

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**ZAVAROVANJE PRED TEČAJNIM TVEGANJEM NA PRIMERU PODJETJA
VOGA d. o. o.**

Ljubljana, september 2002

VESNA DIZDAREVIĆ

IZJAVA

Študentka VESNA DIZDAREVIĆ izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom mag. ALEKSANDRA ARISTOVNIKA in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

1.	UVOD.....	1
2.	OSNOVNI POJMI DEVIZNEGA POSLOVANJA.....	2
2.1.	POJEM DEVIZE IN VALUTE.....	2
2.2.	DEVIZNI TEČAJ.....	3
2.3.	VALUTNA KONVERTIBILNOST ALI ZAMENLJIVOST.....	4
2.4.	DEVIZNI TRG IN NJEGOVI UDELEŽENCI.....	5
3.	EU IN EMU.....	8
3.1.	NASTANEK EMU.....	8
3.2.	MAASTRICHTSKI KONVERGENČNI KRITERIJI.....	9
3.3.	ERM II: MEHANIZEM DEVIZNIH TEČAJEV.....	10
3.3.1.	ZNAČILNOSTI ERM II.....	11
3.4.	SLOVENIJA IN EMU.....	11
4.	TVEGANJE.....	12
4.1.	TEČAJNO TVEGANJE.....	13
4.1.1.	EKONOMSKO TVEGANJE.....	15
4.1.2.	TRANSAKCIJSKO TVEGANJE.....	16
4.1.3.	PRENOSNO TVEGANJE.....	16
4.2.	ZAVAROVANJE PRED TVEGANJEM.....	17
4.2.1.	NOTRANJE TEHNIKE ZAVAROVANJA.....	18
4.2.2.	ZUNANJE TEHNIKE ZAVAROVANJA.....	19
5.	SID IN ZAVAROVANJE PRED TEČAJNIM TVEGANJEM V SLOVENSКИH PODJETJIH.....	27
5.1.	KRATKA PREDSTAVITEV SLOVENSKE IZVOZNE DRUŽBE.....	27
5.2.	ZAVAROVANJE PRED TEČAJNIM TVEGANJEM.....	28
5.3.	ZAVAROVANJE PRED TEČAJNIM TVEGANJEM V SLOV. PODJETJIH.....	29
6.	IZPOSTAVLJENOST TEČAJNEMU TVEGANJU V PODJETJU VOGA d. o. o.....	30
6.1.	PREDSTAVITEV PODJETJA.....	30
6.2.	POSLOVANJE PODJETJA.....	31
6.3.	VODENJE ZAŠČITNE POLITIKE.....	33
6.3.1.	IZRAČUN TEČAJNEGA TVEGANJA.....	34
6.4.	NAČRT UPRAVLJANJA Z IZPOSTAVLJENOSTJO TEČAJNEMU TVEGANJU.....	36
7.	SKLEP.....	37
	LITERATURA.....	39
	VIRI.....	39
	SLOVARČEK KRATIC.....	

1. UVOD

Skoraj vsako slovensko podjetje se zaradi majhnosti domačega tržišča vključuje v mednarodno poslovanje. Nekatera se ukvarjajo izključno z uvoznimi posli, druga pa so kot domači proizvajalci vezana na tuje nabavne in prodajne trge. Zaradi uporabe valut močnih gospodarstev za plačilno sredstvo v mednarodnih trgovinskih poslih postajajo tečajna tveganja izrazit problem manjših držav, katerih valute se pri mednarodnih poslih ne uporabljajo.

Namen diplomskega dela je opredeliti tveganje, ki mu je izpostavljeno slovensko izvozno – uvozno podjetje in možnosti njegove zaščite pred neugodnimi dogodki na trgu. Cilj diplomskega dela je na praktičnem primeru slovenskega podjetja pokazati, da je organizacija posebne organizacijske enote za zavarovanje pred tečajnim tveganjem ter uporaba tehnik zavarovanja na deviznem trgu smiselna in podjetju daje pozitivne učinke.

Proces širitve Evropske Unije (EU) predvideva sprejem novih članic že leta 2004. Med njimi je tudi Slovenija. To pomeni, da je poznavanje poslovanja v EU poglavitno za uspešno poslovanje slovenskih podjetij. S članstvom Slovenije v EU in kasneje v Gospodarski in denarni uniji (EMU) bodo prišle koristi za slovenska podjetja, ki se kažejo predvsem v zmanjševanju transakcijskih stroškov, prav tako ne bo več tečajnega tveganja. Srednje in vzhodnoevropske kandidatke morajo zato že danes razmišljati, kdaj bi bila vključitev v EMU najprimernejša in kako napraviti prehod čim manj boleč za njihova gospodarstva.

Diplomsko delo je sestavljeno iz sedmih poglavij. Uvodu sledi drugo poglavje, v katerem predstavljam osnovne teoretične pojme s področja mednarodnega deviznega trga. Tako bom opredelila pojme deviz, valut, deviznega tečaja, valutne konvertibilnosti, deviznega trga in na kratko opisala glavne udeležence deviznega poslovanja.

Tretje poglavje je namenjeno EU in EMU. Nov proces širitve EU predvideva sprejem novih članic leta 2004, med katerimi naj bi bila tudi Slovenija. Članstvo v EU pa poleg spoštovanja štirih svoboščin notranjega trga EU – prostega pretoka blaga, storitev, kapitala in ljudi – predstavlja postopno vključitev držav v EMU. V tem poglavju bom predstavila nastanek EMU, maastrichtske konvergenčne kriterije, mehanizem deviznih tečajev (ERM II) ter njegove značilnosti. Na koncu poglavja pa bom predstavila pripravljenost Slovenije na vstop v EU in kasneje v EMU.

Četrto poglavje je namenjeno poznavanju tveganja, ki jim je izpostavljeno podjetje predvsem na mednarodnem trgu. Predstavila bom tečajno tveganje, v njegovem okviru pa še transakcijsko, ekonomsko in prenosno tveganje. V nadaljevanju bom opredelila zavarovanje pred tečajnim tveganjem in preučila najpogosteje uporabljene instrumente – nestandardizirane (forward) terminske pogodbe, standardizirane terminske pogodbe (futures), opcije ter valutne zamenjave.

V petem poglavju bom predstavila Slovensko izvozno družbo (SID) ter zavarovanje pred tečajnimi tveganji v slovenskih podjetjih. V treh slovenskih družbah bom predstavila, kakšne prijeme uporabljajo pri zavarovanju pred tečajnim tveganjem.

Šesto poglavje je namenjeno izbranemu podjetju. Podjetje Voga d. o. o. je malo izvozno – uvozno podjetje, ki za svoj uvoz potrebuje tujo valuto, hkrati pa dobi tudi plačila v tuji valuti, kar je posledica njihovega izvoza. Predstavila bom značilnosti podjetja in opredelila poslovanje podjetja. Osredotočila se bom predvsem na zavarovanje pred tečajnim tveganjem in posledicami, ki jih tečajna nihanja lahko prinesejo podjetju. Predstavila bom tudi vpliv vključitve Slovenije v EU in EMU na poslovanje podjetja. Sklepne misli bom podala v sedmem poglavju.

2. OSNOVNI POJMI DEVIZNEGA POSLOVANJA

Na začetku želim na kratko opredeliti določene pojme, povezane z deviznim poslovanjem. Začela bom s predmetom trgovanja – devizo, s katero se trguje na deviznih trgih, kjer se srečujejo vsi ekonomski subjekti, ki kakorkoli sodelujejo v ekonomskih odnosih s tujino. V nadaljevanju bodo razčlenjeni pojmi deviznega tečaja, valutne konvertibilnosti in udeleženci na deviznem trgu.

2.1. POJEM DEVIZE IN VALUTE

Pojem devize je v literaturi različno opredeljen. Deviza je v najožjem smislu prvovrstna terjatev domačih bank do tujih bank v smislu deviznih imetij na računih pri tujih bankah. V najširšem smislu pa je deviza vsaka terjatev do tujine, ki se glasi na tujo valuto, npr. tuji čeki, tuji vrednostni papirji (Veselinovič, 1996, str. 27). Deviza pa je definirana tudi v drugem odstavku 4. člena Zakona o deviznem poslovanju RS (Uradni list RS, št. 23/99), ki devize opredeljuje kot »denarne terjatve do tujih bank«.

Pojem valuta lahko pomeni več stvari (Ribnikar, 1999, str. 3):

- denarni sistem, glede na to, kako je določena vrednost denarne enote (npr. zlata, srebrna, vezana, papirna valuta),
- nacionalni denar (slovenska valuta je tolar),
- tuja gotovina (npr. ameriški dolarji, s katerimi Slovenci razpolagajo v Sloveniji).

Sodoben denar je v vsaki državi cenjen kot denar do neke meje, ki jo določajo skupaj zakon o denarju in centralni banki, uspešna denarna politika centralne banke, predvsem pa je pomembno zaupanje prebivalcev v kakovost denarja ter politična stabilnost države.

Podjetje, ki svoje izdelke ali storitve izvaža, uvaža ali je kakorkoli poslovno povezano z drugimi državami, se nahaja v poslovanju, ki prinaša glavno težavo: treba je poslovati ne le v svoji valuti, temveč tudi s tujimi valutami.

Skratka, valuta je tuj denar, s katerim domačini razpolagajo v svoji državi, deviza pa je tuj denar, s katerimi domače osebe razpolagajo v tujini. Na svetovni ravni se tako uporablja svetovni denar, ki povezuje različne transaktorje iz različnih držav. Kateri nacionalni denar se bo uporabljal pri mednarodnih plačilih, je odvisno od poslovnih odločitev transaktorjev. Pomembno je vedeti, da se pri mednarodnih plačilih uporablja knjižni denar in ne gotovina.

2.2. DEVIZNI TEČAJ

Pri deviznih transakcijah gre za menjavo ene valute za drugo. Devizni tečaj je relativna cena dveh valut, kjer izrazimo ceno ene valute v drugi valuti. Pokaže torej, koliko enot domače valute je potrebno dati za enoto tuje valute. Devizni tečaji, ki kotirajo na posameznih bankah, se med trgovanjem sproti spreminjajo in so odvisni od ponudbe in povpraševanja. Na ponudbo in povpraševanje vplivajo številni kratkoročni in dolgoročni dejavniki. Dnevna količina deviz na trgu niha zaradi razlike v višini priliva in odliva deviz, nastala iz izvoza in uvoza blaga in storitev, kot zaradi intervencije centralne banke na deviznem trgu ter tudi zaradi prilivov in odlivov kapitala v gospodarstvo (Kumar, 1999, str. 222). Banke s pomočjo različnih informacijskih sistemov sprotno objavljajo svojo ponudbo deviznih tečajev v tako imenovanih tečajnicah.

V zvezi z nakupi in prodajo deviz se uporablja izraz devizna kotacija, ki izraža pripravljenost za trženje po objavljenih tečajih. Tako ločimo:

- neposredno (ali direktno) kotacijo: X enot domače valute za 1 (10, 100, 1000) enot tuje valute, kar je tudi najpogostejši način izražanja medvalutnih razmerij,
- posredno (ali indirektno) kotacijo: X enot tuje valute za 1 (10, 100, 1000) enot domače valute; pogosta je v državah bivšega in sedanjega Commonwealtha (Velika Britanija, Avstralija, Kanada).

Kotacija valute pa je lahko izražena še na dva načina (Mrak, 2002, str. 145):

- evropski način kotacije, ki pomeni število enot tuje valute, potrebno za nakup enega ameriškega dolarja,
- ameriški način kotacije, ki pomeni število enot ameriških dolarjev, potrebnih za nakup ene enote tuje valute.

V literaturi zasledimo tudi navzkrižni tečaj, ki pomeni navzkrižen izračun dveh različnih direktnih ali indirektnih načinov kotacije. Gre za vrednostno razmerje med dvema valutama. Poleg parov valut, ki so predmet obsežne in kontinuirane trgovine, obstaja trgovanje z mnogimi drugimi pari valut, ki so manj pogoste. Ker v takšnih primerih običajno ni kotacij, ki

bi neposredno povezovali ti dve valuti, si je treba pomagati s kotacijami teh dveh valut do tretje, v mednarodnem deviznem trgovanju pogosteje uporabljene valute. Navzkrižni tečaj je torej devizni tečaj, ki ga izračunamo prek povezave dveh valut s tretjo valuto (Mrak, 2002, str. 148).

Pomembno je omeniti tudi promptni in terminski devizni tečaj. O promptnem deviznem tečaju govorimo, če se vse transakcije na deviznem trgu opravijo tako, da se prodajalec in kupec dogovorita o ceni, po kateri naj bi bila valuta kupljena oziroma prodana ter se sočasno s tem dogovorom posel tudi dejansko opravi. Takojšnji posel se obravnava v primeru, če je izvršitev najkasneje v dveh delovnih dneh – razlog so lahko potrebne tehnične odobritve v bankah in sama izvedba plačilnega prometa.

Poleg transakcij na promptnem trgu poznamo tudi transakcije na terminskem trgu. To pomeni, da gre za sklenitev poslova na deviznem trgu, pri katerih se prodajalec in kupec o ceni devize dogovorita danes, realizacija transakcije pa se zgodi v točno določenem trenutku v prihodnosti, najbolj pogosto čez en mesec, tri mesece, šest mesecev, devet mesecev ali eno leto. Terminski tečaj se oblikuje na osnovi ponudbe in povpraševanja, ki ju za terminske devize izkazujejo udeleženci na deviznem trgu.

Preko višine deviznega tečaja posamezniki in podjetja presojujejo, kaj je v njihovi državi, glede na tujino, relativno poceni oz. relativno drago. Devizni tečaj odseva stanje gospodarstva in kupno moč domače valute relativno s tujim gospodarstvom oziroma tujo valuto. Sprememba deviznega tečaja povzroči spremembo relativnih cen med državama, kar povzroči spremembo izvoznih in uvoznih tokov. Previsok devizni tečaj ali podcenjenost (devalvacija v sistemu trdnega deviznega tečaja oziroma deprecijacija v sistemu drsečega deviznega tečaja) vrednosti domače valute nastopi takrat, ko je uvoz stimuliran in izvoz destimuliran, medtem ko je pri prenizkem deviznem tečaju ali precenjenosti (ali revalvaciji v sistemu trdnega deviznega tečaja oziroma apreciaciji v sistemu drsečega deviznega tečaja) vrednosti domače valute ravno obratno.

2.3. VALUTNA KONVERTIBILNOST ALI ZAMENLJIVOST

Neposredno s pojmom deviza je povezana tudi njena zamenljivost ali konvertibilnost. Konvertibilnost pomeni prosto zamenljivost denarja neke države za denar druge države. Pri mednarodnih plačilih se vedno uporablja konvertibilna valuta. Na drugi strani nekonvertibilna valuta ni mednarodni denar v pravem pomenu besede, saj gre za zamenljivost denarja med rezidenti določene države (Ribnikar, 1999, str. 14 – 15).

