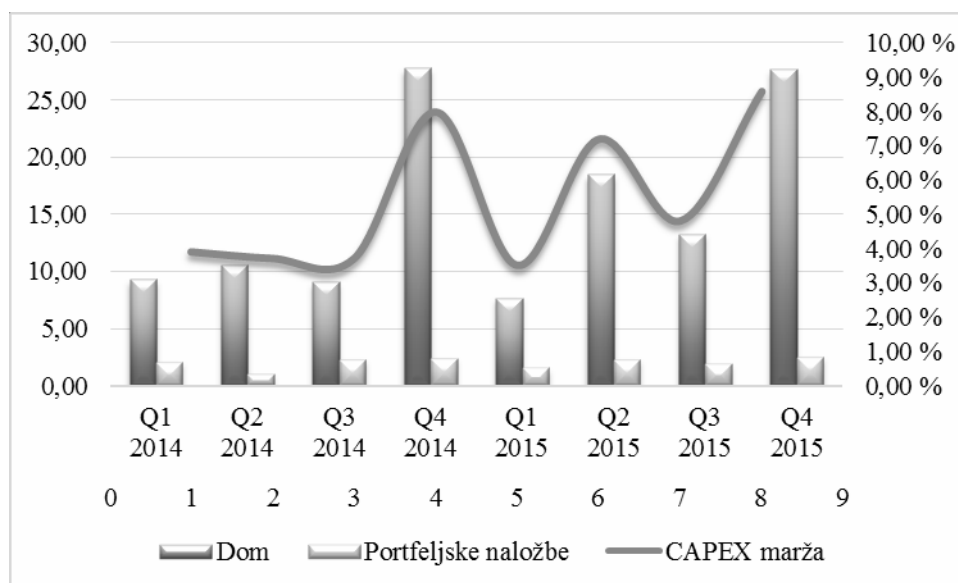
Tabela 13: Konsolidirani izkaz denarnih tokov

000 EUR	2014	2015		2014	2015
Denarni tokovi pri poslovanju			Denarni tokovi pri naložbenju		
Poslovni izid poslovnega leta	1.239	-7.988	Prejemki iz prodaje nepremičnin, naprav in opreme	5.477	10.131
Prilagoditve za: amortizacijo nepremičnin, naprav in opreme	35.950	36.776	Prejemki iz prodaje naložbenih nepremičnin	3.274	1.448
Prilagoditve za: amortizacijo neopredmetenih sredstev	7.069	8.868	Prejete obresti	1.793	1.877
Prilagoditve za: prihodke od naložbenja	-8.750	-7.396	Prejete dividende	120	52
Prilagoditve za: odhodke za financiranje	47.422	46.188	Prodaja odvisnega podjetja	10	0
Prilagoditve za: prihodke od prodaje nepremičnin, naprav in opreme	-288	-2.671	Pridobitev nepremičnin, naprav in opreme	-40.371	-52.375
Prilagoditve za: prihodke od prodaje naložbenih nepremičnin	-83	0	Pridobitev naložbenih nepremičnin	-9	-37
Prilagoditve za: odhodke za davke	2.624	4.000	Druge naložbe	-3.258	1.885
Dobiček iz poslovanja pred spremembami čistih obratnih sredstev in rezervacijami	85.183	77.777	Pridobitev neopredmetenih sredstev	-21.264	-23.084
Sprememba poslovnih in drugih terjatev	20.196	12.493	Čisti denarni tok iz naložbenja	-54.228	-60.103
Sprememba zalog	16.552	-6.107	Denarni tokovi pri financiranju		
Sprememba rezervacij	-4.452	-1.776	Dokapitalizacija	9.812	0
Sprememba poslovnih in drugih obveznosti	-19.483	5.588	Najem posojil	168.496	196.402
Pri poslovanju pridobljena denarna sredstva	12.813	10.198	Odplačilo posojil	-272.940	-188.663
Plačane obresti	-21.526	-18.868	Izdane obveznice	73.000	-14.600
Plačani davek iz dobička	-4.048	-5.137	Izplačilo dividend	0	-1.458
Čisti denarni tok iz poslovanja	72.422	63.970	Čisti denarni tok iz financiranja	-21.632	-8.319

Vir: Gorenje Group, d. d., Letno poročilo 2015, 2016, str. 116.

Kratkoročno neuravnoteženost denarnih tokov v podjetju uravnavajo z najemanjem kratkoročnih revolving posojil in limitov na računih pri poslovnih bankah v Sloveniji in v tujini. Revolving kredit oziroma posojilo je neke vrste kombinacija kredita in limita na transakcijskem računu podjetja. Slednji krediti se uporabljajo predvsem za tekoče financiranje primanjkljaja likvidnih sredstev. Posebnost revolving kredita v primerjavi z drugimi krediti je v tem, da je črpanje kredita v domeni kreditojemalca in je odvisno od njegovih likvidnostnih potreb. Kadar želi podjetje revolving kredit črpati, mora predhodno o tem obvestiti banko. Revolving krediti omogočajo podjetju večjo fleksibilnost na trgu in lažje kontroliranje likvidnih sredstev.

Slika 9: Naložbe po poslovnih področjih



Vir podatkov: Gorenje Group, d. d., Letno poročilo 2015, 2016, str. 78; lastni izračuni.

Slika 9 prikazuje investicijska vlaganja oziroma naložbe po poslovnih področjih v letih 2014 in 2015. V letu 2015 so investicijska vlaganja znašala 75,5 milijona evrov in so bila za 13,9 milijona evrov višja kot v letu 2014. Največji delež naložb so namenili poslovnemu področju Dom (67,2 milijona EUR). V okviru poslovnega področja Portfeljske naložbe so v letu 2015 namenili 8,3 milijona evrov od tega največ na področju ekologije (5,9 milijona evrov).

2.5.2 Likvidnostna rezerva

Likvidnostna rezerva je ob koncu leta 2014 znašala 109.848 TEUR in ob koncu leta 2015 115.960 TEUR. Slednja rezerva je sestavljena iz:

- neizkoriščenih, a odobrenih kreditnih linij;
- razpoložljivih denarnih sredstev na računih;
- vezanih depozitov pri poslovnih bankah.

Namenjena je kratkoročnemu uravnavanju denarnih tokov, obenem pa pomembno znižuje kratkoročno likvidnostno tveganje celotnega podjetja.

Tabela 14: Likvidnostna rezerva

000 EUR	2014	2015
Nečrpani odobreni kratkoročni in dolgoročni krediti	73.786	84.350
Denar in ustrezni kazalniki	36.062	31.610
Skupaj	109.848	115.960

Vir: Gorenje Group, d. d., Letno poročilo 2015, 2016, str. 152.

Podjetje ima izdelan dolgoročni načrt servisiranja finančnih obveznosti, ki je deležen redne obnove in nadgradnje. V letu 2014 je bilo izvedeno obsežno prestrukturiranje ročnosti dolga, v okviru katerega so z dolgoročnimi viri nadomestili vsa posojila, ki so v letu 2014 postopoma zapadala. V letu 2015 so nadaljevali s procesom prestrukturiranja povprečne ročnosti dolga ob hkratnem zniževanju stroška financiranja, v okviru katerega so z dolgoročnimi viri nadomeščali posojila podjetja, ki so postopoma zapadala v letu 2015. Celoten proces je vseboval veliko korakov, ki so pripomogli k izboljšanju ročnosti dolga in hkrati pripeljali do boljšega položaja na trgu za dolgoročni uspeh podjetja. Sprejeti ukrepi v okviru prestrukturiranja ročnosti dolga so bili naslednji:

- podjetje je izboljšalo strukturo ročnosti finančnih obveznosti za 24,4 odstotnih točk (v letu 2015 so dolgoročne finančne obveznosti podjetja predstavljale 74,9 % vseh finančnih obveznosti);
- podjetje je izdalo 5-letno amortizacijsko obveznico (angl. *bonds amortization, bonds redemption*) GV01 v nominalni vrednosti 73 milijonov evrov in s tem razpršilo vire financiranja tudi na dolgoročnem delu dolga (izdaja dolgoročne obveznice zagotavlja podjetju dodatno zagotovilo zaupanja finančnih investitorjev v podjetje);
- podjetje je prav tako izvedlo tretji krog dokapitalizacije krovne družbe z naslova odobrenega kapitala po sklepu skupščine delničarjev iz leta 2013. Dokapitalizacija v višini 10 milijonov evrov je bila izvedena skladno s sklepom skupščine, in sicer z zamenjavo finančnega dolga za kapital družbe (angl. *debt to equity swap*);
- podjetje je znižalo povprečni strošek financiranja in v nove dolgoročne kreditne pogodbe vključilo določbo o nadaljnjem zniževanju obrestnih mer ob izboljševanju kazalnika neto finančni dolg/EBITDA;
- podjetje je znižalo skupne finančne obveznosti za 33,4 milijona evrov in
- pomembno znižalo obseg potrebnega refinanciranja v naslednjem letu.