Denar bi bil neomejeno konvertibilen, če bi izpolnjeval tri kriterije: uporabljal bi se neomejeno za nakup česar koli, brez omejitev bi se lahko zamenjeval v drug denar, in tretjič, drugi pogoj se izpolnjuje na različne načine, in sicer pri bankah po tečaju, ki je odvisen od

tega, kakšen režim deviznega tečaja ima država (Ribnikar, 1999, str. 22). V državah, ki imajo režim trdnega deviznega tečaja, se opravi zamenjava nacionalnega denarja za tuj denar pri centralni banki po tečaju, ki je odvisen od uradnega tečaja ali paritetne vrednosti denarja. V državah z uravnavanim drsečim tečajem, se opravi ta zamenjava na deviznem trgu po trenutnem tržnem tečaju oziroma po tečaju, kakršen je v trenutku, ko se želi opraviti zamenjava. Ta oblika zamenljivosti temelji na prosti trgovini blaga in storitev ter prostih tekočih plačil in se izvaja na prostem mednarodnem trgu.

Pomembna je predvsem zunanja konvertibilnost (v uporabi po letu 1978), ki jo podrobneje opredeljuje Mednarodni denarni sklad. Zunanja konvertibilnost določene valute pomeni, da je država v vsakem trenutku sposobna odkupovati presežke svoje valute v rokah nerezidentov, pri čemer so se le-ti natekli iz naslova tekočih transakcij.

Notranja konvertibilnost kot obveznost centralne banke, da zamenja domači denar v devize po trenutnem deviznem tečaju na zahtevo domačinov, ne obstaja več v nobeni državi. V državah, kjer je dosežena dejanska zunanja konvertibilnost, namreč dobro deluje devizni trg, kjer domačini sami menjajo (prodajajo in kupujejo) nacionalni denar za devize. Zamenjava v devize pri centralni banki za domačine torej praviloma ni mogoča niti ni potrebna.

Za državo je torej pomembno, da uspe uvesti in ohraniti zunanjo konvertibilnost. Da bi to lahko dosegla, mora izpolnjevati naslednje pogoje (Kumar, 1999, str. 228):

- imeti mora zadosti deviznih rezerv,
- imeti mora na daljši rok uravnoteženo plačilno bilanco,
- imeti mora razvit devizni trg (promptni in terminski),
- imeti mora dober denar oziroma stabilno notranjo vrednost denarja.

Smisel konvertibilnosti je med drugim tudi v zmanjševanju transakcijskih stroškov plačil v mednarodnem plačevanju obveznosti. Vendar to velja le za večje države, medtem ko za manjše države praviloma takih prednosti ni. Seveda pa je pglavitna prednost konvertibilnosti v tem, da omogoča rast mednarodne menjave na temelju odločitev neposrednih akterjev menjave (Rant, 1996, str. 3).

Toda konvertibilnosti ne smemo razumeti le kot formalnosti, saj je bolj pomembno, kako se le-ta izvaja. Ni dovolj, da jo razglasi denarna oblast neke države, sprejeti in izvajati jo morajo v mednarodnih odnosih tudi države partnerice. Je rezultat splošnega razvoja in vključevanja v mednarodno delitev dela.

2.4. DEVIZNI TRG IN NJEGOVI UDELEŽENCI

Trgovanje z devizami poteka na deviznem trgu. Devizni trg je mesto, kjer se srečujejo tisti, ki devize ponujajo, in tisti, ki po njih povprašujejo. Gre za prenos deviz od udeležencev deviznega poslovanja s presežkom deviz na tiste s primanjkljajem.

Devizni trg je sestavljen iz mreže poslovnih povezav med finančnimi posredniki, ki imajo sedeže na različnih lokalnih trgih (državah). Nima neke določene organizacijske strukture, ni geografsko lociran, niti ni časovno omejen, saj deluje 24 ur na dan. Posli na deviznem trgu se odvijajo preko komunikacijskih sistemom (telefon, telefaks, Reuters in podobno).

Na deviznih trgih poteka nakup in prodaja deviz po določenih deviznih tečajih z namenom, da se priskrbijo določene valute za plačila v tujino, zamenjave ene valute v drugo z namenom zavarovanja pred tečajnimi tveganji, zamenjave valut zaradi deviznega zaslužka, usklajevanje ponudbe in povpraševanja po devizah, uravnavanje deviznih tečajev ob pomoči intervencij finančnih institucij in drugo (Mrak, 1994, str. 12).

Nujna predpostavka za nastanek in delovanje deviznih trgov so njihovi subjekti, ki pa s svojim lastnim obsegom ne morejo vplivati na ceno in količino deviz. Udeleženci deviznega trga so tako lahko vsi ekonomski subjekti, ki kakorkoli sodelujejo v mednarodnem poslovanju ali sodelujejo pri ekonomskih odnosih s tujino. Ekonomske udeležence, ki sodelujejo na mednarodnih deviznih trgih, je mogoče klasificirati po dveh osnovnih principih (Mrak, 2002, str. 116):

- po vrstah aktivnosti, ki jih ti subjekti opravljajo na deviznih trgih, in
- po motivih njihovega delovanja na deviznih trgih.

Glavni *udeleženci deviznega trga po vrstah aktivnosti* so tako:

- centralna banka,
- poslovne banke,
- posredniki (brokerji) in trgovci (dealerji),
- komitenti finančnih organizacij kot so podjetja, fizične osebe, skladi in drugi.

Finančne organizacije (centralna banka, poslovne banke in nekateri finančni posredniki) ter izjemoma velike multinacionalke so neposredni udeleženci deviznega poslovanja, ker neposredno konvertirajo devizne pritoke. Ostali udeleženci deviznega poslovanja so posredni, saj za njih opravlja posle deviznega poslovanja finančna organizacija. Poleg tega pa se na trgih pojavljajo tudi nebančni posredniki (brokerji), ki so udeleženci trgov, niso pa uporabniki instrumentov. To pomeni, da poslujejo v tujem imenu in na tuj račun.

Centralna banka na deviznem trgu skrbi za ravnotežje in zagotavlja likvidnost plačil nasproti tujini. V bistvu je njena vloga, da intervenira, ko in če se za to pokaže potreba. Do intervencij pride zaradi več razlogov, ki jih povzročajo različna neravnotežja v celotnem gospodarstvu in še posebej denarnem sistemu države. Tako skuša centralna banka vplivati na višino obrestnih mer, tečajev valut, količino denarja v obtoku itd. To torej pomeni, da centralna banka ne sodeluje na deviznih trgih v želji po zaslužku oziroma dobičku. Tako so njene intervencije na teh trgih namenjene takšnemu vplivanju na devizni tečaj domače valute, ki naj bi bilo v korist domačemu gospodarstvu in posledično državi v celoti. Centralna banka skrbi za povezanost z

mednarodnimi finančnimi institucijami in sodeluje z njimi. Poleg tega pa ureja tudi večino predpisov, ki zadevajo poslovanje na deviznem trgu in pri doseganju svojih ciljev tako uporablja praktično vse vrste instrumentov deviznega in mednarodnega kreditnega poslovanja.

Poslovne banke trgujejo z devizami v svojem imenu in na svoj ter tuj račun. Za komitente opravljajo posle prodaje in nakupa deviz in jih po potrebi tudi devizno kreditirajo. Za razliko od centralne banke, se poslovne banke pojavljajo na deviznih trgih zato, da dosega dobiček. Le-tega ustvarijo s kupovanjem deviz po nižji »nakupni« ceni ter njihovo prodajo po nekaj višji »prodajni« ceni. Poudariti je tudi potrebno, da so poslovne banke najpomembnejša skupina udeležencev na deviznih trgih.

Samo del deviznih transakcij na deviznih trgih se opravi v neposrednem kontaktu med dilerji posameznih bank, drugi del pa se opravi s posredovanjem brokerjev oziroma posrednikov. Banke pogosto ne trgujejo neposredno med seboj, ampak prodajajo in kupujejo valute preko deviznih posrednikov. Posrednik je agent, ki povezuje dilerje, zainteresirane za nakup in prodajo deviz, pri tem pa sam ne postane aktivna stranka v transakciji (Mrak, 2002, str. 119). Takšno trgovanje ima prednost zaradi bogatejše informiranosti le-teh, ki zbirajo informacije o deviznih tečajih za večino valut od mnogih bank. Vsi posredniki poslujejo z vsemi glavnimi svetovnimi valutami, poleg tega pa je vsak od njih običajno specializiran še za eno ali nekaj valut, s katerimi se manj pogosto trguje. Tako lahko banke hitro in poceni izvedejo devizno transakcijo. Slabost takšnega posla je plačevanje provizije za izvrševanje poslovanja posredovanja.

Komitenti finančnih institucij so podjetja, fizične osebe, društva itd., ki so naročniki posameznih poslov pri svojih bankah. Le-ti potrebujejo devize za opravljanje svoje komercialne ali investicijske dejavnosti. Pri podjetjih so to transakcije, ki izvirajo iz njihove mednarodne menjave (izvoz, uvoz), pri fizičnih osebah pa je poslovanje omejeno le na manjše zneske in tu nastopa banka kot trgovec, ki stranke oskrbuje z devizami.

Druga možna klasifikacija ekonomskih subjektov na deviznih trgih, je *klasifikacija po motivih njihove udeležbe na deviznih trgih*. Tako v to skupino spadajo (Mrak, 2002, str. 120):

- arbitražniki,
- hedgerji in
- špekulanti.

Arbitražniki se pojavljajo kot ekonomski subjekti, običajno so to poslovne banke, ki želijo ustvariti dobiček brez prevzemanja kakršnegakoli tveganja. To je možno z izkoriščanjem razlik, do katerih prihaja v deviznih tečajih posamezne valute v različnih finančnih centrih v istem trenutku.

Za hedgerje je značilno, da ne želijo tvegati s svojim delovanjem na trgu, oziroma se hočejo zavarovati pred spremembami deviznega tečaja. Popolno nasprotje so špekulanti, ki izhajajo

iz stališča, da vedo, kam se bo gibal devizni tečaj določene valute v prihodnosti, in so v tej povezavi ter s ciljem ustvarjanja dobička tudi pripravljene sprejeti tečajna tveganja.

Špekulanti so pomemben dejavnik na deviznem trgu, saj s svojim ravnanjem povzročajo boljšo likvidnost trga. Špekulant je tisti, ki je pripravljen nositi tveganje. Osnovni cilj je doseganje profita z iskanjem tečajnih razlik na različnih trgih in v različnem obdobju. Značilno za njihove operacije je, da v ozadju nimajo blagovnih, storitvenih ali finančnih tokov, ampak manipulirajo z različnimi cenami.

3. EU IN EMU

Z vstopom Slovenije v Evropsko Unijo (EU) in kasneje v Gospodarsko in denarno unijo (EMU) bo prišlo do sprememb v poslovanju slovenskih podjetij. V tem poglavju zato predstavim nastanek EMU, maastrichtske konvergenčne kriterije, nov mehanizem deviznih tečajev (ERM II) ter na koncu še oceno za Slovenijo.

3.1. NASTANEK EMU

Ideja EMU se je začela pojavljati v zgodnjih sedemdesetih letih. To je bil zahteven in dolgotrajen proces, saj zahteva skupna valuta visoko stopnjo ekonomske usklajenosti in političnega sodelovanja med državami. Začetni poskusi denarnega povezovanja v Evropski skupnosti so šli skozi Wernerjev načrt, uvedbo prvega skupnega tečajnega mehanizma, t. i. valutne kače, in ustanovitvijo Evropskega denarnega sistema (EMS), ki je uveljavil prvotno različico mehanizma deviznih tečajev ERM s $\pm 2,25\%$ oziroma $\pm 6\%$ pasom nihanja. Denarna unija pa je dobila zeleno luč šele z Delorsovimi poročili leta 1989 in podpisom maastrichtske pogodbe leta 1991, ki je podobno kot Wernerjev načrt predvidela ustanovitev EMU v treh fazah (Ješovnik, 2000, str. 45 – 52).

1. *Prva faza EMU* se je začela julija 1990 in je trajala do 31. decembra 1993, označujeta pa jo predvsem popolna liberalizacija kapitalskih tokov in dokončen prehod na en trg. Poleg tega je bil namen prve faze tudi povečano sodelovanje na ekonomskem in denarnem področju. V okviru ERM pa so morale vse države preiti na ozek pas nihanja ($\pm 2,25\%$), ki je po valutnih krizah 1992 – 93 propadel. Prilagajanja deviznih tečajev so ostala v tej fazi možna. Leta 1993 je na podlagi razmerij iz leta 1989 prišlo do zamrznitve sestave košarice ECU, s čimer naj bi se okrepila vrednost te valute.
2. *Za drugo fazo EMU*, ki se je začela 1. januarja 1994 in je trajala do 31. decembra 1998, je značilna konvergenca držav na fiskalnem in denarnem področju ter prizadevanja za stabilizacijo deviznih tečajev (prilagajanja deviznih tečajev so bila v tej fazi možna le še izjemoma in šele ob soglasju vseh članic ERM). V ta namen je

bilo v maastrichtski pogodbi določenih pet konvergenčnih kriterijev, katerih izpolnitev je bila pogoj za vstop v zadnjo, tretjo fazo EMU. Decembra 1995 je bil v Madridu sprejet časovni okvir in datum začetka tretje faze (1. januar 1999), določeno pa je bilo tudi ime skupne valute – evro.

3. *Tretja faza EMU*, ki se je začela 1. januarja 1999, pomeni vstop držav članic EU, ki izpolnjujejo maastrichtske kriterije in si niso pridržale pravice odločanja o vstopu, v EMU in uvedbo ene evropske valute – evra. V tretjo fazo je z letom 1999 vstopilo enajst držav: Avstrija, Belgija, Finska, Francija, Italija, Irska, Luksemburg, Nemčija, Nizozemska, Portugalska in Španija. Švedska in Grčija nista izpolnili maastrichtskih pogojev¹, Danska in Velika Britanija pa sta se kljub izpolnjevanju vseh kriterijev odločili ostati zunaj EMU. S 1. 1. 2001 se je tretji fazi pridružila še Grčija. V vmesnem obdobju tretje faze, ki je trajalo do 1. 1. 2002, je bil evro uveden kot knjižni denar, po preteku obdobja pa je prišlo do končne zamenjave nacionalnih valut za eno evropsko valuto z izdajo bankovcev in kovancev evra. S 1. 3. 2002 je postal evro edino zakonito plačilno sredstvo v dvanajstih državah evroobmočja.

3.2. MAASTRICHTSKI KONVERGENČNI KRITERIJI

Pet kriterijev, ki jih opredeljuje maastrichtska pogodba o Evropski uniji in jih morajo države članice EU izpolnjevati, da lahko vstopijo v tretjo fazo EMU ter uvedejo evro, se nanaša na doseganje nizke stopnje inflacije in dolgoročnih obrestnih mer, zdravih javnih financ in stabilnih deviznih tečajev nacionalnih valut.

1. *Kriterij stabilnosti cen* od vsake države članice EU zahteva, da ima v obdobju enega leta pred ocenjevanjem za vstop v EMU povprečno stopnjo inflacije, ki je največ za 1,5 odstotne točke večja od povprečja treh članic EU z najnižjo stopnjo inflacije, pri čemer morajo biti cenovna gibanja vzdržljiva. Stopnja inflacije je merjena z indeksom cen življenjskih potrebščin, ki mora biti med državami primerljiv, upoštevajoč različne nacionalne opredelitve (Economic and Monetary Union, 1999, str. 31, 51).
2. *Kriterij proračunskega deficita* od vsake države članice EU zahteva, da v trenutku ocenjevanja za vstop v EMU planirani ali dejanski proračunski deficit ne presega referenčne vrednosti 3 % BDP. 104. člen pogodbe o Evropski uniji omogoča fleksibilno interpretacijo tega kriterija, saj je v primeru znatnega in trajnega upadanja presežnega deficita proti referenčni vrednosti ali v primeru izjemnega in ne previsokega presežnega deficita dopuščeno preseganje referenčne vrednosti (Economic and Monetary Union, 1999, str. 22, 31, 50 – 51). Ta kriterij skupaj s kriterijem javnega dolga kaže na skrb za nizko stopnjo inflacije v EMU.

¹ Švedska zaradi (namernega) nesodelovanja v ERM, Grčija pa zaradi neizpolnjevanja obeh monetarnih kriterijev (Economic and Monetary Union, 1999, str. 75 – 82).

3. *Kriterij javnega dolga* od vsake države članice EU zahteva, da v trenutku ocenjevanja za vstop v EMU javni dolg ne presega referenčne vrednosti 60 % BDP. Tudi tu dopušča 104. člen pogodbe o Evropski uniji fleksibilno interpretacijo, saj se kot izpolnjevanje kriterija šteje že zadostno zmanjšanje presežnega javnega dolga, ki se mora referenčni vrednosti približati z zadovoljivo hitrostjo (Economic and Monetary Union, 1999, str. 22, 31, 50 – 51).
4. *Kriterij stabilnosti deviznega tečaja* od držav članic EU zahteva, da v obdobju najmanj dveh let pred ocenjevanjem za vstop v EMU sodelujejo v mehanizmu deviznih tečajev (ERM) z upoštevanjem normalnih meja nihanj ($\pm 15\%$ od avgusta 1993), pri čemer posamezna država v tem obdobju na lastno pobudo ne sme devalvirati bilateralnega centralnega tečaja svoje valute proti valuti katerekoli druge države, ki sodeluje v ERM (Economic and Monetary Union, 1999, str. 31, 51). Glavni namen tega kriterija je preprečiti državam, da bi skušale z manipulacijo deviznega tečaja ob vstopu v EMU izboljšati svoj konkurenčni položaj glede na ostale države.
5. *Kriterij konvergence obrestnih mer* od vsake države članice EU zahteva, da ima povprečno nominalno dolgoročno obrestno mero največ dve odstotni točki večjo od povprečja treh članic EU z najnižjo stopnjo inflacije. Obrestne mere se merijo na podlagi dolgoročnih državnih obveznic ali primerljivih vrednostnih papirjih, ob upoštevanju različnih nacionalnih opredelitev (Economic and Monetary Union, 1999, str. 31, 51).

3.3. ERM II: MEHANIZEM DEVIZNIH TEČAJEV

Proces oblikovanja EMU v Evropi se ni zaključil s 1. 1. 1999, saj so štiri države ostale zunaj EMU, poleg tega pa širitveni proces EU obeta, da bodo v relativno kratkem času na vrata EMU začele trkati številne nove članice EU, med njimi tudi Slovenija. Maastrichtski kriteriji za vstop novih držav v EMU zato ostajajo, zaradi prenehanja EMS ob uvedbi EMU pa je bilo potrebno ponovno definirati mehanizem deviznih tečajev, t. i. ERM II, ki je nadomestil prejšnjo ureditev. ERM II je bil vzpostavljen z resolucijo Evropskega sveta 16. junija 1997 v Amsterdamu. Njegovi operativni detajli so rezultat dogovora, sklenjenega 1. septembra 1998, med Evropsko centralno banko (ECB) in nacionalnimi centralnimi bankami držav članic EU zunaj evroobmočja (Economic and Monetary Union, 1999, str. 140). Stabilnost deviznih tečajev je ključnega pomena za nemoteno delovanje notranjega trga, ki ga sestavljajo vse članice EU, zato je namen novega mehanizma deviznih tečajev povezovati valute držav članic EU zunaj evroobmočja z evrom, ki je postavljen v središče mehanizma. Za vstop v EMU bo morala Slovenija in druge kandidatke sodelovati v ERM II najmanj dve leti brez devalvacij svoje valute na lastno pobudo, zato bodo v prihodnjih poglavjih predstavljene glavne značilnosti novega tečajnega mehanizma.

3.3.1. ZNAČILNOSTI ERM II

Namen ERM II je v državah članicah EU zunaj evroobmočja, ki sodelujejo v mehanizmu, zagotoviti usmerjenost k stabilizacijskim politikam in doseganju konvergence ter jih pripraviti na postopen prevzem evra. Sodelovanje v novem mehanizmu deviznih tečajev je za države članice EU zunaj evroobmočja prostovoljno, pridružitve pa možna kadarkoli (pod pogojem, da je država članica EU). V okviru ERM II bo za vsako sodelujočo valuto države članice EU zunaj evroobmočja ob vstopu določen centralni tečaj te valute proti evru. Okrog centralnega tečaja za vse valute velja enoten $\pm 15\%$ pas nihanja, resolucija Evropskega Sveta o ERM II pa omogoča tudi definiranje ožjih pasov nihanja za posamezne sodelujoče države, če se smatra, da je takšna poteza primerna za doseganje konvergence. Intervencije na mejah nihanja so v principu avtomatične in neomejene, pri čemer je državam na voljo zelo kratkoročno financiranje. Zaustavitev intervencij je možna le v primeru ogrožanja prvotnega cilja ECB, to je cenovne stabilnosti. Pomembna značilnost mehanizma je tudi fleksibilna uporaba obrestnih mer za stabilizacijo deviznega tečaja in možnost koordiniranih intervencij znotraj dovoljenih meja nihanja (Economic and Monetary Union, 1999, str. 137 – 139).

3.4. SLOVENIJA IN EMU

Politika deviznega tečaja v državah kandidatkah se nahaja v prehodnem obdobju. Po eni strani je rezultat preteklih ureditev na področju režima deviznega tečaja, po drugi strani pa je pod močnim vplivom prihodnjih izzivov, ki so povezani z doseganjem maastrichtskih kriterijev ter s prisotnimi trendi dohitevanja razvitih držav EU in občutnih kapitalskih pritokov.

Če se Slovenija namerava pridružiti EU, potem nima več možnosti, da se ne bi pridružila tudi EMU. Ko bo izpolnila t. i. maastrichtske kriterije, bo morala vstopiti v EMU, saj zanjo ne velja več enako načelo kot za prve države pristopnice, Veliko Britanijo, Dansko in Švedsko. Te države lahko še naprej ostanejo v EU, ne da bi hkrati vstopile v EMU. Slovenija bi se lahko pridružila EMU in uvedla evro dve leti po vstopu v EU, torej že leta 2006, če bo leta 2004 v EU. Slovenija mora izpolniti pet maastrichtskih kriterijev. Uvesti mora režim trdnega deviznega tečaja oziroma imeti mora dve leti pred vstopom v EMU stabilen devizni tečaj. To pomeni, da mora določiti uraden tečaj tolarja z evrom. Izpolniti mora dva fiskalna kriterija – velikost javnega dolga ne sme biti večja od 60 % BDP, proračunski primanjkljaj pa ne sme preseči 3 % BDP. Opredeljena sta tudi dva denarna kriterija – inflacija ne sme biti višja od dveh odstotnih točk nad obrestno mero v treh državah z najnižjo inflacijo. Fiskalna kriterija sta v Sloveniji že izpolnjena, inflacija in obrestna mera pa trenutno še ne dosegata postavljenih kriterijev.

Uvedba režima trdnega deviznega tečaja v skladu z maastrichtskimi kriteriji pomeni, da država uradno določi tečaj evra s tolarjem ali tolarja z evrom, vendar je dovoljeno nihanje

tečaja navzgor in navzdol za 15 %, kar je zelo velik razpon, ki skupaj znaša kar 30 %. Ta razpon pri režimu trdnega deviznega tečaja je tako velik, da tečaj evra lahko pri nas še vedno precej niha. Problem Slovenije in vseh držav v tranziciji je v tem, da prihaja do t. i. realne apreciacije tolarja oziroma domačih valut. Če uvedemo režim trdnega deviznega tečaja in ne dovolimo nihanja, ne moremo izpolniti maastrichtskega kriterija, povezanega z inflacijo. Zato mora biti pri nas še vedno aktualna možnost, da tečaj evra niha (Ribnikar, 2002, str. 20 – 21).

Vključitev majhne države, kot je Slovenija, v EMU bi prinesla več koristi kot stroškov. V Sloveniji večina podjetij največ prodaja na območje EU. Za ta podjetja bo uvedba evra pomenila dodatne ugodnosti, saj bodo odpadli transakcijski stroški. Ne bo več potrebno menjati denarja, hkrati s tem ne bo več tečajnega tveganja. V največjem delu sveta, kamor bodo slovenska podjetja prodajala, bodo imeli cene izražene v istem denarju, kar za podjetnike pomeni racionalnejše odločitve. Omenjene koristi so za Slovenijo gotovo večje od morebitnih stroškov, ki so lahko predvsem posledica tega, da država ne more več samostojno voditi denarne politike oziroma politike deviznega tečaja. Vsekakor bo Slovenija ob prevzemu evra imela neto korist.

4. TVEGANJE

V tem poglavju bodo opredeljeni pojem tveganja ter na kratko tečajno tveganje, ki mu je izpostavljeno podjetje pri opravljanju svojega poslovanja. Tečajno tveganje bo razdeljeno na transakcijsko, ekonomsko in prenosno tveganje. V naslednji točki tega poglavja bo opredeljeno zavarovanje pred tečajnim tveganjem in najpogosteje uporabljeni instrumenti – nestandardizirane (forward) terminske pogodbe, standardizirane terminske pogodbe (futures), opcije ter valutne zamenjave.

V najširšem pomenu besede je *tveganje* vsak bodoči nepričakovani dogodek, ki je lahko pozitiven ali negativen. V zavarovalnem pomenu je tveganje vsak bodoči nepredvideni škodni dogodek, ki ga ne moremo napovedati vnaprej. Zavarovalno tveganje je vedno neodvisno od volje zavarovanca (Pucelj, 1990, str. 10). Tveganje je negotova situacija, v kateri se lahko pojavi večje število izidov, od katerih je lahko eden ali več nezaželenih (Merkhofer, 1987, str. 2).

Negotovost je dvom o tem, ali bomo pravilno predvideli, kaj se bo v prihodnosti zgodilo. Lahko smo zelo negotovi glede prihodnosti, celo v primeru, ko je tveganje dejansko majhno, ali smo zelo gotovi v pravilno predvidevanje prihodnjih dogodkov v situaciji, ko je tveganje dejansko izredno veliko (Williams, 1989, str. 11). Negotovosti se na da meriti, kar nam povzroča veliko problemov in tudi nepravilnih odločitev. Tveganje je torej prisotno povsod tam, kjer prihodnost ni gotova. V situaciji, kjer je možen le en izid, ni tveganja. V kolikor sta možna vsaj dva izida, se pojavi tveganje.

4.1. TEČAJNO TVEGANJE

Tečajno tveganje je opredeljeno kot možnost spremembe vrednosti premoženja, ki izhaja iz gibanja deviznega tečaja. Tveganje, ki nastane v spremembi cene med sklenitvijo posla in plačilom, se imenuje tečajno oziroma valutno tveganje. Te spremembe imenujemo devalvacija v sistemu trdnega deviznega tečaja, oziroma deprecijacija v sistemu drsečega deviznega tečaja. V sistemu trdnega deviznega tečaja pa revalvacija, oziroma apreciacija v sistemu drsečega deviznega tečaja. Predvsem je v primeru izvoznika nevarno povečanje vrednosti domače valute, ki pomeni manjši iztržek v svoji valuti, kot je bilo ob sklenitvi posla načrtovano. Zmanjšanje vrednosti domače valute pa pomeni nevarnost za uvoznika, ki ga uvoženo blago stane več, kot je bilo sprva načrtovano. Predvsem je pomembno povečanje vrednosti domače valute, ki se pojavlja pogosteje in povzroča velike izgube. Zato je pri mednarodni menjavi potrebna izbira zavarovanja, ki bi varovalo podjetje pred tečajnim tveganjem.

Vsa podjetja, ki želijo biti mednarodno konkurenčna in poslujejo na dolgi rok pri mednarodnem poslovanju, upoštevajo mnenja strokovnjakov in veliko vlagajo v izobraževanje kadra, ki mora poznati načine zavarovanja, metode, ki se pri tem uporabljajo in razmere mednarodnega poslovanja. Podjetja izdelujejo različne tabele, ki upoštevajo gibanje tečaja valute v prihodnosti in kažejo rentabilnost vsake izmed rentabilnostnih metod zavarovanja pred navedenimi tveganji. Na podlagi teh tabel in pa min – max načela, ki po eni strani zahteva optimalno zaščito pred valutnimi tveganji z danimi stroški in v drugem primeru zahtevano zaščito z minimalnimi stroški zavarovanja. Na podlagi določenih dejavnikov so se razvile določene zahteve v zvezi z rokom veljave zavarovanj, stranskimi učinki in stroški določenih zavarovanj. Postopki zavarovanja morajo biti v deželi, v kateri jih upoštevamo in izpeljujemo, zakonsko veljavni in morajo upoštevati pravni red države. Nekatere države dopuščajo manevriranje le z nekaterimi valutami, kar je od države do države različno.

Veljavnost zavarovanja je za različne instrumente določena in pomeni razdelitev zavarovanj na kratkoročna in srednjeročna zavarovanja ter srednjeročna in dolgoročna zavarovanja.

K prvim štejejo predvsem:

- devizne terminske posle,
- eskontiranje menic (do 6 mesecev),
- factoring (način priskrbe denarja z odstopom kratkoročne terjatve factoring organizacijam).

Srednje in dolgoročna zavarovanja pa so:

- forfaitiranje (prodaja srednjeročnih izvoznih terjatev domačim ali tujim bankam in specializiranim ustanovam brez njihove regresne pravice),
- državno zavarovanje tečajnega tveganja.

Vpliv določene zavarovalne metode in vplivi na likvidnost ter saldo plačilne bilance so nekateri izmed stranskih učinkov pri zavarovanju pred valutnimi tveganji. Seveda je potreben temeljit razmislek o valutnem zavarovanju, kadar stroški zavarovalnih metod pomenijo prevelik delež k odločitvam:

- zavarovati ali ne zavarovati,
- zavarovati delno ali v celoti,
- za zavarovanje izbirati določene države ali zavarovati vse države,
- zavarovati vse ali samo posamezne posle.