Pri dokapitalizaciji »debt to equity swap« gre za zamenjavo določene količine dolga za določeno količino kapitala. Vrednost zamenjave je običajno določena po trenutnih tržnih cenah, vendar lahko podjetje ponudi višjo ceno in s tem pritegne večje število imetnikov delnic in obveznic, da sodelujejo pri zamenjavi. Razlogov za zamenjavo je več. Eden izmed najbolj pogostih je ta, da mora podjetje izpolnjevati določene pogodbene obveznosti, kot je ohranjanje debt/equity razmerja pod določeno številko. Prav tako lahko izda kapital, da se izogne plačilu kuponov in nominalne vrednosti plačil.

Podjetje mora za ustrezno zagotavljanje plačilne sposobnosti zagotoviti primerno sestavo gibljivih sredstev in ustrezno dinamiko pretvarjanja teh sredstev iz ene oblike v drugo. S pomočjo kazalnikov likvidnosti lahko proučimo in ugotovimo izpostavljenost likvidnostnemu tveganju.

2.5.3 Plačilna sposobnost podjetja

Plačilna sposobnost pomeni, da je podjetje sposobno poravnati svoje obveznosti ob zapadlosti. Če si želi podjetje zagotoviti plačilno sposobnost, si mora zagotoviti primerno dinamiko pretvarjanja sredstev iz ene oblike v drugo in ustrezno sestavo gibljivih sredstev. Izpostavljenost lahko merimo s kazalniki likvidnosti, ki so prikazani v Tabeli 15.

Tabela 15: Koeficienti plačilne sposobnosti podjetja v letih 2013, 2014 in 2015

31.12.2015	2013	2014	2015
Hitri koeficient	0,244	0,294	0,299
Pospešeni koeficient	0,652	0,771	0,674
Kratkoročni koeficient	1,135	1,364	1,262

Hitri koeficient prikazuje količino kratkoročnih obveznosti, ki jih podjetje na dan lahko poravna z lastnimi likvidnimi sredstvi (Bošnjak, 2000, str. 34). Sicer je optimalna vrednost kazalca odvisna od dejavnosti podjetja, starosti podjetja, ravni poslovnega cikla in pogojev poslovanja, vendar številni avtorji navajajo optimalno raven okoli 0,5. Iz Tabele 15 je možno ugotoviti, da je hitri koeficient pod optimalno ravno 0,5, vendar je možno opaziti tudi trend višanja hitrega koeficienta, kar nakazuje na to, da podjetje izboljšuje stanje likvidnih sredstev.

Pospešeni koeficient nam prikazuje, koliko kratkoročnih obveznosti bi lahko podjetje na določen dan poravnalo z kratkoročnimi terjatvami in likvidnimi sredstvi (Bošnjak, 2000, str. 34). Pospešeni koeficient v podjetju je leta 2015 znašal 0,674 in se je v primerjavi z letom 2014 znižal za 14,4 %. To bi lahko signaliziralo težave pri pokrivanju kratkoročnih obveznosti predvsem zaradi tega, ker je optimalna vrednost koeficienta okrog 1.

Kratkoročni koeficient nam pove, ali je podjetje zmožno poravnati svoje obveznosti ob dospelosti (Bošnjak, 2000, str. 35). Optimalna vrednost koeficienta znaša 2, vrednost, manjša od 1,5, pa lahko nakazuje likvidnostne težave. Padec koeficienta v letu 2015 je rezultat povečanja kratkoročnih obveznosti podjetja.

Upoštevati je treba dejstvo, da bi bile vrednosti vseh koeficientov višje, če podjetje ne bi imelo najetih revolving kreditov, ki se ob zapadlosti obnavljajo. V primeru, če podjetje ne bi imelo revolving kreditov, bi kazalci za leto 2015 znašali: hitri koeficient 0,382, pospešeni koeficient 0,861 in kratkoročni koeficient 1,61.

2.5.4 Finančna stabilnost

Finančna stabilnost podjetja je razmerje med dolgoročnimi sredstvi in dolgoročnimi viri. V kolikor je vrednost nizka, pomeni, da je podjetje primorano del dolgoročnih sredstev financirati s kratkoročnimi viri. To pa lahko povzroči težave z likvidnostjo. Optimalna raven kazalca finančne stabilnosti je 1.

Kapitalska pokritost dolgoročnih sredstev se je v primerjavi z letom 2014 znižala za 6,66 %, kar je lahko rezultat povišanja dolgoročnih sredstev za 3,29 % in znižanje kapitala za 3,32 %. Prav tako je možno opaziti znižanje kapitalske pokritosti osnovnih sredstev za približno 7,46 %, kar je rezultat nižjega kapitala.

Tabela 16: Kazalci finančne stabilnosti podjetja za leti 2014 in 2015

Kazalci finančne stabilnosti podjetja	2014	2015
Kapitalska pokritost dolgoročnih sredstev	0,64	0,61
Kapitalska pokritost osnovnih sredstev	0,67	0,63
Dolgoročna pokritost dolgoročnih sredstev	1,22	1,16
Dolgoročna pokritost dolgoročnih sredstev in zalog	0,89	0,85
Dolgoročna pokritost stalnih sredstev	1,13	1,07

Finančna stabilnost podjetja se je v opazovanem obdobju znižala z 1,226 v letu 2014 na 1,162 v letu 2015. To predstavlja padec za 5,51 %. Sicer je vrednost nad optimalno vrednostjo 1, vendar lahko negativni trend, ki ga je moč opaziti v Tabeli 16, naznanja na možnost prihodnjih likvidnostnih težav podjetja. Lahko tudi omenimo, da v proučevanem obdobju dolgoročni viri zadoščajo za pokritje dolgoročnih sredstev. Po drugi strani pa ne zadoščajo za pokritje sredstev in zalog. Kapital ne zadošča za pokritje vseh osnovnih in dolgoročnih sredstev. Njegovo znižanje v letu 2015 je še dodatno povečalo luknjo med kapitalom in dolgoročnimi in osnovnimi sredstvi. Finančna stabilnost je v tesni povezavi tudi s proučevanjem obrestnega tveganja, saj je treba dolgoročne naložbe financirati z dolgoročnimi viri. Razmik dospelosti je tudi vir obrestnega tveganja, ki bo predstavljeno v naslednjem poglavju.

2.6 Analiza obrestnega tveganja

2.6.1 Obvladovanje obrestnega tveganja

Kadar govorimo o financiranju tekočega poslovanja podjetja in o njegovih investicijskih dejavnostih, se je treba zavedati, da se podjetje sooča z obrestnim tveganjem. S slednjim se sooča, ker ima velik del najetih posojil vezanih na spremenljivo obrestno mero Euribor. Manjši del najetih posojil pa tudi na ostale lokalne variabilne referenčne obrestne mere. Izpostavljenost obrestnemu tveganju predstavlja predvsem neugodno gibanje spremenljive obrestne mere Euribor za finančne obveznosti podjetja. Večina finančnih obveznosti podjetja se obrestuje z variabilno obrestno mero, ki je vezana na 3- oziroma 6-mesečni Euribor. Te obrestne mere se konstantno spreminjajo glede na makroekonomske podatke in razmere na trgih. Iz Tabele 17 je možno ugotoviti, da je v zadnjih letih povprečno gibanje 3- oziroma 6-mesečnega Euriborja v prid podjetju. Nižja obrestna mera za podjetje predstavlja bolj ugodno financiranje in nižje stroške v primerjavi z višjo obrestno mero.

Trenutno opažamo zgodovinsko najnižje vrednosti Euriborja, ki bi naj ostale na zgodovinskem minimumu, dokler Evropska centralna banka ne bo prenehala s programom

kvantitativnega sproščanja oziroma s programom obsežnega odkupovanja obveznic evrskih držav. Po končanju programa bi lahko Euribor začel ponovno naraščati in to lahko predstavlja veliko tveganje za podjetje, ki ima večino finančnih obveznosti vezanih na variabilno obrestno mero. Podjetje ne sme podcenjevati višanja obrestnih mer in se mora temu ustrezno prilagoditi.

Tabela 17: Povprečna vrednost 3- in 6-mesečnega Euriborja

31.12.2016	2013 (v %)	2014 (v %)	2015 (v %)	2016 (v %)
3M Euribor	0,220	0,209	−0,020	−0,199
6M Euribor	0,336	0,308	0,053	−0,111

Tabela 18: Izpostavljenost tveganju spremembe obrestne mere podjetja

000 EUR	2013	2014	2015
Finančni inštrumenti s stalno obrestno mero			
Finančna sredstva	7.688	7.587	4.437
Finančne obveznosti	31.183	101.706	76.811
Finančni inštrumenti s spremenljivo obrestno mero			
Finančna sredstva	9.464	8.000	7.559
Finančne obveznosti	360.959	261.366	281.162

Vir podatkov: Gorenje, d. d., Letno poročilo 2013, 2014, str. 170; Gorenje, d. d., Letno poročilo 2014, 2015, str. 110; Gorenje Group, d. d., Letno poročilo 2015, 2016, str. 155; lastni izračuni.

Finančne obveznosti in obrestna struktura finančnih sredstev v podjetju niso usklajene, saj ima podjetje bistveno več prejetih finančnih obveznosti kot pa obrestovanih sredstev. To je lepo razvidno iz Tabele 18, kjer je prikazana izpostavljenost tveganju spremembe obrestne mere podjetja. Zaradi tega so leta 2014 v podjetju pomembno povečali obseg finančnih obveznosti s stalno obrestno mero. V največji meri je to posledica izdaje obveznic GV01 s stalno nominalno obrestno mero, ki je znašala 3,85 odstotka. S to izdajo so nadomestili finančne obveznosti s spremenljivo obrestno mero. Delež neizvedenih finančnih obveznosti s stalno obrestno mero se je povečal za približno 20 odstotnih točk in je na dan 31. 10. 2014 predstavljal 28 odstotkov vseh obrestovanih finančnih obveznosti. Podjetje je v letu 2015 znižalo obseg finančnih obveznosti s stalno obrestno mero. V pretežni meri je to posledica poplačila petine obveznosti z naslova 2014 izdane obveznice GV01 s stalno nominalno obrestno mero 3,85 % ter odplačila ostalih posojil. V letu 2015 so bile sklenjene nove posojilne pogodbe s stalno obrestno mero v skupni višini 5,5 milijona evrov. Delež neizvedenih finančnih obveznosti s stalno obrestno mero se je znižal za 6,5 odstotne točke in je predstavljal 21,5 odstotka vseh obrestovanih finančnih obveznosti.

Podjetje je v letu 2015 imelo sklenjene obrestne zamenjave (angl. *Interest Rate Swap*). Te predstavljajo zavezujoč dogovor med dvema strankama, v katerem se med seboj dogovorita o zamenjavi bodočih denarnih tokov oziroma obrestnih mer. To storita z namenom znižanja stroškov in hkrati kot zavarovanje pred obrestnim tveganjem. Lahko se dogovorita za

zamenjavo fiksne za spremenljivo obrestno mero, spremenljivo za fiksno in za zamenjavo dveh različnih variabilnih obrestnih mer. Obrestne zamenjave so bile sklenjene v višini 53.171 TEUR, katerih učinkovanje je bilo izkazano že v letu 2015. Podjetje je še dodatno sklenilo za 52.000 TEUR obrestnih zamenjav, ki bodo učinkovanje prikazale od junija 2016.

Kot je bilo omenjeno že v poglavju analize valutnih tveganj, tudi pri obrestnih poslih podjetje sklepa inštrumente le s sprejemljivimi partnerji. Namen varovanja s sklepanjem izvedenih finančnih inštrumentov je fiksiranje obrestne mere, s čimer podjetje doseže nespremenljiv denarni tok. Pri sklepanju obrestnih zamenjav podjetje sledi zahtevi, da imajo obrestne zamenjave enake značilnosti (zapadlost, znesek, vrsta obrestne mere in njeno prilagajanje) kot posojilo, katerega z obrestno zamenjavo varujejo. Zato vrednotenje inštrumenta za varovanje pred tveganjem, ki je opredeljen kot uspešno varovanje pred tveganjem, priznavajo neposredno v kapitalu.

Tabela 19: Primer obrestnih zamenjav

Datum sklenitve	Datum plačila	Nominalna vrednost v EUR	IRS		EURIBOR		RAZLIKA	
			Obrestna mera	Obresti IRS	Obrestna mera	Obresti	Obrestna mera	Obresti
26. sep. 03	30. dec. 03	1.662.251,73	2,700	12.483,64	2,132	9.741,44	0,568	2.742,20
28. mar. 05	30. jun. 05	1.108.167,76	2,700	8.126,33	2,143	6.405,98	0,557	1.720,35
27. jun. 07	28. sep. 07	287.041,82	2,700	1.997,48	4,164	3.014,56	-1,464	-1017,08

Iz Tabele 19 je možno ugotoviti, da je podjetje neuspešno sledilo politiki upravljanja s tveganji. Podjetje je pri izbranih finančnih inštrumentih plačalo 3.445,47 TEUR več obresti, kot bi jih, če ne bi sklenilo izbranih finančnih inštrumentov. Obrestne zamenjave so bile v povprečju sklenjene za obdobje treh mesecev.

2.6.2 Analiza občutljivosti obrestnega tveganja

Sprememba obrestne mere za 50 bazičnih točk (bt) na dan poročanja bi povečala (zmanjšala) poslovni izid poslovnega leta za vrednosti, navedene v Tabeli 20. Analiza predpostavlja, da vse spremenljivke, predvsem devizni tečaji, ostanejo nespremenjene. Analiza je pripravljena na enak način kot za leto 2013 in leto 2014.

V letu 2015 je podjetje povečalo svoj obseg finančnih obveznosti s stalno obrestno mero, saj so dodatno sklepali inštrumente za varovanje pred spremembo obrestnih mer. S tem so delno nadomeščali obstoječe zapadle finančne obveznosti s fiksno obrestno mero oziroma finančne obveznosti, podprte z obrestnimi zamenjavami. Delež finančnih obveznosti s fiksno obrestno mero je predstavljal 35,2 % vseh obrestovanih finančnih obveznosti. Ob upoštevanju obrestnih zamenjav, katerih učinkovanje je zaradi narave posla dogovorjeno od junija 2016 dalje, pa je delež finančnih obveznosti s stalno obrestno mero znašal 49,7 %.