Odgovori na ta vprašanja pomenijo osvojitve politike izvoza v tuje dežele, ki pa ne pomeni osvojitve enega znanja in njegove večne uporabe, temveč zahteva postopno izpopolnjevanje na tem področju ter hkrati s tem uveljavljanje novih in novih načinov, ki so ob spremembah zakonodaje ciljne države ustrezni in rentabilni. Zavarovanje valutnih tveganj se razvija od majhnih podjetij, v katerih ni ne časa ne denarja za razvoj teh metod in uporabo razpoložljivih tehnik, do srednjih podjetij, kjer zanimanje za zavarovanje raste in pomeni bistven napredek v valutnem zavarovanju ter vse tja do velikih podjetij, ki dajejo velik poudarek valutni problematiki zavarovanja.

Širjenje mednarodne trgovine in vse bolj pospešeno gibanje finančnega kapitala pospešuje formiranje enotnega trga blaga in kapitala, hkrati pa ga zavira. Zavira ga zaradi vstopa različnih držav, valut in ekonomskih politik na svetovni trg. Domače gospodarstvo s svojimi ukrepi za lastno zaščito ustvarja pomembne prepreke pri izgradnji tega enotnega trga. Domača gospodarstva želijo omejiti uvoz tujega blaga in istočasno pospešiti izvoz lastnega. Ne glede na vse te prepreke ob občasnih nihanjih raven blagovne menjave neprestano raste. Po drugi strani se finančni kapital vse močneje seli preko posameznih držav. Velika težava, ki delno zavira mednarodno menjavo in vlaganje sredstev v druge države, je vprašanje tečajnega tveganja. Izvozniki in vsa druga podjetja, ki so udeležena v mednarodnih poslih, se morajo pravočasno zavarovati pred tečajnim tveganjem.

Vsako podjetje, ki ima premoženje v različnih državah, je občutljivo na spremembe deviznih tečajev, kajti te spremembe se nujno odražajo v njegovem rezultatu poslovanja. Za mednarodno podjetje pomeni vsaka sprememba deviznega tečaja določeno tveganje, kadar ima podjetje terjatve in obveznosti izražene v tuji valuti ali posluje s tujimi valutami. Donosnost se veže na spremembe valutnih tečajev v primerjavi z domačo valuto. Devizno tečajno tveganje je pravzaprav verjetnost oziroma možnost, da bo podjetje zaradi spremembe tečaja nekaj pridobilo ali izgubilo. To pomeni, da je podjetje na take spremembe občutljivo. Z občutljivostjo podjetja na spremembe deviznega tečaja se meri njegova devizna izpostavljenost, ki jo lahko označimo tudi kot čisti učinek spremembe deviznega tečaja na izkaz uspeha in na bilanco stanja. Zato je še kako pomembno, da podjetje zna oceniti izgube, ki jih lahko prinesejo spremembe tečajev in le-te primerjati s stroški za zavarovanje pred temi izgubami.

Tečajna tveganja delimo na (Kocič, 1999/00, str. 1):

- ekonomsko tveganje,
- transakcijsko tveganje,
- prenosno tveganje.

Seveda podjetja v razvitem tržnem gospodarstvu sama ocenijo svojo devizno izpostavljenost in pri tem uporabljajo različna zavarovanja, v skladu z lastno politiko. Tako nekatere posvečajo svojo pozornost transakcijski izpostavljenosti, druga se zopet zanimajo za prenosno izpostavljenost pred obdavčitvijo, druga po obdavčitvi, nekatera se raje opredelijo za današnjo, druga zopet za prihodnjo izpostavljenost, nekatera opredelijo izpostavljenost po državah, druga po valutah.

4.1.1. EKONOMSKO TVEGANJE

Pri ekonomskem tveganju mora biti sprememba nepričakovana, kajti le tako lahko povzroči nepredvidene spremembe v prodani količini, prodajnih cenah in proizvodnih stroških. Podjetje se lahko odzove na različne načine, odvisno od politike prodajne cene, elastičnosti povpraševanja in spremembe višine stroškov.

Reševanje ekonomskega tečajnega tveganja ni izključno le naloga financ, saj je vpliv trženja (cena, proizvod, promocija, distribucija) in proizvodnje (produkcija, lokacija proizvodnje, izvor strojev in surovin) izrednega pomena. Ekonomska izpostavljenost torej izhaja iz posrednih učinkov tečajnih sprememb na stroške in prihodke iz mednarodne menjave oziroma tujih poslov. Cene blaga in storitev na mednarodnem trgu so podvržene spremembam deviznih tečajev. Ali se bodo ti učinki sorazmerno hitro razkrojili, je odvisno od trga. Izvoznik na primer v času sklepanja pogodbe ne ve, koliko bo dejansko prejel v domači valuti za blago, ki je zaračunano v valuti uvoznika oziroma v neki tretji valuti. Prav tako tudi uvoznik ne ve, koliko bo moral plačati, v kolikor je blago zaračunano v valuti izvoznika. Ne glede na to, da je navidezno izvoznik prenesel tečajno tveganja na uvoznika, ko mu je blago zaračunal v svoji valuti, je izvoznik izpostavljen določenemu posrednemu tveganju na tem trgu, kajti ob depreciaciji nacionalne valute, kamor je blago izvoženo, lahko to blago postane manj konkurenčno, s tem pa se bo po vsej verjetnosti zmanjšala prodaja. Spremembe deviznih tečajev ne vplivajo samo na podjetja, ki so neposredno udeležena v mednarodni menjavi, ampak posredno vplivajo tudi na tista podjetja, ki kupujejo, proizvajajo in prodajajo izključno na domačih trgih, kajti uvoženi izdelki so lahko zaradi tečajnih sprememb bolj ali manj konkurenčni.

Ekonomska izpostavljenost se nanaša na spremembe v bodočem denarnem toku, ki izhajajo iz gibanja tečajev in lahko vplivajo oziroma spremenijo bodoči obseg prodaje, cene ali stroške. Ekonomska izpostavljenost traja praktično neprestano sedaj in v prihodnosti.

4.1.2. TRANSAKCIJSKO TVEGANJE

Transakcijsko tveganje izhaja iz nominalnih zunanjetrgovinskih dejavnosti. Nanaša se na tveganje izgube v primeru spremembe tečaja v času od sklenitve pogodbene cene, pa do dejanske izvršitve plačila ali izplačila iz tekočih transakcij, denominirane v valutah, ki so različne od valute, v kateri podjetje izkazuje svojo bilanco. Transakcijska izpostavljenost zajema take »pasivne« finančne postavke kot so dividende, obresti, plačila najemnin, plačila blaga, amortizacija tujih dolgov. Na to vrsto tveganja so občutljiva vsa podjetja, ne glede na velikost, v kolikor so vključena v mednarodno trgovino.

V bistvu je transakcijska izpostavljenost sorazmerno kratka, posebej če upoštevamo zaporedje predračun oziroma ponudba – naročilo – izvršitev naročila – plačilo. Prenosna in ekonomska izpostavljenost pa trajata praktično neprestano.

Po Eitmanu in Stonehillu transakcije obsegajo (Eitman, Stonehill, 1979, str. 76):

- nakup ali prodajo blaga in storitev na kredit, katerih cene so določene v tujih valutah, posojanje ali izposojanje sredstev, izraženih v tujih valutah,
- biti udeleženi pri neizvršenem bodočem deviznem poslu,
- drugače pridobljena sredstva ali obveznosti, izražena v tuji valuti.

4.1.3. PRENOSNO TVEGANJE

To je računovodska ali bilančna izpostavljenost, ki se nanaša na spremembe v vrednotenju sredstev in obveznosti (aktiva in pasiva). Glede na to, da je vlaganje kapitala v tujino strateška odločitev za podjetje, mora le-to periodično spremljati spremembe valutnega tečaja, prav tako pa mora biti že od samega začetka financiranja poslov v projekt vgrajen varovalni mehanizem (primerna struktura kapitala, način dolgoročnega financiranja v lokalni ali tuji valuti) (Eitman, Stonehill, 1979, str. 75 – 116).

Prenosna izpostavljenost omogoča, da lahko vse mednarodne dejavnosti nekega podjetja primerjamo med seboj. Sredstva, obveznosti do virov sredstev, prihodki in stroški, navedeni v tujih valutah, se prenesejo oziroma pretvorijo v domačo valuto z namenom primerjave z ostalimi računi podjetja.

S prenosnim tveganjem se sooča vsako podjetje, ki se v svojem poslovanju sreča z valuto osnovnega ekonomskega okolja, v katerem posluje podružnica, pri čemer se le-ta razlikuje od valute države, v kateri se podružnica nahaja.

Prenosna izpostavljenost predstavlja potencialni dobiček ali izgubo podjetja pri načrtovanih, tekočih ali že zaključenih poslovnih transakcijah na mednarodnem trgu, ki bi lahko nastala zaradi spremembe deviznih tečajev. Izhaja iz običajnih zunanjetrgovinskih dejavnosti, torej iz prodaje in nabave blaga ali storitev na tujih trgih. Nanaša se na tveganje za nastanek izgube v primeru spremembe tečaja v času od sklepanja pogodbene cene oziroma podpisa pogodbe do dejanskega plačila ali izplačila.

4.2. ZAVAROVANJE PRED TVEGANJEM

Najbolj splošen cilj podjetja, ne glede na to ali sodeluje v mednarodni menjavi, je maksimiranje dobička. Podjetja, ki poslujejo s tujino, so poleg drugim poslovnim tveganjem izpostavljena še tečajnemu tveganju, ki ima lahko dodaten neugoden vpliv na poslovni rezultat. Cilj upravljanja s tečajnim tveganjem je torej lahko minimiranje tečajnih izgub.

Preden nadaljujem z obravnavo zavarovanja pred tečajnim tveganjem bi rada poudarila, da predpostavljam izrazito nešpekulativen odnos do tečajnega tveganja. Z zavarovanjem pred tečajnim tveganjem se namreč ne upravlja zato, da bi dosegli izredne dobičke na podlagi tečajnih razlik, pač pa, da bi preprečili oziroma kar se da omejili spremembe denarnih tokov iz rednega poslovanja zaradi sprememb tečajev tujih valut.

Ko podjetje identificira izpostavljene devizne pozicije in v skladu z napovedmi gibanja tečajev določi, katere od izpostavljenih pozicij bo v kolikšni meri pokrivalo, se znajde pred odločitvijo, katero od razpoložljivih tehnik zavarovanja bo uporabilo.

Izpostavljenost valutnemu tveganju lahko podjetje zmanjšuje z zunanjimi kot tudi z notranjimi tehnikami pokrivanja valutnega tveganja. Zunanje tehnike zajemajo valutne izvedene finančne instrumente. Osnovne instrumente predstavljajo nestandardizirane terminske pogodbe, standardizirane terminske pogodbe, valutne opcije in valutne zamenjave. Notranje tehnike pokrivanja valutnega tveganja zajemajo načrtno usklajevanje pritokov in odtokov v tuji valuti, kompenzacija obveznosti v tuji valuti ter predčasno plačilo oziroma zavlačevanje plačila – v kolikor podjetje predvideva povečanje vrednosti tuje valute, bo poskušalo plačati čim hitreje, obratno ob pričakovanem padcu vrednosti tuje valute. Odločitev temelji na predvidevanju prihodnjega gibanja deviznega tečaja, zato je špekulativnega značaja (Pike, Neale, 1996, str. 440).

Podjetja, ki sodelujejo na mednarodnih trgih v različnih vlogah, imajo tako možnost, da se zaščitijo pred izpostavljenostjo tečajnemu tveganju z nakupom instrumentov terminskih in evrovalutnih trgov oziroma z uporabo zunanjih tehnik zavarovanja. Večinoma gre za dvo- ali večpartitne dogovore oziroma pogodbe, ki jih ponujajo specializirani finančni posredniki. Z nekaterimi se prosto trguje na borzah, druge (zlasti tiste, ki niso standardizirane) so manj likvidne, vse pa povzročajo eksplicitne stroške zaščite. Na drugi strani pa lahko podjetja z

modifikacijo lastne poslovne politike zaščitijo svoje izpostavljene devizne pozicije. Takšnim tehnikam pravimo notranje zaščite in načeloma ne povzročajo eksplicitnih stroškov. V nadaljevanju poglavja bodo predstavljene notranje, nato pa še zunanje tehnike zavarovanja pred izpostavljenostjo tečajnemu tveganju.

4.2.1. NOTRANJE TEHNIKE ZAVAROVANJA

Najpogosteje uporabljene notranje tehnike zaščite so nakup in prodaja v določeni valuti ali košarica valut, predčasno plačevanje ali namerno zavlačevanje pri plačilu računov dobaviteljev, ujemanje ter pobot.

Nakup oziroma prodaja v določeni valuti: če bi podjetje, ki deluje mednarodno, vedno plačevalo račune in prejemalo plačila v domači valuti, ne bi bilo izpostavljeno tečajnemu tveganju. Celotno izpostavljenost tečajnemu tveganju bi prevalilo na poslovne partnerje (dobavitelje, kupce). Zavedati pa se je treba, da v primeru prevalitve izpostavljenosti tečajnemu tveganju na drugega pogodbenika še vedno nismo odpravili drugih poslovnih tveganj. Če izvoznik fakturira svoje izdelke v domači valuti, bo cenovna konkurenčnost njegovih izdelkov in s tem obseg njegove prodaje v tujini odvisen tudi od gibanja tečaja domače valute. V poslovni stvarnosti je odločitev o uporabi valute pri neki transakciji odvisna od (Winstone, 1995, str. 13):

- pogajalske moči poslovnih partnerjev,
- predmeta trgovanja.

Pogodbeniki pred izvedbo posla v poslovnih pogajanjih določijo izvedbeno plat transakcije. Močnejša pogodbeni stranka ponavadi doseže prevalitev dela izpostavljenosti tečajnemu tveganju na šibkejšo, v zameno pa ji lahko ponudi na primer nekoliko nižjo ceno izdelka ali storitve. Na drugi strani se z določenimi produkti trguje pretežno v določenih valutah (nafta v ameriških dolarjih), kjer sta lahko obe pogodbeni stranki izpostavljeni tečajnemu tveganju, če nimata domicilja v državi valute trgovanja.

Predčasno plačevanje in namerno zavlačevanje pri plačilu računov: v primeru, da ima podjetje obveznost v valuti, ki se krepi, bo želelo predčasno poravnati svojo obveznost in se s tem izogniti povečanju vrednosti odhodkov, izraženih v domači valuti, kadar pa ima podjetje obveznosti izražene v valuti, katere vrednost se zmanjšuje, bo poskušalo zavlačevati s plačilom kolikor se le da in na ta način zmanjšalo realno vrednost odhodkov, izraženih v domači valuti.

Zavedati pa se je treba, da lahko uporaba te tehnike zavarovanja prinese tudi tveganje:

- da se promptni tečaj v prihodnje ne bo gibal tako, kot smo pričakovali,
- če pretiravamo z zamujanjem pri poravnavi svojih obveznosti, se nam lahko pripeti, da nam dobavitelj zaostri plačilne pogoje ali zahteva dodatno zavarovanje.