Tabela 20: Analiza občutljivosti denarnega toka pri finančnih instrumentih z variabilno obrestno mero

000 EUR	Poslovni izid poslovnega leta		Drugi vseobsegajoči donos	
	Povečanje za 50 bt	Zmanjšanje za 50 bt	Povečanje za 50 bt	Zmanjšanje za 50 bt
31. 12. 2013				
Inštrumenti po variabilni obrestni meri	-2.964	2.964		
Pogodba o zamenjavi obrestnih mer	557	-557	376	-376
Variabilnost denarnega toka (neto)	-2.407	2.407	376	-376
31. 12. 2014				
Inštrumenti po variabilni obrestni meri	-1.266	1.266		
Pogodba o zamenjavi obrestnih mer	450	-450	89	-89
Variabilnost denarnega toka (neto)	-816	816	89	-89
31. 12. 2015				
Inštrumenti po variabilni obrestni meri	-1.332	398		
Pogodba o zamenjavi obrestnih mer	124	-124	1.034	-1.034
Variabilnost denarnega toka (neto)	-1.208	274	1.034	-1.034

Vir podatkov: Gorenje, d. d., Letno poročilo 2013, 2014, str. 170; Gorenje, d. d., Letno poročilo 2014, 2015, str. 110; Gorenje Group, d. d., Letno poročilo 2015, 2016, str. 214; lastni izračuni.

2.7 Analiza tveganja spremembe cen surovin

Tako kot valutno tveganje tudi tveganje spremembe cen surovin spada v skupino cenovnih tveganj. Podjetja, katerih preživetje je povezano s ceno surovin, so izpostavljena tveganju spremembe cen blaga. Cene vseh surovin ne morajo biti v celoti varovane, ker ne obstaja učinkovit termiski trg za vse surovine. Termiski trg se je oblikoval samo za trgovanje z določenimi surovinami, kot so nafta, kovine, kava in ostale. Znano je, da če obstaja termiski trg, se hkrati razvijejo tudi možnosti na trgu, s katerimi se lahko podjetje zavaruje pred spremembami cen surovin.

Na splošno lahko opredelimo tveganje spremembe cen surovin kot nevarnost neugodnega oziroma škodljivega gibanja cene določene surovine. Slednja vrsta tveganja izhaja iz medsebojnega odnosa med ponudbo in povpraševanjem po surovinah, s katerimi se trguje globalno. Podjetja potrebujejo surovine za svojo poslovno dejavnost ali kot prodajo na trgu, ki je rezultat poslovnega procesa.

Podjetja, ki se ukvarjajo s predelovanjem določene surovine, so v veliki meri izpostavljena spremembi cen surovin, predvsem tistih, ki jih podjetje potrebuje za opravljanje svoje poslovne dejavnosti. Sprememba cen surovin ima velik vpliv na poslovno uspešnost podjetja predvsem zaradi vpliva, ki ga ima na prihodke, ki so močno povezani z dobičkom podjetja. Pomembno je, da podjetja tveganje spremembe cen surovin primerno upravlja oziroma ga obvladuje. Varovanje te vrste cenovnega tveganja je zelo podobno varovanju pred valutnim tveganjem.

2.7.1 Obvladovanje tveganja spremembe cen surovin

V podjetju veliko mero pozornosti namenijo spremembi cen surovin. Ravno zaradi tega so na področju nabave materiala in surovin posebno pozornost namenili:

- izboljšavam na področju strateške oskrbe;
- upravljanju s tveganji spremenljivosti cen surovin;
- optimizaciji zalog in materiala;
- večji stroškovni učinkovitosti nabave.

Razvili so ustrezne metode in procese za zaščito pred tveganji, povezanimi z nabavo materiala in surovin. Največ pozornosti so namenili upravljanju s tveganji spremenljivih cen surovin, ki imajo zelo pomembno vlogo pri samem načrtovanju in obvladovanju stroškov nabave. Veliko pozornosti so namenili tudi ščitenju s terminskimi zakupi baznih kovin, kjer so glede svojih ciljnih vrednosti in rokov dobav fiksirali cene v skladu s kotacijami na londonski borzi kovin. Pogodbe so temeljile na preračunu kotacij v evrske cene, s čimer so se zavarovali pred nepredvidenimi nihanji tečajev. S cenovnimi modeli pogodb, v katere so na daljši časovni rok vključili klavzule prilagajanja tržnim trendom z omejitvijo eskalacije, so se zaščitili pred tveganji nihanja cen jeklene pločevine. Podjetje si je prav tako prizadevalo pridobiti konkurenčne pogoje ponudb z vključevanjem večjega števila ponudnikov in s cenovnimi natečaji. Konkurenčne pogoje si je podjetje želelo, ker na trgu plastičnih mas ni razpoložljivih orodij zavarovanja cen na daljši rok. Na trgu se zaradi številnih nepredvidljivih dejavnikov v dobavni verigi cene oblikujejo samo na mesečni osnovi.

2.7.2 Stanje na trgu surovin

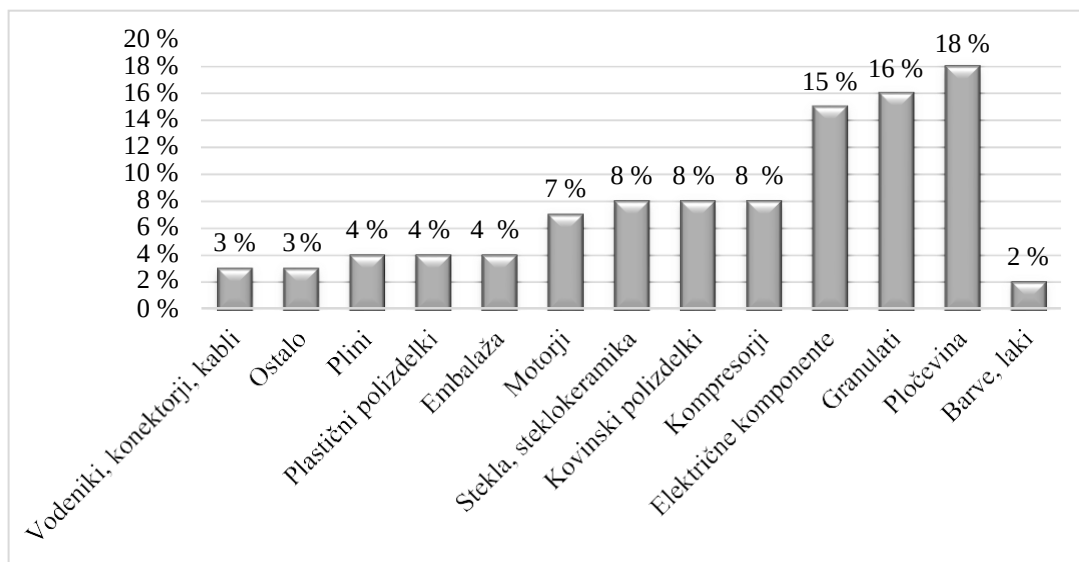
V letu 2015 je bilo možno opaziti že četrti zaporedni letni padec cen surovin. Največji zdrsi so se zgodili pri nafti brent (28 %), bakru (17 %), aluminiju (8 %), niklju (35 %) in jekleni pločevini (21 %). Najpomembnejši polimeri so se v zadnjem letu pocenili za približno 10 %. Padec cen v evrih je bil manj izrazit, ker se celotno trgovanje s surovinami opravlja v ameriških dolarjih. Ameriški dolar je v primerjavi z evrom pridobil 16 % na medletnem povprečju.

Dejavniki, ki so se pojavili na trgu surovin v letu 2015, so bili (Gorenje Group, d. d., 2016):

- šibko okrevanje globalne gospodarske rasti, ohladitev kitajske ekonomije in posledično trgovanja izvozno naravnanih gospodarstev ter surovinsko bogatih držav v razvoju;
- drastičen padec cen nafte (nespremenjene kvote črpanja nafte članic OPEC kljub znatnemu presežku ponudbe, borba za tržne deleže v svetovnem merilu);
- apreciacija dolarja in s tem podražitev surovin v drugih lokalnih valutah, pričakovanje dvigov obrestne mere v ZDA in nadaljnji trend krepitve vrednosti dolarja;
- povečane ravni proizvodnih zmogljivosti, znatni presežki ponudbe, nakopičene zaloge;
- nenehno zniževanje makroekonomskih in surovinskih napovedi analitskih hiš ter dodatno zadržani nakupi surovin in umik finančnih skladov s trgov surovin;
- geopolitična trenja (Sirija, Ukrajina), begunska kriza.

Tržne cene močno vplivajo na stroške podjetja. Enako velja za izbrano podjetje, kjer je negativen trend cen surovin ugodno vplival na stroške materiala in surovin. Podjetje je dodatno znižalo slednje stroške z dobrim obvladovanjem nabavne verige. To jim je uspelo z znižanjem vezave vlog surovin in materialov za 3,6 dneva.

Slika 10: Delež materiala in surovin v strukturi nabave podjetja



Vir: Gorenje Group, d. d., Letno poročilo 2015, 2016, str. 64.

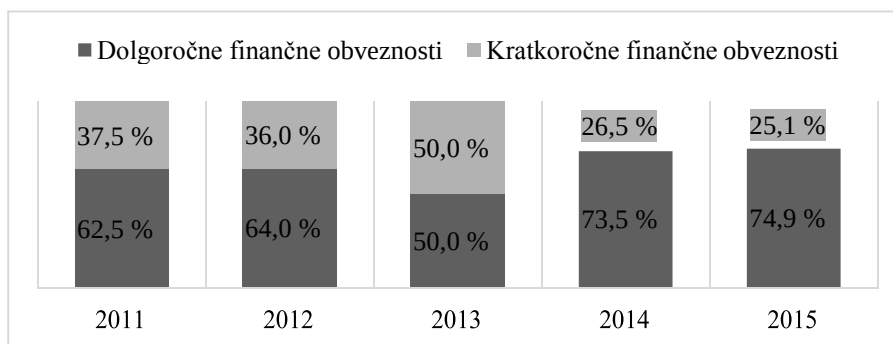
3 UČINKI OBVLADOVANJA FINANČNIH TVEGANJ

Namen obvladovanja finančnih tveganj je zmanjšati nihanja v različnih kategorijah odhodkov in prihodkov. S tem podjetje poskrbi, da postane prihodnje poslovanje že danes zaščiteno pred morebitnimi nepričakovanimi nihanji in spremembami. S takšno strategijo lahko podjetje močno vpliva na svoj poslovni izid in na svoj položaj na trgu. Obvladovanje finančnih tveganj vpliva posredno na poslovni izid, in sicer prek stroškov obvladovanja tveganj.

Podjetje mora kontinuirano ocenjevati vpliv posameznega tveganja na njihov poslovni izid. S tem lahko vpliva na zvišano vrednost podjetja, ki lahko nastane zaradi zmanjšanja davkov, zmanjšanja transakcijskih stroškov in sprejemanja pravih investicijskih odločitev. Po drugi strani je težnja po varovanju pred tveganji v veliki meri pogojena z odnosom lastnikov. Slednji praviloma niso naklonjeni prevelikemu tveganju, kljub temu da višje tveganje predstavlja za investitorje višje donose. Upravljanje s tveganji je zelo tesno povezano s strategijo podjetja, za kar je odgovorna uprava. V strategiji mora biti namen upravljanja tveganj natančno opredeljen in predstavljen. Hkrati mora biti točno določen razvoj na področju upravljanja tveganj, da se lahko določijo pravila in postopki, kako se bo podjetje spopadalo z obvladovanjem tveganj. Vplivi dejavnikov tveganja, kot so devizni tečaji, obrestne mere, cena pšenice ali nafte, so izmerljivi z eno od statističnih metod, to je regresijska analiza. Vpliv teh dejavnikov na poslovni in finančni rezultat podjetja pa po drugi strani vpliva na vsako podjetje. Delež izvoza ali uvoza v tuji valuti določa odvisnost uspeha podjetja od spremembe deviznega tečaja. Finančna sestava in vrste izbranih obrestnih mer določajo vpliv obrestnega tveganja oziroma spremembe višine obrestne mere na finančno uspešnost. Delež določene surovine v sestavi lastne cene izdelka in spremenljivost cene te surovine prav tako določajo uspešnost podjetja ali uprave.

Glavni cilj obvladovanja finančnih tveganj v izbranem podjetju je zagotavljanje dolgoročne in kratkoročne finančne stabilnosti s čim nižjimi stroški in tveganji. To dosega podjetje z novo sprejeto politiko obvladovanja finančnih tveganj. Glavni vir likvidnosti podjetju predstavljajo prilivi iz prodajnih aktivnosti in pri tem ustvarjen denarni tok, s katerim zagotavljajo redna poplačila tekoče zapadlih obveznosti. Pri tem je zelo pomembno optimiziranje čistega obratnega kapitala, ki se nanaša na kratkoročne obveznosti in kratkoročna sredstva. V preteklem letu je podjetju uspelo odplačati za skoraj 100 milijonov evrov dolgoročnih posojil. Tako imenovano prestrukturiranje finančnega dolga za skoraj 100 milijonov evrov s ciljem podaljšanja ročnosti in razpršitve virov financiranja na bančne in nebančne vire se kaže predvsem v nižji ravni potrebnega nadomestitvenega zadolževanja za poplačilo tekoče zapadlih dolgoročnih finančnih obveznosti. Dodatno je bila izboljšana tudi ročnost finančnih obveznosti, ki bo podrobneje predstavljene v nadaljevanju poglavja.

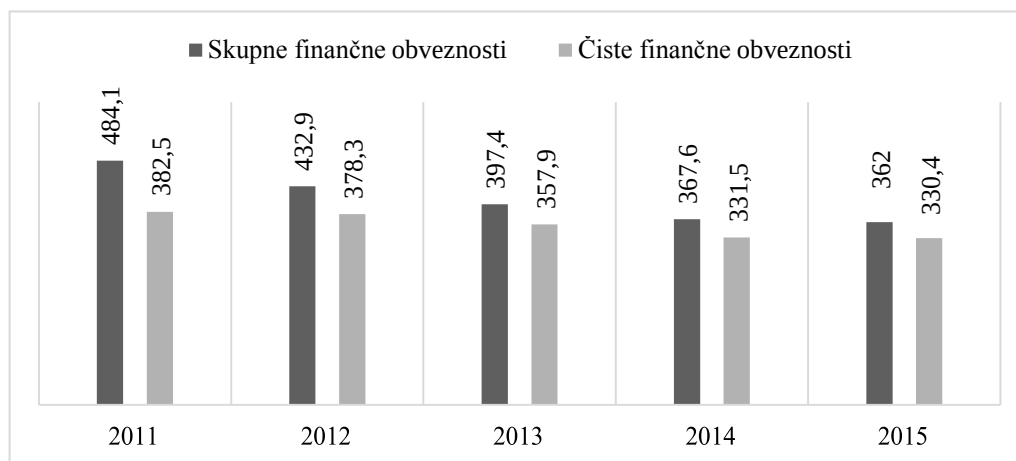
Slika 11: Dolgoročne in kratkoročne finančne obveznosti



Vir: Gorenje Group, d. d., Letno poročilo 2015, 2016, str. 77.

Čiste finančne obveznosti, ki so predstavljene kot razlika med skupnimi finančnimi obveznostmi in denarjem ter njegovimi ustrezniki, so bile ob koncu leta 2015 nižje za 1,1 milijona evrov in so se ustavile pri vrednosti 330,4 milijona evrov.

Slika 12: Skupne in čiste finančne obveznosti



Vir: Gorenje Group, d. d., Letno poročilo 2015, 2016, str. 77.

Likvidnostna rezerva je znašala približno 116 milijonov evrov in je bila sestavljena iz odobrenih, a neizkoriščenih kratkoročnih in dolgoročnih posojil in denarja na računih. Likvidnostno rezervo lahko podjetje uporabi za namene premostitve plačil tekočih zapadlih obveznosti.

Podjetje z novimi in obstoječimi partnerji aktivno vodi dejavnosti za nadaljnje servisiranje zapadlih obveznosti in s tem:

- optimizira stroške financiranja;
- ohranja strukturo ročnosti virov financiranja na optimalni ravni in
- uravnava višino likvidnostne rezerve.