Ujemanje: glavna ideja ujemanja je, da podjetje vzpostavi ravnovesje med prilivi in odlivi v določeni valuti. Tako imenovani devizni računi bi morali biti čimbolj zneskovno in časovno usklajeni. Če podjetje pričakuje priliv v določeni valuti, je najbolje da ga porabi za plačilo, ki ga mora opraviti v isti valuti. S tem se izogne konvertiranju deviznih sredstev v domačo valuto in nato zopet nazaj, kar zmanjšuje transakcijske stroške. V kolikor prilivi in odlivi v določeni valuti niso povsem usklajeni, si za premostitev časovne razlike lahko pomagamo z drugimi notranjimi tehnikami zaščite (zavlačevanje pri plačilu), pogodbenimi instrumenti zavarovanja ali pa s posojili na denarnem trgu.

Pobot: je tehnika, ki jo lahko uporabimo v primeru, da med dvema ali več mednarodno delujočimi podjetji, bodisi samostojnimi ali v okviru skupine podjetij, obstajajo pogoste transakcije, ki vsako od podjetij izmenično postavljajo v vlogo dolžnika ali upnika (Winstone, 1995, str. 15). Da bi se izognili transakcijskim stroškom in zmanjšali izpostavljenost tečajnemu tveganju se lahko namreč podjetji dogovorita, da bosta mesečno ugotavljali neto razliko med dolgom prvega podjetja drugemu in drugega podjetja prvemu v določeni valuti. Namesto da bi podjetji opravljali vsako od plačil posebej, podjetje neto dolžnik na koncu obračunskega obdobja podjetju neto upniku samo nakaže ugotovljeno neto razliko dolga.

4.2.2. ZUNANJE TEHNIKE ZAVAROVANJA

Izpostavljenost tečajnemu tveganju je posledica nakupov, prodaje, posojanja, izposojanja in drugih transakcij na mednarodni ravni. Podjetje ima poleg zgoraj naštetih notranjih tehnik zavarovanja tudi možnost zaščite na denarnem trgu. Uvoznik, ki mora čez tri mesece plačati dobavitelju določen znesek v tuji valuti, lahko na primer danes promptno zamenja domačo valuto v tujo in jo investira do zapadlosti svoje obveznosti. Vendar imajo takšne zaščitne tehnike precej pomanjkljivosti in omejitev. Zato so se v sedemdesetih in osemdesetih letih razvili alternativni načini zaščite pred tečajnim tveganjem. Večina jih deluje po principu, da je na trgu vedno nekdo pripravljen prevzeti del tečajnega tveganja, seveda za določeno ceno. Podjetje, ki je izpostavljeno tečajnemu tveganju, lahko tako poleg izpostavljene pozicije na denarnem trgu zavzame še nasprotno pozicijo s pomočjo ene od zunanjih tehnik zavarovanja. Na ta način že danes določi ceno valute, v kateri ima izpostavljeno pozicijo, za bodočo transakcijo.

Bistvena značilnost vseh teh alternativnih instrumentov zaščite pred izpostavljenostjo tečajnemu tveganju je, da z začetnim vložkom, nižjim od izpostavljene devizne pozicije omogočajo popolno zaščito pred spremembo vrednosti tečajev valut. Nekateri (kot na primer terminske pogodbe) popolnoma fiksirajo tečaj valute in na ta način onemogočajo tako tečajne izgube kot tudi dobičke, drugi derivatni zaščitni instrumenti pa ščitijo pred neželjeno smerjo gibanja tečaja in omogočajo realizacijo tečajnih dobičkov (opcije). S slednjimi se trguje na

borzah ali pa na OTC (»over-the-counter«) trgih, medtem ko se terminske pogodbe sklepajo individualno, v skladu z zahtevami stranke.

V nadaljevanju bodo predstavljene nestandardizirana terminska pogodba (forward), standardizirana terminska pogodba (futures), opcije in zamenjave (»swap«).

Nestandardizirana terminska pogodba (forward): je trden in obvezujoč dogovor med komitentom in finančnim posrednikom za nakup ali prodajo vsote tuje valute po tečaju, določenem ob sklenitvi pogodbe, z rokom izvršitve daljšim od dveh delovnih dni. Običajno so roki standardni v dolžini enega, dveh, treh, šestih, devetih in dvanajstih mesecev. Izjemoma so možni tudi daljši roki, vendar to velja le za pomembnejše svetovne valute.

Nestandardizirana terminska pogodba je priljubljena predvsem pri izvoznikih in uvoznikih za zaščito pred transakcijsko izpostavljenostjo tečajnemu tveganju. Tako je namen forwarda zavarovati se pred nepredvidenimi tečajnimi nihanji (posebno v sistemu prosto drsečih tečajev) oziroma spremembami.

Čeprav je terminska pogodba obvezujoč dogovor, ni nujno da pride do izvršitve posla. Vzemimo primer, ko uvoznik zavaruje svojo obveznost v tuji valuti z dvomesečno terminsko pogodbo. V primeru, da iz kakršnegakoli razloga po dveh mesecih ne potrebuje več določenega zneska tuje valute, mu banka ne bo prodala deviz po terminskem tečaju, pač pa le zaprla posel. To bo storila tako, da bo obračunala razliko med vrednostjo deviz iz terminske pogodbe, izražene v domači valuti, po terminskem ter trenutno veljavnem promptnem tečaju ter jo nakazala ali pa zaračunala uvozniku. Banka torej simulira situacijo, ko proda devize uvozniku ter jih takoj nato odkupi nazaj po promptnem bančnem nakupnem tečaju.

Banka oziroma finančni posrednik pri terminskih poslih svoj zaslužek vračuna v razliko med nakupnim in prodajnim tečajem, tako da ne zaračunava eksplicitnih stroškov terminskega posla. Ker pa obstaja možnost, da terminski posel ne bo realiziran, pač pa le zaprt in bo v primeru neugodnega gibanja promptnega tečaja banka sklenitelju posla zaračunavala le razliko med vrednostjo terminske pogodbe po dogovorjenem terminskem tečaju ter trenutno veljavnem promptnem tečaju, mora banka poskrbeti za zavarovanje svoje terjatve. To stori tako, da terja depozit ali obremeni kreditni aranžma sklenitelja terminskega posla za 5 do 20 % njegove vrednosti.

Glavna slabost terminskih pogodb je v tem, da poleg zaščite pred neželenim gibanjem deviznih tečajev ne omogoča koriščenja ugodnih tečajnih sprememb. So pa vsekakor bolj fleksibilne od drugih derivatnih instrumentov zaščite, saj predstavljajo dvopartitni dogovor, kjer lahko komitent in banka prilagodita pogodbeni znesek in trajanje dejanskim potrebam. Kot sem že omenila, so običajne terminske pogodbe na voljo za obdobje tridesetih dni, dveh, treh, šestih mesecev ali enega leta, vendar je moč vrednost terminskih tečajev za vmesne roke določiti s pomočjo ekstrapolacije. Zaščita pozicij, daljših od enega leta, s terminskimi

pogodbami načeloma ni možna. Večja prilagodljivost oziroma manjša standardiziranost terminskih pogodb pa ima tudi svojo slabo stran – terminske pogodbe so relativno nelikvidne. Poleg tega banke ponavadi sklepajo le terminske pogodbe za pomembnejše valute, zato se moramo včasih zateči k posredni zaščiti s terminsko pogodbo.

S *standardizirano terminsko pogodbo (futures)* se kupec obveže kupiti, prodajalec pa prodati določeno količino blaga za bodočo dostavo in sicer pod pogoji, ki jih določa specifikacija standardizirane terminske pogodbe na borzi, kjer se s terminskimi pogodbami organizirano trguje. Borza, na kateri se trguje s finančnimi terminskimi pogodbami, ponavadi standardizira naslednje elemente:

- velikost pogodbe: za vsako od trgovanih valut določi količino denarnih enot, na katero se glasi ena pogodba,
- metodo kotacije: ponavadi se uporablja direktna kotacija (cena 1 ali 100 enot tuje valute, izražena v enotah domače valute),
- zapadlost (v praksi je to tretja sreda v marcu, juniju, septembru in decembru),
- zadnji dan trgovanja: ponavadi sta to dva delovna dneva pred zapadlostjo,
- dan poravnave: le manjši del finančnih terminskih pogodb se dejansko zaključi s fizično dobavo valute kupcu s strani prodajalca. Večino terminskih pozicij zaprejo komitenti tako, da zavzamejo nasprotno pozicijo še pred dnevom zapadlosti.

Pogodba tako določa zgoraj naštetih elemente, kupcu in prodajalcu pa dopušča, da se pogajata le o ceni terminske pogodbe. Trgovanje s standardiziranimi terminskimi pogodbami poteka prek borze. Ko je posel sklenjen, stopi v igro klirinška hiša, ki postane pogodbeni stranka oziroma posrednik tako kupcu kot prodajalcu terminske pogodbe. Borzni člani imajo pri klirinški hiši račun, na katerega pogodbeni stranki položita zahtevani znesek začetnega kritja, ki predstavlja jamstvo, da bosta tako kupec kot prodajalec lahko pokrila potencialne obveznosti, ki bi nastale v času do zapadlosti pogodbe. Vplačata ga lahko v obliki denarja ali ustreznih vrednostnih papirjev, višina pa je odvisna predvsem od cenovne nestanovitnosti osnovnega instrumenta.

Z vsakodnevnim vrednotenjem pozicij ena stranka vedno realizira dobiček, druga pa izgubo v enaki višini. Znesek dobička oziroma izgube se imenuje dnevno kritje in se prišteje na račun stranke, ki ima dnevni dobiček, oziroma odšteje z računa stranke, ki ima izgubo.

Klirinška hiša je na dan zapadlosti dolžna poskrbeti za izpolnitev vseh obveznosti bodisi s fizično dostavo, najpogosteje pa z denarno poravnavo. Tako se vsi finančni terminski posli opravijo preko klirinške hiše, ki se postavi v vlogo posrednika in garantira za izpeljavo posla tudi v primeru, če originalni dolžnik zataji.

Na borzi se pojavljata dve vrsti strank, ki želijo zaščititi izpostavljeno devizno pozicijo:

- tiste, ki v bodoče potrebujejo tujo valuto za poravnavo svojih obveznosti (npr. domači uvozniki), bodo zavzele tako imenovano dolgo oziroma nakupno pozicijo

ter se obvezale, da bodo v prihodnosti kupile tujo valuto v zameno za vnaprej določen znesek domače valute,

- tiste, ki pričakujejo priliv v tuji valuti (npr. domači izvozniki), pa bodo zavzele kratko oziroma prodajno pozicijo ter se zavezale k prodaji tuje valute za vnaprej določen znesek domače valute.

Dolga finančna terminska pozicija bo omogočala prihranek v primeru, ko tečaj tuje valute poraste nad vrednostjo, določeno s finančno terminsko pogodbo. Kratka finančna terminska pogodba pa prinese dobiček v primeru, ko tečaj tuje valute pade pod terminski tečaj.

Če povzamemo, so standardizirane terminske pogodbe torej bolj likvidne kot nestandardizirane terminske pogodbe, še vedno pa so časovno omejene in sklenitelju zavarovalnega posla ne nudijo možnosti koriščenja ugodnega gibanja deviznih tečajev. Med pomankljivosti standardiziranih terminskih pogodb spada trgovanje:

- z njimi se lahko trguje samo na štiri določene datume v letu (ni vmesnih rokov),
- trguje se lahko samo v standardiziranih zneskih, tako da je včasih za resnično pokritje zunanjetrgovinskega posla težko poiskati pravo število teh pogodb.

Opcije: za razliko od nestandardiziranih in standardiziranih terminskih pogodb daje opcija njenemu kupcu možnost, da zamenja valuto po vnaprej določenem tečaju, če je izvršitev opcije zanj ugodnejša od menjave po promptnem tečaju na dan zapadlosti. Izvršitev opcije torej ni trdna obveza pogodbenih strank, saj lahko opcija zapade neizkoriščena, če njen kupec izračuna, da se mu bolj izplača menjava po trenutno veljavnem promptnem tečaju.

Tako ima kupec valutne opcije pravico (ne pa obveznost) kupiti ali prodati določeno valuto v določenem roku ali na določen datum v prihodnosti po znanem, fiksnem tečaju. Za omenjeno možnost plača prodajalcu tega instrumenta tako imenovano premijo, ki jo le-ta obdrži ne glede na to, če se kupec odloči, da bo svojo možnost uveljavil ali ne.

Podobno kot s standardiziranimi terminskimi pogodbami se tudi z opcijami trguje na borzi. So namreč standardiziran in likviden instrument zavarovanja izpostavljenih deviznih pozicij. Opcijska borzna kotacija vsebuje podatke o:

- količini tuje valute v eni opsijski pogodbi,
- trenutnem promptnem tečaju tuje valute, izraženem v enotah domače valute (direktna kotacija),
- več izvršilnih cenah oziroma tečajih tuje valute,
- premiji, ki jo je treba plačati kot ceno za sklenitev opsijske pogodbe,
- zapadlostih prodajnih in nakupnih opcij, ki so standardizirane.

Poznamo več vrst opcij. Osnovna delitev je na prodajne in nakupne. Nakupna (call) opcija daje kupcu pravico, da v prihodnosti kupi tujo valuto po izvršilni ceni, prodajna (put) opcija pa daje imetniku pravico, da v prihodnosti proda tujo valuto po izbrani izvršilni ceni. Opcija

je lahko evropska ali ameriška. Pri ameriški ima kupec opcije možnost prodati ali kupiti določeno valuto v določenem roku na katerikoli dan do zapadlosti, pri evropski inačici se možnost določi za točno določen dan v prihodnosti in samo takrat se opcija lahko vnovči, ali pa ne.

Cena opcije oziroma njena premija je v prvi vrsti odvisna od cene osnovnega instrumenta in z njim povezane nestanovitnosti. Zelo pomemben je tudi rok do dospelja opcije in trenutna raven obrestnih mer. Vrednost opcije je odvisna tudi od izvršilne cene, oziroma od vsakokratne razlike med izvršilno ceno in tržno ceno osnovnega instrumenta. V nadaljevanju si bomo pogledali te dejavnike.