S tem jim je uspelo doseči vnos določb o zniževanju obrestnih mer v času odplačevanja posojil glede na izboljševanje kazalnika neto finančni dolg na EBITDA. Slednje bo v prihodnjih obdobjih neposredno vplivalo na nadaljnje zniževanje stroškov financiranja brez potrebnega prilagajanja sklenjenih posojilnih pogodb.

Z omenjenimi aktivnostmi si je podjetje v veliki meri uspelo zagotoviti vire za servisiranje tekoče dospelih dolgoročnih kreditov za leto 2016 in tekoče uravnavanje potreb po denarnem toku.

Obveznosti iz financiranja je uspelo podjetju zmanjšati za približno 6 milijonov evrov. Celotno gibanje finančnih obveznosti je bilo skladno z medletno sezonsko dinamiko poslovanja podjetja. Sezonska dinamika poslovanja je postavljena tako, da podjetje večino

pozitivnega denarnega toka iz poslovanja in investiranja ustvari v zadnjem četrtletju poslovnega leta. To je lepo razvidno s Slike 8, kjer je prikazan denarni tok iz poslovanja in investiranja. V poslovnem letu je podjetje ustvarilo 0,5 milijona evrov negativnega prostega denarnega toka iz poslovanja in investiranja. Glede na prikazane rezultate to predstavlja znižanje prostega denarnega toka iz poslovanja in investiranja za približno 31 milijonov evrov v primerjavi z letom 2014. Znižanje denarnega toka je rezultat slabšega poslovnega izida in višjega obsega investicijskih vlaganj glede na prejšnje leto. Slednja so se v zadnjem letu povišala za približno 14 milijonov evrov in so znašala 75,5 milijona evrov. Od celotnega zneska je bilo skoraj 53 milijonov evrov namenjenih v opredmetena sredstva, približno 20 milijonov evrov je bilo namenjenih v nematerialne naložbe. V okviru portfeljskih naložb je podjetje v letu 2015 investiralo 8,3 milijona evrov.

161 milijonov evrov so konec leta 2015 znašale skupne terjatve do kupcev in so bile glede na leto 2014 nižje za 21,6 milijona evrov. Znižanje terjatev predstavlja odraz običajne letne dinamike, povečanega obsega stalnega neregresnega faktoringa. Podjetje neregresni faktoring, ki pomeni zavarovanje plačil do tistih kupcev, za katere finančna institucija odobri limit zavarovanj, izvaja na trgih v primerih, kadar skupni stroški ne presegajo povprečnih stroškov financiranja in ustreznega upravljanja kreditnih tveganj. Povprečna vezava terjatev je znašala 50 dni in se je v primerjavi z letom 2014 znižala za 6 dni.

Dnevi vezave zalog (65 dni) so ostali na enaki ravni kot v prejšnjem letu kljub povečanju skupne ravni zalog za približno 6,1 milijona evrov. Največje zvišanje zalog so predstavljale zaloge gotovih proizvodov in trgovskega blaga. Znižanje zalog je bilo mogoče opaziti pri zalogah surovin in materiala.

Podjetje je v letu 2015 realiziralo 1,225 milijarde evrov prihodkov od prodaje, kar je za približno 2,3 % manj kot v letu 2014. Dobiček iz poslovanja pred amortizacijo je znašal 80 milijonov evrov in je bil za 6,4 % nižji od lanskega in za kar 12,4 % nižji od načrtovanega. Največji negativni vpliv je predstavljal ameriški dolar, ki se je v primerjavi z evrom močno okrepil in je predstavljal negativni vpliv na poslovni izid podjetja v vrednosti 4 milijonov evrov. V letu 2015 je podjetje ustvarilo 8 milijonov evrov izgube, pri čemer so negativne tečajne razlike znašale 13 milijonov evrov. K izgubi so najbolj prispevale slabe makroekonomske razmere v Rusiji, kjer se je zaradi ekonomske krize trg gospodinjskih aparatov zmanjšal za 35 %. Zaradi nižjega obsega in časovnega razkoraka med prilagajanjem cen na trgu in gibanja valutnega tečaja rubelj/evro so v podjetju beležili velik upad marže, kar je posledično vplivalo na poslovni izid.

Leto 2016 je podjetje zaključilo uspešno in doseglo načrtovane prihodke od prodaje, ki so znašali 1,257 milijarde evrov, kar je 2,6 % več kot v letu 2015. Z ugodno prodajno strukturo in dobrim obvladovanjem stroškov je podjetju uspelo izboljšati EBITDA, ki bi naj po ocenah znašal 87 milijonov evrov, kar je 8,6 % več kot v letu 2015.

Uspelo jim je znižati prihodke za obresti in povprečne stroške financiranja. Z učinkovitim upravljanjem so izkazali pomembno ugodnejši rezultat tečajnih razlik, ki so v letu 2015 materialno vplivale na poslovanje podjetja. Ustvarili so pozitiven denarni tok v zadnjem četrtletju in posledično znižali relativno zadolženost podjetja.

Kljub trenutnim razmeram (makroekonomske, geopolitične) je podjetje odločno, da bo izboljšalo poslovanje v letu 2017.

Cilji in aktivnosti za leto 2017:

- zniževanje finančnega dolga in relativne čiste zadolženosti podjetja;
- nadaljnja optimizacija obratnega kapitala in ustvarjanje pozitivnega denarnega toka;
- kazalnik neto finančni dolg na EBITDA bo znašal 3,5;
- EBITDA 97,1 milijona evrov (11,6-odstotna rast);
- EBIT 39,7 milijonov evrov (2,6-odstotna rast);
- dobiček 13,1 milijona evrov (62,3-odstotna rast);
- upravljanje s cenovnimi nabavnimi in valutnimi tveganji.

SKLEP

Trenutni svetovni dogodki, ki zaznamujejo poslovanja podjetij in testirajo njihovo odzivnost na nenadne spremembe, so prisilili podjetja, da veliko več časa posvečajo obvladovanju finančnih in ostalih tveganj. Trenutno najbolj »vroči« svetovni dogodki so begunska kriza, ki je že močno začela najedati politične razmere v Evropi, izstop Velike Britanije iz Evropske unije, kvantitativno sproščanje Evropske centralne banke, nestabilne geopolitične razmere v Ukrajini in velik padec ruske denarne valute v primerjavi z evrom. Podjetja se lahko na različne načine, tako notranje kot zunanje, zavarujejo pred nenadnimi dogodki, ki lahko negativno vplivajo na poslovni položaj podjetij. Eden izmed načinov so lahko tudi izvedeni finančni inštrumenti.

Slednji so bili v preteklosti precej omejeno dostopni. Z omejenim dostopom podjetje ni moglo v celoti zavarovati svojega poslovanja. Trgi, ki so ponujali omenjene finančne inštrumente, so obstajali, vendar so omogočali samo določeno vrsto ščitenja pred določenimi tveganji. Omejeni so bili na krajši rok. Z razvojem finančnih inštrumentov sta se povečala njihovo število in obseg. Danes imajo podjetja na voljo veliko novih finančnih inštrumentov, s katerimi lahko izboljšajo svoje poslovanje. S slednjimi inštrumenti lahko podjetja iščejo nove ukrepe za krepitev likvidnosti inštrumentov, s katerimi trgujejo.

V magistrskem delu je predstavljen proces ravnanja s finančnimi tveganji na primeru skupine Gorenje Group, ki spada med vodilne evropske izdelovalce aparatov za dom z več kot šestdesetletno zgodovino. Na začetku dela so na kratko predstavljena in opisana finančna

tveganja, s katerimi se podjetje srečuje, in metode, s katerimi lahko v podjetju merijo izpostavljenost finančnim tveganjem. Različne metode prikazujejo različne rezultate. Podjetje se mora samo odločiti, katera metoda je za njih najbolj primerna in katera izraža rezultate, ki so za podjetje najbolj primerni. Prikazana je tudi izpostavljenost podjetja finančnim tveganjem, kjer razlikujemo med transakcijsko, bilančno in ekonomsko oziroma operativno izpostavljenostjo.

Predstavljeni so inštrumenti za obvladovanje finančnih tveganj. Med glavne finančne inštrumente uvrščamo terminski posel, terminsko pogodbo, zamenjave in opcije. Slednji inštrumenti omogočajo podjetju zmanjšanje izpostavljenosti finančnim tveganjem in hkrati izboljšujejo poslovni položaj podjetja na trgu.

Obvladovanje finančnih tveganj mora biti v skladu s pravili in zakonodajo. Obstajajo različni kodeksi, ki obravnavajo obvladovanje finančnih tveganj. V magistrskem delu so na kratko opisani in predstavljeni trije, in sicer zakon o finančnem poslovanju, ki določa stroga pravila finančnega poslovanja, kodeks poslovnofinančnih načel, ki predstavlja celovit zapis pravil o delovanju in organiziranju finančne funkcije, oblikovanju informacij in izvajanju finančnih odločitev, in Zakon o gospodarskih družbah, ki določa temeljna statusna korporacijska pravila ustanovitve in poslovanja gospodarskih družb in ureja temeljna pravila računovodenja.

V podjetju imajo za načrtovanje in doseganje poslovnih ciljev vzpostavljen proces neprestanega spremljanja tveganj, ki imajo posreden ali neposreden vpliv na poslovanje. Tveganja razvrščajo z vidika vpliva tveganja na doseganje poslovnih aktivnosti in verjetnosti udejanjanja posameznega tveganja. Sistem je narejen tako, da identificira, meri in spremlja tveganja, prav tako pa obravnava določanje kontrol in ukrepov za njihovo obvladovanje. Celoten proces upravljanja tveganj je vzpostavljen na vseh ravneh poslovnega vodenja in odločanja. V letu 2014 so v podjetju ustanovili oddelek za upravljanje s tveganji, ki je pripravil model za identificiranje, analiziranje in vrednotenje tveganj. Model je vzpostavljen in uspešno deluje na nivoju matične družbe.

Valutna izpostavljenost bodočih denarnih tokov, valutna izpostavljenost bilance stanja in valutna izpostavljenost z naslova neprepoznane trdne vezave so tri ravni identifikacije valutnih tveganj v izbranem podjetju. Z uspešno identifikacijo se lahko podjetje uspešno zavaruje pred valutnim tveganjem. Za samo varovanje pred valutnim tveganjem pa v podjetju uporabljajo tako notranje kot tudi zunanje metode zavarovanja. Med notranje tehnike zavarovanja spadajo: uravnoteženje, ki išče ravnotežje med prilivi in odlivi po posameznih valutah, pospeševanje in upočasnjevanje plačil, prevalitev tveganja s spremembo fakturiranja in cenovno politiko, ki predstavlja najenostavnejši način zavarovanja pred valutnim tveganjem, in medpodjetniški obračun oziroma tako imenovan pobot.

Med zunanje tehnike pa spadajo: terminske pogodbe, valutne zamenjave, ki predstavljajo zavezujoč dogovor med dvema strankama o hkratnem nakupu oziroma prodaji določene valute, in valutne opcije, ki predstavljajo pravico nakupa oziroma prodaje določenega zneska valute proti drugi valuti po dogovorjenem tečaju in za obdobje, dogovorjeno vnaprej. Z opravljene analize je možno opaziti, da je izpostavljenost valutnemu tveganju v izbranem podjetju zelo visoka. Podjetje mora posvečati veliko časa valutnemu tveganju in postopku zavarovanja pred slednjim. V letu 2015 je podjetje ščitilo približno 65 % načrtovanih denarnih tokov.

Kadar govorimo o kreditnem tveganju oziroma o tveganju neizpolnitve nasprotne stranke, ima podjetje različne vrste zavarovalnih inštrumentov, s katerimi se lahko zavaruje. V delu smo omenili finančno zavarovanje, kjer dokumentarni akreditiv postaja najbolj priljubljen zavarovalni inštrument, pogodbeno in naravno zavarovanje, stvarno zavarovanje, kjer gre za zastavo premičnin, hipotek in zemljiškega dolga, poroštvo, ki je cenovno zelo ugodna oblika zavarovanja, in faktoring, ki v osnovi pomeni odkup terjatev, ki podjetju omogočajo predčasno financiranje. Podjetje ima zaradi geografske razvejanosti izredno veliko število kupcev iz celega sveta, kar predstavlja visoko stopnjo kreditnega tveganja. Ob koncu leta 2015 je imelo podjetje 62,9 % vseh terjatev zavarovanih s sprejemljivimi inštrumenti zavarovanja. To predstavlja izboljšanje za 1,3 odstotne točke v primerjavi z letom 2014. Skoraj ves del terjatev ima podjetje zavarovano pri prvi kreditni zavarovalnici SID, ostali del pa pri kreditnih zavarovalnicah na različnih trgih in z drugimi sprejemljivimi inštrumenti. Določen delež kupcev v podjetju ostaja nezavarovan zaradi visoke bonitetne ocene, ki jo v podjetju tekoče in zavzeto spremljajo.

V podjetju aktivno spremljajo in upravljajo likvidnostno tveganje s spremljanjem in centraliziranim uravnavanjem likvidnostnih rezerv, predvsem uravnavanje zalog in terjatev, denarnih tokov iz poslovanja, denarnih tokov iz naložbenja in obveznosti do virov sredstev. Upravljanje z denarnimi sredstvi je centralizirano in hkrati podprto s programsko rešitvijo za podporo planiranju in dnevnemu spremljanju denarnih tokov za celotno podjetje. Priprava in analiza prihodnjih denarnih tokov sta segmenta, katerima v podjetju namenjajo zelo veliko pozornosti, saj uspešno planiranje denarnih sredstev podjetju omogoča optimalno upravljanje kratkoročnih presežkov ali primanjkljajev likvidnih sredstev. S strani koeficientov plačilne sposobnosti podjetja bi lahko sklepali, da ima podjetje manjše likvidnostne težave, saj so vsi kazalci pod optimalno ravno. Vendar moramo tukaj omeniti dejstvo, da bi bili kazalci višji, če podjetje ne bi imelo najetih revolving kreditov, ki se ob zapadlosti obnavljajo. S strani finančne stabilnosti podjetja, ki predstavlja razmerje med dolgoročnimi sredstvi in dolgoročnimi viri, je podjetje nad optimalno ravno. To pomeni, da podjetje trenutno nima težav z likvidnostjo. Je pa treba opozoriti na padce kazalnikov v letu 2015.

Kadar govorimo o financiranju tekočega poslovanja podjetja in o njegovih investicijskih dejavnostih, se je treba zavedati, da je podjetje izpostavljeno obrestnemu tveganju.

S slednjim se sooča, ker ima velik del najetih posojil vezanih na variabilno obrestno mero Euribor. Manjši del najetih posojil pa tudi na ostale lokalne variabilne referenčne obrestne mere. Trenutno opažamo zgodovinsko nizke vrednosti Euriborja, ki bi naj ostale na zgodovinskem minimumu, dokler Evropska centralna banka ne bo prenehala s programom kvantitativnega sproščanja. Po končanju programa bi lahko Euribor začel ponovno naraščati, na kar mora biti podjetje pripravljeno. Podjetje je leta 2014 pomembno povečalo obseg finančnih obveznosti s stalno obrestno mero. V največji meri je to posledica izdaje obveznic GV01 s stalno nominalno obrestno mero, ki je znašala 3,85 %. S to izdajo so nadomestili finančne obveznosti s spremenljivo obrestno mero. V letu 2015 so dodatno sklepali inštrumente za varovanje pred spremembo obrestnih mer. S tem so delno nadomeščali obstoječe zapadle finančne obveznosti s fiksno obrestno mero oziroma finančne obveznosti, podprte z obrestnimi zamenjavami. Delež finančnih obveznosti s fiksno obrestno mero je predstavljal 35,2 % vseh obrestovanih obveznosti. Če pa upoštevamo še obrestne zamenjave, ki stopijo v veljavo leta 2016, pa delež finančnih obveznosti s stalno obrestno mero znaša skoraj 50 %.