- Trenutna tržna cena osnovnega instrumenta (S) – višja kot je tržna cena osnovnega instrumenta, večja je verjetnost, da bo višja tudi od izvršilne cene opcije, kar povečuje vrednost nakupnih opcij in zmanjšuje vrednost prodajnih opcij.
- Izvršilna cena (X) – pri nakupnih opcijah želimo kupovati po čim nižji ceni, zato se premija nakupne opcije z višanjem izvršilnih cen zmanjšuje. Nasprotno pa ima višja izvršilna cena za prodajno opcijo večjo vrednost (prodamo lahko po višji ceni), zato so prodajne opcije z višjo izvršilno ceno dražje od tistih z nižjo.
- Netvegana obrestna mera (r) – višja obrestna mera pomeni manjšo sedanjo vrednost izvršilne cene po diskontiranju, zato z višanjem obrestne mere narašča premija nakupne opcije. Za prodajno opcijo velja nasprotno – njena izvršilna cena, s tem pa tudi vrednost oziroma premija, padata z višanjem obrestnih mer.
- Čas do zapadlosti (T) – daljši čas do zapadlosti večja vrednost tako prodajnim kot nakupnim opcijam. Tudi če je v nekem trenutku opcija nedonosna, cena osnovnega instrumenta pa dovolj nestanovitna, obstaja verjetnost, da bo opcija postala dobičkonosna. Več kot je časa do zapadlosti, večja je verjetnost, da bodo morali prodajalci na zahtevo kupcev izpolniti opsijsko pogodbo, zato zahtevajo višjo premijo.
- Nestanovitnost (δ) – nestanovitnost tržne cene osnovnega instrumenta zvišuje premije tako nakupnim kot prodajnim opcijam. Večja nestanovitnost pomeni večjo verjetnost, da bo tržna cena osnovnega instrumenta višja od izvršilne cene (nakupna opcija) oziroma da bo nižja od le-te (prodajne opcije).

Pri trgovanju z opcijami se uporabljajo tri različne cene:

- *izvršilna cena* – je cena, po kateri je tujo valuto mogoče kupiti pri nakupni opciji oziroma prodati pri prodajni opciji,
- *premija* – je strošek, ki ga mora kupec opcije plačati njenemu prodajalcu za ugodnosti, ki mu jih opcija ponuja (le-to je treba plačati vnaprej),
- *cena na promptnem trgu* – je dejanski promptni devizni tečaj.

Ko primerjamo trenutno veljaven promptni tečaj z izvršilno ceno opcije, je ta lahko:

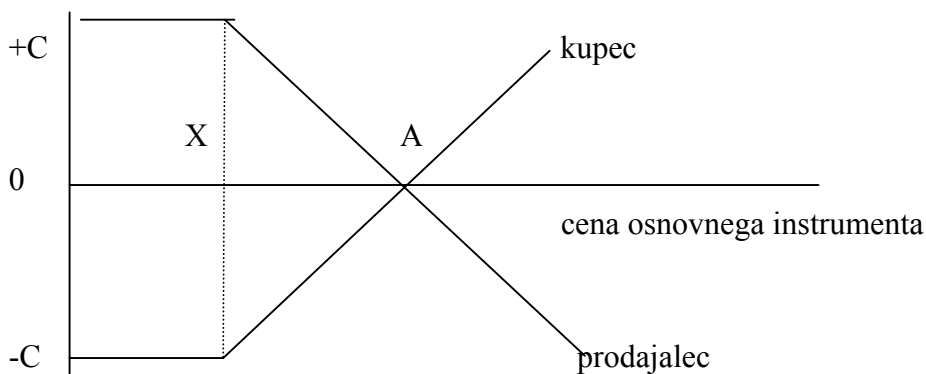
- »*in the money*«, kar pri prodajni opciji pomeni, da je promptni tečaj nižji od izvršilnega, pri nakupni pa, da je promptni tečaj višji od izvršilnega, torej bi imetnik opcije z njeno izvršitvijo pred zapadlostjo ustvaril dobiček.
- »*out of the money*«, kar pri prodajni opciji pomeni, da je promptni tečaj višji od izvršilnega, pri nakupni pa, da je promptni tečaj nižji od izvršilnega, torej bi bil imetnik opcije na boljšem, če bi menjavo tuje valute izvršil po trenutnem promptnem tečaju.
- »*at the money*«, kadar sta izvršilna in promptna cena na trgu enaki. V tem primeru realizacija opcije kupcu sicer ne prinese dobička, ravno tako pa zanj ne pomeni izgube.

Glede na to, da je nakupne in prodajne opcije mogoče bodisi kupiti bodisi prodati, obstajajo štiri osnovne možnosti uporabe opcij:

- nakup nakupne opcije,
- prodaja nakupne opcije,
- nakup prodajne opcije,
- prodaja prodajne opcije.

Vsaka od zgoraj omenjenih opcij prinaša različni finančni izid tako za kupca kot prodajalca. Te bodo prikazane s pomočjo naslednjih diagramov.

Slika 1: Diagram dobička/izgube kupca in prodajalca nakupne opcije



C – premija za nakupno opcijo

X – izvršilna cena opcije

A – prag rentabilnosti

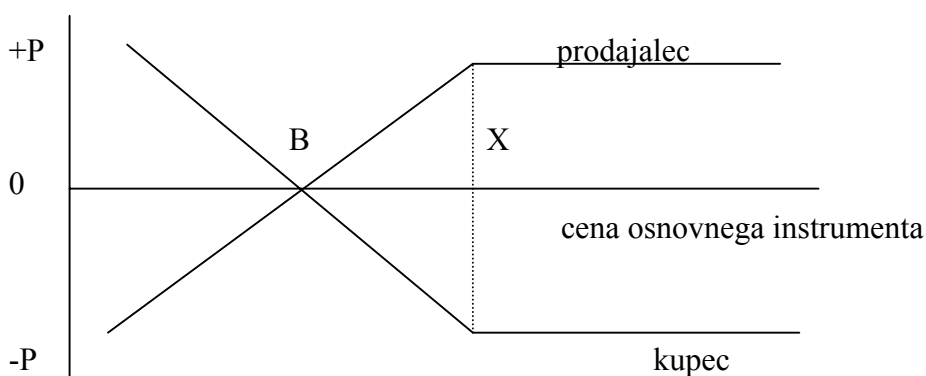
Vir: Kidwell, Peterson, Blackwell, 1997, str. 351.

Kupec nakupne opcije ima pravico, da na dan zapadlosti opcije kupi določeno blago po vnaprej določeni izvršilni ceni X. Ob nakupu pogodbe plača premijo C, ki kupcu predstavlja maksimalno potencialno izgubo (v primeru neizkoriščenja opcije), medtem ko je potencialni

dobiček neomejen, oziroma je enak razliki med tržno ceno osnovnega instrumenta na dan zapadlosti in izvršilno ceno opcije, zmanjšani za znesek premije. Točka A označuje prag rentabilnosti in vsak nadaljni porast cene osnovnega instrumenta povečuje dobiček kupca opcije.

Če bo torej tržna cena osnovnega instrumenta višja od izvršilne cene, bo imetnik opcijo vnovčil, sicer jo bo pustil neizkoriščeno. S tem bo zmanjšal svojo izgubo zaradi plačane premije. Če pa bo tržna cena osnovnega instrumenta višja od praga rentabilnosti ($X+C$), bo kupec z izvršitvijo opcije ustvaril dobiček. Samo v primeru, da bo tržna cena instrumenta nižja od tega, bo prodajalec opcije realiziral dobiček, in sicer največ v višini prejete premije C . Takoj ko bo cena instrumenta presegla izvršilno ceno, bo njegov dobiček začel upadati, na pragu rentabilnosti (točka A) dosegel vrednost 0, nato pa se nadaljuje polje izgub, ki je teoretično neomejen.

Slika 2: Diagram dobička/izgube kupca in prodajalca prodajne (put) opcije



P – premija za prodajno opcijo

X – izvršilna cena opcije

B – prag rentabilnosti

Vir: Kidwell, Peterson, Blackwell, 1997, str. 351.

Prodajalec prodajne opcije je obvezan, da na željo kupca, od katerega je dobil premijo P , po vnaprej določeni izvršilni ceni (X) na dan zapadlosti odkupi osnovni instrument, na katerega se glasi opcija. Kot je razvidno iz Slike 2, je prag rentabilnosti (točka B) za kupca in prodajalca prodajne opcije enak razliki med izvršilno ceno (X) in premijo (P). Če bo torej tržna cena osnovnega instrumenta nižja od praga rentabilnosti (B), bo kupec svojo opcijo vnovčil. Natančneje, na trgu bo kupil osnovni instrument po nižji ceni in ga prodal po (višji) izvršilni ceni ter tako ustvaril pozitivno razliko.

Iz zgornjih diagramov lahko torej razberemo naslednje zakonitosti: kupec opcije ima vedno omejeno izgubo, ki je v najslabšem primeru enaka plačani premiji. Nasprotno ima prodajalec

vedno omejen potencialni dobiček, ki je enak prejeti premiji. Opcije so torej igre z ničelno vsoto, saj je dobiček kupca nujno izguba za prodajalca in obratno.

Če primerjamo uporabo opcij z drugimi zunanjimi tehnikami zaščite pred izpostavljenostjo tečajnemu tveganju, lahko ugotovimo, da je uporaba opcij sicer dražja, vendar v nekaterih situacijah bolj priporočljiva tehnika zaščite. Stroški nakupa opcije so znani; to je premija, ki jo mora kupec opcije plačati ob sklenitvi pogodbe s prodajalcem. Na drugi strani terminske pogodbe nimajo eksplicitnih stroškov.

Če uporabljamo terminske pogodbe za zaščito izpostavljenosti devizne pozicije, zaklenemo donos in na ta način izničimo možnost za tečajne izgube, prav tako pa ne moremo uživati tečajnih dobičkov v primeru ugodnega gibanja promptnega tečaja. V primeru nakupa opcij temu ni tako. Izguba je omejena na plačilo premije, izredne dobičke iz naslova tečajnih razlik pa lahko realiziramo tako, da opcije ne izvršimo ter valuto zamenjamo po trenutno veljavnem promptnem tečaju, ki je ugodnejši od izvršilne cene opcije.

Valutne zamenjave: z zamenjavo razumemo transakcijo, pri kateri gre za sočasen nakup in prodajo določene količine tuje valute na dveh segmentih deviznega trga z različnima dnevnoma valutacije. Gre za kombinacijo promptnega nakupa (ali prodaje) in istočasno terminske prodaje ali nakupa le-tega.

Termin zamenjava pa ima v povezavi z mednarodnimi financami tri pomena (Redhead, Hughes, 1988, str. 223):

- promptni nakup in istočasno terminsko prodajo valute,
- istočasno posojilo v dveh različnih valutah,
- zamenjava obveznosti, izražene v eni valuti, za obveznost, izraženo v drugi valuti. Stranki se dogovorita za zamenjavo glavnice obveznosti in/ali anuitetnih plačil oziroma obresti. To storita tako, da določita znesek glavnice in tečaj, po katerem se preračuna glavnica v ekvivalenten znesek, izražen v drugi valuti. Ponavadi je to promptni tečaj.

Zadnji od treh pomenov predstavlja instrument, ki omogoča dolgoročno zaščito izpostavljenih deviznih pozicij, hkrati pa udeležencem pušča proste roke pri izbiri virov financiranja. Mednarodno podjetje, ki razmišlja o investiciji v tujini, ima največkrat lažji dostop do cenejših virov kapitala doma. Zato si izposodi znesek v domači valuti, ga zamenja v tujo valuto in kupi osnovna sredstva v tujini. Z vidika računovodske, kot tudi ekonomske izpostavljenosti, ima torej podjetje nezaščiten devizno pozicijo, saj:

- ima sredstva izražena v tuji, obveznosti do virov sredstev pa v domači valuti,
- bodo prilivi iz naslova dejavnosti tuje podružnice izraženi v tuji valuti, amortizacijski načrt odplačevanja posojila za nakup osnovnih sredstev pa se glasi na domačo valuto.

Razlogi, da podjetje ne more priti na vseh trgih do enako ugodnih virov sredstev, so lahko različni. Na nekaterih kapitalskih trgih se nerezidenti sploh ne morejo zadolževati ali pa so podjetja manj znana in imajo zato zunaj meja matične države slabši kreditni »rating« ipd.

Če se podjetje ne more ali ne želi zadolžiti v tujini, lahko zmanjša izpostavljenost tečajnemu tveganju na ta način, da najde neposredno ali preko banke podjetje z nasprotno pozicijo. Če na primer slovensko podjetje odpre podružnico v Ameriki in se za njeno izgradnjo zadolži pri eni od slovenskih poslovnih bank v višini 100 mio. slovenskih tolarjev, hkrati pa neko ameriško podjetje načrtuje investicijo na slovenskem trgu v višini 5 mio. ameriških dolarjev, za katero je dobilo posojilo pri ameriški banki, lahko slovensko podjetje odplačuje dolg v ameriških dolarjih namesto ameriškega podjetja, ameriško pa prevzame tolarsko obveznost do slovenske poslovne banke. Na ta način obe podjetji uskladita valuto svojih donosov in obveznosti ter zmanjšata izpostavljenost tečajnemu tveganju, v primeru popolnega ujemanja zneskov in rokov odplačevanja posojil pa jo celo odpravita. V kolikor kot posrednik pri valutni zamenjavi nastopa banka, niti ni nujno, da stranki vesta druga za drugo, še zlasti pa nobene spremembe ne zaznajo upniki obeh osnovnih poslov.

Poglavitni prednosti valutnih zamenjav sta torej njihova dolgoročnost ter dejstvo, da gre za izvenbilančno metodo zaščite pred izpostavljenostjo tečajnemu tveganju, ki ne vpliva na kreditno sposobnost podjetja.

5. SID IN ZAVAROVANJE PRED TEČAJNIM TVEGANJEM V SLOVENSKIH PODJETJIH

5.1. KRATKA PREDSTAVITEV SLOVENSKE IZVOZNE DRUŽBE

Slovenska izvozna družba (SID), družba za zavarovanje in financiranje izvoza Slovenije, d. d., Ljubljana, je bila ustanovljena in vpisana v sodni register oktobra 1992 na podlagi Zakona o družbi za zavarovanje in financiranje izvoza Slovenije (ZDZFI), ki je bil sprejet v juniju 1992, nato pa spreminjan in dopolnjevan v letih 1993, 1995, 1997 in 1999 (Uradni list RS, št. 32/92, 37/95, 34/96, 31/97 in 99/99).

Ustanovila jo je Republika Slovenija, ki je s skoraj 90-odstotnim deležem kapitala njen večinski lastnik. Ostali delničarji so banke, Gospodarska zbornica Slovenije in več slovenskih podjetij. V sodni register je bila vpisana kot posebna finančna ustanova za pospeševanje izvoza slovenskih izdelkov in storitev. Poleg izvoza blaga in storitev pospešuje in vzpodbuja tudi vlaganja slovenskih podjetij v tujini.

Poslovanje SID-a temelji na načelih varnosti, rentabilnosti, likvidnosti in kakovostnega opravljanja storitev. Upošteva mednarodne standarde, pravila in običaje, ki veljajo na

področju zavarovanja in financiranja izvoza, pa tudi splošna zavarovalna načela zavarovateljev izvoznih kreditov.

SID opravlja različne dejavnosti, med katerimi so:

- zavarovanje izvoznih kreditov in vlaganj slovenskih podjetij v tujini pred nekomercialnimi tveganji,
- zavarovanje izvoznih kreditov pred srednjeročnimi komercialnimi in drugimi »nemarketabilnimi« tveganji,
- zavarovanje pred tveganji sprememb vrednosti valut,
- tehnična in strokovna opravila v zvezi z državnim regresiranjem obrestnih mer,
- zavarovanje kratkoročnih izvoznih kreditov pred komercialnimi tveganji in
- financiranje izvoznih poslov in izdajanje garancij.

Storitve SID-a so s strani slovenskih izvoznikov vse bolj cenjene, saj jim omogočajo varnost poslovanja, boljše upravljanje s tveganji in možnost ponujanja ugodnih kreditnih pogojev. To je za mala gospodarstva, ki morajo biti odprta, bistvenega pomena za njihov razvoj in vpetost v mednarodne gospodarske tokove.

5.2. ZAVAROVANJE PRED TEČAJNIM TVEGANJEM

Spremembe vrednosti valut, zlasti v sistemu drsečega tečaja tolarja, so za izvoznike tveganje, ki ga ne morejo nadzirati. Izgube zaradi neugodnih gibanj tečajev ogrožajo rentabilnosti poslov, to pa neposredno vpliva na zmanjšanje konkurenčnosti izvoznikov. Zavarovanje pred tečajnim tveganjem ohranja realno vrednost izvoženega blaga in storitev, zaradi česar je načrtovanje bodočih prilivov bolj zanesljivo.

Izvozniki lahko s sklenitvijo tovrstne pogodbe pri SID zavarujejo pred tečajnim tveganjem ves svoj izvoz, in to za daljši čas, česar drugi finančni, praviloma kratkoročni instrumenti ne omogočajo. V nasprotju s terminskimi pogodbami (futures) in bančnimi (OTC) terminskimi posli (forward) zavarovanje SID še dodatno omogoča izvozniku, da je lahko udeležen tudi pri morebitnem tečajnem dobičku, pri čemer sam vnaprej izbere, kakšen delež dobička želi zase in kakšen delež bo ostal SID-u. Dogovorjeno delitveno razmerje vpliva tudi na višino premije. Tečajna nihanja SID ugotavlja tako, da primerja podjetniški tečaj (tolarja na evro) na dan plačila z zavarovanim tečajem.

Pomembno pa je pojasnilo SID-a, da trenutno oziroma do zagotovitve ustreznih sredstev s strani države te storitve ne izdaja.

5.3. ZAVAROVANJE PRED TEČAJNIM TVEGANJEM V SLOVENSКИH PODJETJIH

Slovenska podjetja imajo različne prijeme pri zavarovanju pred tečajnim tveganjem. Krka in Lek ne uporabljata terminskih pogodb (futures in forward), ampak le t. i. bilančno zavarovanje (balance sheet hedging). To načelo temelji na zneskovni in terminski usklajenosti terjatev in obveznosti podjetja. Nasprotno pa v Petrolu, kjer je poleg valutnega tveganja tudi tveganje spremembe tečaja nafte oziroma njenih derivatov, uporabljajo pogodbe forward in valutne opcije.

Krka večino svojih izdelkov proda v tujini. Okoli dve tretjini izvoza jim kupci plačajo v dolarjih, tretjino pa v valuti evropske denarne unije. Za plačila dobaviteljem v tujini porabijo manj dolarjev, kot jih prejmejo, zato del dolarskih prilivov prodajo na slovenskem deviznem trgu – večinoma za tolarje. Pred tečajnim tveganjem se zavarujejo z najemanjem dolgoročnih dolarskih posojil. Tako povečujejo prihodnje dolarske obveznosti in s tem zmanjšujejo razliko med prihodnjimi prilivi in odlivi v omenjeni valuti. Zavarovanj pred tečajnimi tveganji na podlagi posameznih poslov – terminskih prodaj in nakupov deviz (pogodb forward), futuresov in drugih instrumentov za zavarovanje pred tečajnimi tveganji – trenutno ne sklepajo.

Lek fakturira približno tri četrtine svoje prodaje v tujih valutah, predvsem v dolarju in evru. Poslovna skupina je izpostavljena zlasti tveganju gibanj tečajev dolarja in nekaterih drugih lokalnih valut na njihovih najpomembnejših trgih. Na podlagi ocene izpostavljenosti so pripravili strategijo zavarovanja. Družba predvsem skrbi za optimalno časovno in valutno pokritost z odlivi po posameznih valutah in s tem odstrani del tveganja. Skladno s tem so že spremenili politiko fakturiranja do nekaterih partnerjev. Neto izpostavljenost zavarujejo z drugimi tehnikami in instrumenti, ki jih potrди uprava družbe. V zadnjem času so del tveganja zavarovali predvsem na lokalnih denarnih trgih z najemom dolga v lokalnih valutah, niso pa zavarovali svoje izpostavljenosti s pogodbami forward ali podobnimi instrumenti.

Petrol kupuje naftne derivate na svetovnem trgu po svetovnih pogojih v dolarjih in prodaja na domačem trgu v tolarjih. Tako je s svojo dejavnostjo izpostavljen tveganju spremembe tečaja med tolarjem in dolarjem (tečajno tveganje) in spremembe cen nafte in derivatov (cenovno tveganje). Zaradi zamude plačil v tujini je Petrol izpostavljen tečajnemu tveganju, to je tveganju spremembe tečaja med tolarjem in dolarjem, od nastanka poslovnega dogodka do plačila. Glavni cilj zavarovanj je doseganje tečajev, kot jih priznava model oblikovanja cen in s tem zavarovanje marže. Dnevno varujejo vse dolarske nabave, zmanjšane za vrednost dolarskih naložb Petrola, da bi dosegli nevtralne dolarske pozicije. Za zavarovanje tečaja dolarja dnevno sklepajo pogodbe forward z bankami. Uporabljajo predvsem terminske instrumente evro-dolar, pa tudi tolar-dolar, tolar-evro in valutne opcije.

6. IZPOSTAVLJENOST TEČAJNEMU TVEGANJU V PODJETJU VOGA d. o. o.

Namen tega poglavja je na dejanskih podatkih v nekem izbranem obdobju prikazati praktičen primer majhnega podjetja in njihov vidik na zavarovanje pred tečajnim tveganjem. Najprej bodo prikazane značilnosti poslovanja in praksa obvladovanja tečajnega tveganja. Na koncu bo oblikovana strategija in politika za zaščito izpostavljenosti tečajnemu tveganju v omenjenem podjetju.

6.1. PREDSTAVITEV PODJETJA

Podjetje Voga, družba z omejeno odgovornostjo, je bilo ustanovljeno leta 1992 v mesecu novembru s prvotnim namenom uvoza in prodaje pisarniških stolov iz Italije, za prodajo predvsem na slovenskem trgu. Zaradi specifičnosti trga – veliko različnih manjših kupcev od katerih ima vsak od njih potrebe po različnih modelih oziroma barvah stolov – se je pojavila potreba po izdelovanju stolov iz komponent, ki so bile prav tako iz uvoza. Na teh osnovah je podjetje začelo s sestavljanjem in tapiciranjem stolov v začetku leta 1994. Na tem trgu je bila konkurenca zelo močna in celo v porastu, zato je podjetje začutilo potrebo po novih spremembah, saj je kljub maksimalnemu prilagajanju ostajalo čedalje manj dodane vrednosti.

Podjetje je tako začelo s pregledom trga in iskanjem tržnih niš na področju pohištva. Na podlagi teh analiz se je podjetje konec leta 1994 odločilo za investiranje v proizvodnjo kovinskih podnožij pohištva. Podjetje si je zagotovilo konkurenčnost nasproti sorodnim proizvajalcem prav z investiranjem v različna orodja za izdelavo prej omenjenih kovinskih podnožij. Zaradi velike proizvodnje in prodaje že v prvem letu nove dejavnosti (1995), so se vsi kazalci uspešnosti nagibali v smer profesionalne proizvodnje samo podnožij za pisarniško pohištvo. Prav to je bil vzrok, da je podjetje v drugi polovici leta 1996 predalo celotno proizvodnjo, prodajo in logistiko za stole drugemu podjetju, katero se je v Sloveniji že uveljavilo s prodajo tovrstnih izdelkov. Ta odločitev je bila pomembna zaradi omejenih kapacitet proizvodnje in velikosti podjetja. S to prodajo je podjetje Voga d. o. o. sprostilo kapacitete in tako v naslednjem letu (1997) naredilo velik korak naprej v razvoj novih artiklov ter pričetkom izvoza svojih lastnih izdelkov na zahtevna tuja zahodna tržišča. K lažjemu preboju na evropske trge je pripomogla predvsem lastna predstavitev na tujih sejmih, kot so sejem v Salzburgu in Kolnu.

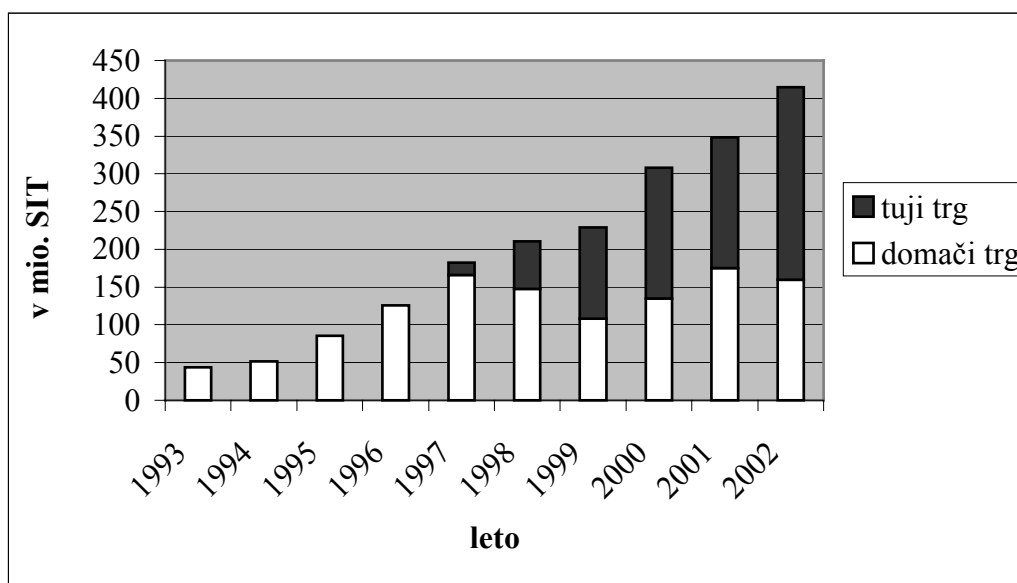
V zadnjih letih se podjetje ukvarja predvsem z lastnim razvojem novih izdelkov ter širjenjem prodajne mreže preko zastopnikov v tujih državah. Za proizvodnjo je pomembno, da temelji na izdelkih, kateri so plod lastnega razvoja, ki temelji na oblikovanju ter edinstvenih tehničnih rešitvah. Podjetje določene izdelke modelno zaščiti, prijavljeno pa ima tudi že nekaj patentov za tehnične rešitve posameznih sklopov.

Podjetje ima sedež na Adamičevi 30 v Grosupljem, kjer ima pisarne ter še dve dislocirani enoti – primarna proizvodnja ter montaža in skladiščenje – na Industrijski cesti 5 v Grosupljem. V podjetju je tako danes zaposlenih 16 delavcev ter številni kooperati, ki so neposredno povezani s celotnim razvojem in logistiko podjetja. Podjetje se lahko pohvali s spretno izvedeno organizacijo vezave proizvodnje s kooperacijo, kar pomeni, da kooperantom pripravlja ves material s spremno dokumentacijo, ki je potrebna za nemoten potek delovnih procesov skozi vse faze proizvodnje do končnega izdelka.

6.2. POSLOVANJE PODJETJA

V spodnji sliki so predstavljeni prihodki od prodaje podjetja Voga d. o. o. v določenih letih. Za leto 2002 sem vzela realizirane podatke za prvo polletje in tako izračunala celotne prihodke, ob predpostavki, da bi bila prodaja v drugem polletju enaka kot v prvem. Na isti sliki lahko vidimo tudi strukturo prodaje, ki pokaže, da prodaja narašča, povečujeta pa se tako domači kot tudi tuj trg.

Slika 3: Prihodki od prodaje v obdobju od 1993 do 2002 (v mio. EUR)



Vir: Interni podatki podjetja Voga d. o. o.

Na podlagi podatkov iz Slike 3 lahko vidimo, da je podjetje Voga d. o. o. prisotno tako na domačem, kot tudi tujem trgu. Tuji trgi pomenijo, da podjetje dobi plačila v tuji valuti, kar pomeni, da je podjetje občutljivo na spremembo deviznih tečajev, kajti te spremembe se nujno odražajo v njegovem rezultatu poslovanja. V primeru izvoznika je tako nevarno povečanje vrednosti domače valute, ki pomeni manjšo iztržbo v svoji valuti, kot je bilo ob sklenitvi posla načrtovano. Nevarnost za uvoznika pa je zmanjšanje vrednosti domače valute, ki pomeni večje izdatke za uvoženo blago, kot je bilo sprva načrtovano. Kot sem že dejala, je podjetje Voga d. o. o. tako uvoznik kot tudi izvoznik, kar pomeni, da je zanj pomembno tako

povečanje, kot tudi zmanjšanje vrednosti domače valute. Cenovna konkurenčnost blaga pomeni, da je za podjetje, kot je Voga d. o. o. pomembno gibanje deviznih tečajev, saj depreciacija tuje valute pomeni, da bo blago, ki ga bodo izvozili, za uvoznike dražji, kar se lahko pokaže v manjših naročilih v prihodnje.

Uvozniki so tako prisiljeni oblikovati cene izdelkov, s tem da upoštevajo spremembo vrednosti tečaja njihove plačilne valute. V kolikor je uvoznikova plačilna valuta izredno variabilna in je težko napovedati njeno vrednost ob zaključku nabavnega posla, se je modro zateči k uporabi zaščitnih instrumentov za minimiranje tečajnih izgub ali pa v pogajanjih z dobavitelji doseči uporabo manj variabilne plačilne valute. Prav zaradi tega, ker podjetje Voga d. o. o. posluje s trdno valuto (evro), se podjetju ne zdi smiselno uvajati posebnega sektorja, ki bi skrbel za zaščito pred izpostavljenostjo tečajnemu tveganju. Prav tako vemo, da je za manjša podjetja značilno, da za postopno uvajanje in izpopolnjevanje na področju zavarovanj pred izpostavljenostjo tečajnemu tveganju, ni ne časa ne denarja.

Menim, da bi se podjetje moralo zavedati izpostavljenosti tečajnemu tveganju in kaj v tej smeri tudi narediti. Ko se podjetje odloči, da bo tekoče spremljalo in uravnavalo svojo devizno izpostavljenost, potrebuje za to čas od treh do šest mesecev, da se primerno organizira in uvede ustrezne postopke. Glede na proizvodnjo in realizirane investicije se navadno devizna izpostavljenost pojavi že nekaj let prej, preden se le-ta stvarno odrazi v računovodstvu.

Da podjetje ugotovi svojo devizno izpostavljenost, ni dovolj, da tuja sredstva in vire primerja na določen dan. Tok tujih valut, ki izvira iz transakcij vpliva na sredstva in vire, tako da je potrebno upoštevati določeno časovno obdobje. Sredstva in obveznosti do virov sredstev so v času izpostavljeni tečajnim tokovom in razlike med prilivi in odlivi pravzaprav predstavljajo izpostavljenost podjetja v kateremkoli danem časovnem obdobju.