V podjetju veliko pozornosti namenijo spremembi cen surovin. Ravno zaradi tega so na področju nabave materiala in surovin posebno pozornost namenili izboljšavam na področju strateške oskrbe, upravljanju s tveganji, optimizaciji zalog in materiala in večji stroškovni učinkovitosti nabave. Negativni trendi na trgu surovin so močno vplivali na stroške podjetja. Negativen trend cen surovin je ugodno vplival na stroške materiala in surovin. Podjetje je lahko dodatno znižalo stroške z dobrim obvladovanjem nabavne verige.

Upravljanje s tveganji vsebinsko predstavlja velik gradnik korporativnega vodenja in upravljanja. Mednarodno podjetje, kjer nenehno razvijajo in proučujejo priložnosti za dolgoročno stabilnost poslovanja in dolgoročno rast, se mora zavedati, da je pri izvajanju poslovnih aktivnosti nenehno izpostavljeno številnim tveganjem. Podjetje mora za maksimiranje poslovnih učinkov in priložnosti nekatera tveganja prevzeti tudi nase. Sprejemanje tveganj je sestavni del procesa odločanja in podjetniškega delovanja. Primerno strukturiran proces upravljanja s tveganji podjetju omogoča, da poslovne odločitve in tveganja uspešno prepozna, izmeri in sprejme na kontroliran in uravnotežen način. To podjetju omogoča doseganje konkurenčne prednosti in izboljšuje njihov položaj na trgu.

LITERATURA IN VIRI

1. Amadeo, K. (2016, 8. september). What are derivatives? What are the risks vs rewards? *The balance*. Najdeno 10. januarja 2017 na spletnem naslovu <https://www.thebalance.com/what-are-derivatives-3305833>
2. Bennett, D. (1997). *Managing foreign exchange risk: how to identifying and manage foreign currency exposure*. London: Pitman.
3. Berk, A. (2005a). Mednarodna primerjava uporabe izvedenih finančnih instrumentov v nefinančnih podjetjih. *Revizor*, 16(11/12), 67–93.
4. Berk, A. (2005b). Obvladovanje tveganja v slovenskih podjetjih in njegov vpliv na uspešnost. *Delovni zvezek*, 16–18.
5. Berk, A., Peterlin, J., & Ribarič, P. (2005). *Obvladovanje tveganja: skrivnosti celovitega pristopa*. Ljubljana: GV Založba.
6. Bošnjak, M. (2000). *Gradivo za vaje in seminar za predmet upravljanje in ravnanje podjetja*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
7. Brigham, E., & Houston, J. (2001). *Fundamentals of financial management* (9th ed.). Fort Worth: Harcourt College Publishers.
8. Bučič, D. (2015). Valutno tveganje na primeru kredita v tuji valuti. *Bančni vestnik*, 64(6), 29–35.
9. Choudhry, M. (2007). *Bank asset and liability management: strategy, trading, analysis*. Singapore: John Wiley & Sons Ltd.
10. CPA Australia. (2012). *Guide to managing commodity risk*. Najdeno 10. januarja 2017 na spletnem naslovu <http://www.cpaaustralia.com.au/~media/corporate/allfiles/document/professional-resources/business/managing-commodity-risk.pdf?la=en>
11. Doles, J. (2000). Izvedeni finančni instrumenti. *Bančni vestnik*, 49(9), 36–38.
12. Dowd, K. (2005). *Measuring market risk* (2nd ed.). Chichester: John Wiley & Sons Ltd.
13. Eiteman, D. K., Stonehill, A., & Moffett, M. H. (2001). *Multinational business finance* (9th ed.). New York: Addison-Wesley.
14. *Exchange rate EUR/RUB*. Najdeno 10. januarja 2017 na spletnem naslovu <http://fxtop.com/en/historicalexchangerates.php?A=1&C1=EUR&C2=RUB&MA=1&DD1=&MM1=&YYYY1=&B=1&P=&I=1&DD2=03&MM2=02&YYYY2=2017&btnOK=Go%21>
15. *Exchange rate EUR/USD*. Najdeno 10. januarja 2017 na spletnem naslovu <http://fxtop.com/en/historicalexchangerates.php?YA=1&C1=EUR&C2=USD&A=1&YYYY1=2007&MM1=02&DD1=04&YYYY2=2017&MM2=02&DD2=04&LANG=en>
16. Fang, F. (2016). A study of financial risks of listed manufacturing companies in China. *Journal of financial risk management*, 2016(5), 229–245.

17. Gorenje, d. d. (2014). *Letno poročilo 2013*. Najdeno 10. januarja 2017 na spletnem naslovu <http://static14.gorenje.com/files/default/corporate/investor-relations/annual-reports/gorenje-letno-porocilo-2013.pdf>
18. Gorenje, d. d. (2015). *Letno poročilo 2014*. Najdeno 10. januarja 2017 na spletnem naslovu <http://static14.gorenje.com/files/default/corporate/financial-reports/Skupina Gorenje-Letno-porocilo-2014.pdf>
19. Gorenje, d. d. (2016). *Letno poročilo 2015*. Najdeno 10. januarja 2017 na spletnem naslovu http://static14.gorenje.com/files/default/corporate/investor-relations/annual-reports/GORENJE_LP2015_SLO_interactive_OUT-5.pdf
20. Horvat, T. (2003). *Priprava razkritij v letnem poročilu gospodarske družbe*. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
21. Hull, J. (2002). *Fundamentals of futures nad options* (4th ed.). Upper saddle River: Prentice Hall.
22. Jorion, P. (2001). *Value at risk: the new benchmark for managing financial risk* (2nd ed.). New York: McGraw Hill.
23. Kolb, R., & Overdahl, J. (2007). *Future, options and swaps* (5th ed.). Oxford: Blackwell Publishing.
24. Marrison, C. (2002). *The fundamentals of risk measurement*. New York: McGraw-Hill.
25. Mramor, D. (2002). *Teorija poslovnih financ*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
26. National association of pension funds limited. (2013). *Derivatives and risk management made simple*. Najdeno 10. januarja 2017 na spletnem naslovu <https://www.jpmpdf.com/jpmpdf/1320663533358.pdf>
27. Peterlin, J. (2003a). *Finančna tveganja in vrednost podjetja*. Koper: Fakulteta za management.
28. Peterlin, J. (2003b). Z neobvladanimi tveganji lahko delničarji zamajajo upravo. *Častnik Finance*, 18.
29. Repovž, L., & Filipič, D. (1991). *Poslovne finance za managerje in druge strokovnjake v podjetjih*. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
30. Saunders, A. (2000). *Financial institutions management*. New York: McGraw-Hill.
31. Slovenski računovodski standardi. *Uradni list RS* št. 118/2005.
32. Turk, I. (2000). *Pojmovnik računovodstva, financ in revizije*. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
33. Van Horne, J. C. (1993). *Financijsko obvladovanje in politika*. Zagreb: MaTe.
34. Vaughan, E. J. (1997). *Risk management*. New York: J. Wiley.
35. Vose, D. (2003). *Risk analysis*. London: John Wiley & Sons Ltd.
36. Zakon o finančnem poslovanju podjetij. *Uradni list RS* št. 93/2002.
37. Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju. *Uradni list RS* št. 13/2014.
38. Zakon o gospodarskih družbah. *Uradni list RS* št. 42/2006, 60/2006 popr., 26/2007-ZSDU-B, 33/2007-ZSReg-B, 67/2007-ZTFI (100/2007 popr.), 10/2008, 68/2008, 23/2009; Odl. US: U-I-268/06-35.

39. *Zavarovanje pred tečajnim tveganjem*. Najdeno 10. januarja 2017 na spletnem naslovu <https://www.skb.si/poslovne-finance/izvedeni-financni-instrumenti/zavarovanje-pred-tečajnim-tveganjem>
40. Zorko, N. (2009). Kako doseči hitrejše poplačilo svojih terjatev. *Finance*, 2009(98), 21–24.