V podjetju Voga d. o. o. sem opazila, da podjetje, čeprav je izpostavljeno tečajnemu tveganju, bolj pazi na velikost zaslужka kot na devizne izgube, ki pri tem nastanejo. Podjetje, ki vstopi v mednarodno okolje, gre navadno skozi štiri faze. Ko začne trgovati, ne posveča pozornosti odpravi tečajnega tveganja, kajti v začetku navadno ne razpolaga z ustreznim znanjem o tečajnem tveganju in postopkih za zavarovanje. To obdobje je še posebej nevarno za mala podjetja, ki so na ta način izpostavljena velikim izgubam iz naslova tečajnih razlik. Menim, da je podjetje Voga d. o. o. prav v tej fazi. Edina sreča, ki jo ima v poslovanju pa je, da razmere na deviznem trgu niso presenetljive in jih je podjetju do sedaj uspelo uspešno predviditi.

V drugi fazi se podjetje začne zavedati nevarnosti izgub iz naslova tečajnih tveganj in seveda tudi možnosti, kako se zavarovati proti njim. Navadno je odziv tak, da podjetje želi 100 % zavarovati tečajno tveganje. To bi za podjetje pomenilo, da bi ob popolnem pokrivanju transakcijskega tveganja bilo izpostavljeno vse bolj ekonomskemu tveganju, kar bi pomenilo, da bi postajalo nekonkurenčno.

V tretji fazi podjetje selektivno obravnava tečajna tveganja in valute v katerih posluje. Tveganje pri izbranem pristopu se začne ponavljati pri napačni oceni časa in smeri gibanja valute.

V zadnji fazi podjetje začne delovati na deviznem trgu ne samo z namenom, da se zavaruje pred tečajnim tveganjem, temveč, da bi s špekulativnimi posegi in akcijami tudi nekaj zaslužilo. V tej fazi trguje podjetje z devizami kot s svojim proizvodom, vendar je nevarnosti tukaj mnogo več in so lahko za podjetje usodne.

6.3. VODENJE ZAŠČITNE POLITIKE

Kot že rečeno, se v podjetju Voga d. o. o. ne ukvarjajo z zaščito pred izpostavljenostjo tečajnemu tveganju. Menijo, da si izgubo iz naslova tečajnih tveganj pridobijo s tem, da si to izgubo že vkalkulirajo v cene izdelkov. Tako si cene izdelkov izračunajo v tuji valuti in te cene veljajo enako za domače kot tudi za tuje kupce. Zanje je pomembna količina, s katero pridobivajo na ekonomijah obsega. Zaradi majhnosti in relativne nepomembnosti v mednarodnem poslovanju države, kot je Slovenija (oziroma njihovi ekonomski subjekti), je poslovanje majhnega podjetja izredno otežkočeno. Prav s tem se je soočilo izbrano podjetje. V prvih letih poslovanja jim dobavitelji iz tujine niso zaupali, kljub bančnim garancijam, ki prinesejo samo dodatne stroške (2 – 3 % zavarovane vsote). To je pomenilo, da so morali repromaterial iz tujine (uvoz) takoj plačati, jih doma dodelati in prodati, tako na domače kot tuje trge. To je za podjetje pomenilo vezavo lastnih sredstev od tri do šest mesecev. Obračanje zalog repromateriala tako znaša od tri do štiri mesece, zaradi visoke finančne nediscipline na slovenskem trgu pa tudi do šest mesecev.

Tudi danes, ko so si zaupanje tujih poslovnih partnerjev že pridobili, še vedno vodijo plačilno politiko kot doslej. Poslovni partnerji jim omogočajo posebne popuste v primeru takojšnjih plačil, kar podjetje Voga d. o. o. izkorišča, saj ima podjetje dovolj lastnih sredstev, ki so vezana v celoten proces, tako da stroškov izposojanja pri domačih ali tujih bankah ni.

Proces širitve EU predvideva, da bo Slovenija članica EU leta 2004, kar bi pomenilo, da je najkrajši možni čas, da bi bila tudi članica EMU, leto 2006. Uvesti mora režim trdnega deviznega tečaja oziroma mora imeti dve leti pred vstopom v EMU stabilen devizni tečaj. To pomeni, da mora določiti uraden tečaj tolarja z evrom ali tečaj evra s tolarjem, vendar je dovoljeno nihanje tečaja navzgor in navzdol za 15 %. To pomeni, da bo tečaj evra v Sloveniji še vedno precej nihal. Podjetje mora tako upravljati s tečajnim tveganjem vse do sprejetja Slovenije v EMU. Ko pa bo Slovenija članica EMU, pa bodo odpadli transakcijski stroški, ne bo treba več menjati denarja. Za podjetje Voga d. o. o. to pomeni, da bo odpadlo tečajno tveganje, saj prihajajo poslovni partnerji iz evroobmočja. Podjetje pa bo moralo upravljati s tečajnim tveganjem, ko bo poslovalo zunaj evroobmočja ali pa bo moralo imeti izoblikovano

politiko fakturiranja v evrih, ki bo potem naša nacionalna valuta. S tem, ko bodo cene izražene v istem denarju, bodo tudi odločitve bolj racionalne.

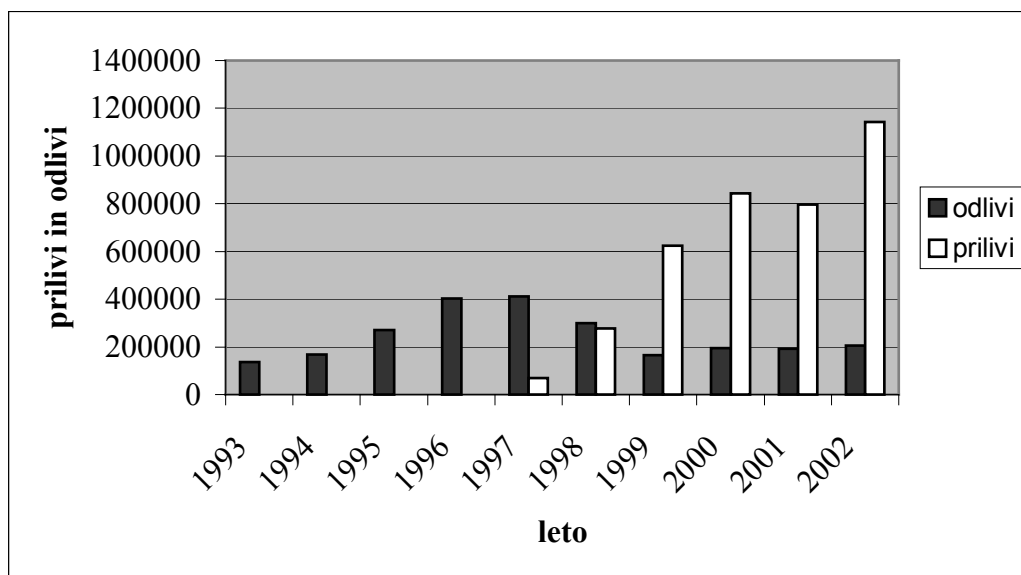
6.3.1. IZRAČUN TEČAJNEGA TVEGANJA

Po obsegu transakcij je za podjetje Voga d. o. o. najpomembnejša valuta evro. V naslednjem grafu bom predstavila primerjavo prilivov in odlivov podjetja v letih od 1993 do 2002.

Na Sliki 4 lahko vidimo približno vrednost prilivov in odlivov v evrih po povprečnem tečaju evra. Tu vidimo devizno pozicijo podjetja, ki je evidenca in izračun vseh deviznih obveznosti in terjatev podjetja. Če bi podjetje imelo del aktive v tujem denarju in se bi to pokrivalo z obveznostmi v istem denarju, podjetje ne bi bilo izpostavljeno tečajnemu tveganju in v tem primeru bi imelo zaprto devizno pozicijo.

V tem primeru lahko vidimo, da so bili odlivi podjetja v letih od 1993 do 1998, saj je bilo podjetje takrat uvoznik, kasneje pa so prilivi podjetja naraščali in so v zadnjih letih mnogo večji kot znašajo odlivi v tujem denarju (evrih), kar pomeni, da ima podjetje odprto devizno pozicijo in je tako izpostavljeno tečajnemu tveganju. Vidimo, da ima podjetje Voga d. o. o. dolgo odprto pozicijo, saj ima na deviznem trgu več terjatev v določeni valuti, kot ima obveznosti v tej isti valuti.

Slika 4: Prilivi in odlivi v podjetju Voga d. o. o. v obdobju od 1993 do 2002



Vir: Interni podatki podjetja Voga d. o. o.

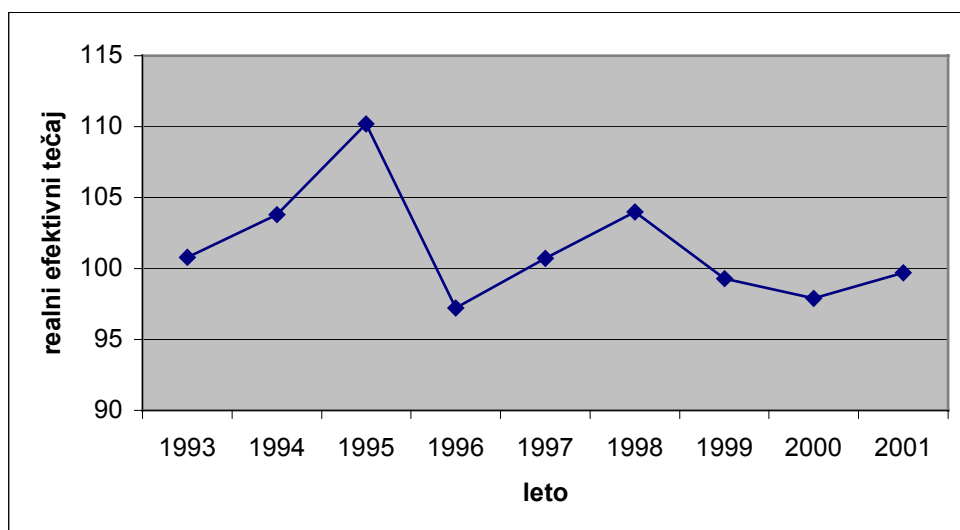
Iz zgornjih tabel je razvidna izpostavljenost podjetja Voga d. o. o. tečajnim tveganjem, kaže se v nesorazmerju med prilivi in odlivi. Tečajno izpostavljenost podjetja Voga d. o. o. zaradi

možne spremembe tečaja evra lahko absolutno določimo tako, da od prilivov v evrih odštejemo odlive v evrih ter pri tem predpostavimo, da se bodo prilivi in odlivi časovno optimalno pokrili. Dobljeni rezultat moramo pomnožiti s faktorjem verjetnosti spremembe tečaja, ki ga določimo na podlagi analize. Če ocenjujemo, da bi evro v enem letu (v letu 2002) lahko spremenil svojo vrednost za 10 %, pridemo do izpostavljenosti v vrednosti 93.722 evrov². To pomeni, da bi bilo treba zavarovati prilive v vrednosti 937.220 evrov, kar bi znašalo po današnjem tečaju evra v tolarjih (228,00 SIT) več kot 210 milijonov SIT. Zavarovanje bi torej moralo zajeti okrog 82 % prilivov v evrih.

Gibanje tečaja evra

Za podroben pregled sledi ponazoritev grafa o gibanju tečaja evra v obdobju 1993 – 2001, iz katerega bo razvidno, da je gibanje evra v tem času prineslo podjetju Voga d. o. o. pozitivne učinke.

Slika 5: Realni efektivni tečaj EUR od 1993 – 2001



Vir: Ekonomsko ogledalo, različne številke.

Iz Slike 5 je razvidno, da je v letih od 1993 do 1995, realni efektivni tečaj tolarja, merjeno z relativnimi cenami življenjskih potrebščin, appreciiral. Glede na to, da je bilo podjetje Voga d. o. o. takrat uvoznik, je bilo to za podjetje dobro. Merjeno z relativnimi cenami življenjskih potrebščin je realni efektivni tečaj tolarja v povprečju depreciral za 0,3 % v letu 1996. Za podjetje Voga d. o. o. kot uvoznika je bila to nevarnost za poslovanje. Sledi ponovno (v letih 1997 in 1998) appreciacija realnega efektivnega tečaja tolarja, kar je za podjetje ugodno. Do leta 2001 sledi depreciacija realnega efektivnega tečaja tolarja. Po letu 1998, ko podjetje zamenja svojo dejavnost in postane izvoznik, se tečaj realnega efektivnega tečaja tolarja giba

² Izračunano po formuli (prilivi – odlivi) * verjetnost spremembe tečaja $((1143500 - 206280) * 0,10 = 93722$ evrov). Če podjetje ni bi zavarovalo prilive v vrednosti 937.220 evrov, bi lahko ob predpostavki, da bi se tečaj gibal v nasprotno smer za 10 %, podjetje utrpelo tečajno izgubo v vrednosti 93.722 evrov.

v dobro poslovanja. Vse to gibanje je imelo za podjetje Voga d. o. o. pozitivne učinke. Kot lahko vidimo iz Slike 5, je v letih po 1996 bilo nihanje realnega efektivnega tečaja tolarja zelo majhno. Tako lahko rečemo, da je Centralna banka Slovenije s stabilnostjo realnega efektivnega tečaja tolarja odpravljala del tečajnega tveganja.

6.4. NAČRT UPRAVLJANJA Z IZPOSTAVLJENOSTJO TEČAJNEMU TVEGANJU

Pri pregledu poslovanja podjetja sem ugotovila, da bi bilo smiselno voditi politiko zaščite pred izpostavljenostjo tečajnim tveganjem. Tako bi podjetju predlagala naslednje izbire zaščitne tehnike, ki bi v razmerah dale najboljše rezultate.

Najprej bom na kratko komentirala možnosti uporabe notranjih tehnik zaščite:

- *nakup oziroma prodaja v določeni valuti*: podjetje plačuje račune in prejema del plačil v tuji valuti, tako da je po mojem mnenju izpostavljenost tečajnemu tveganju manjša kot bi bila v primeru, če bi šlo samo za uvoznika oziroma samo za izvoznika. Podjetje naj še naprej koristi to vrsto zaščite pred izpostavljenostjo tečajnemu tveganju.
- *predčasno plačevanje in/ali namerno zavlačevanje pri plačilu računov* kot instrument zaščite izpostavljenosti pred tečajnim tveganjem, nikakor ni prišlo v poštev, saj sem že prej omenila, da tuji poslovni partnerji potrebujejo nekaj let, da zaupajo drugim poslovnim partnerjem in da se lahko vzpostavi dolžniško – upniško razmerje. Tako podjetju ni preostalo drugega kot da plača račune takoj. Danes pa jim poslovni partnerji nudijo dovolj velike ugodnosti, tako da zaradi dovolj lastnih virov financiranja podjetje izkorišča dodatne popuste pri plačilih po predračunih.
- *ujemanje*: podjetje bi moralo vzpostaviti ravnovesje med prilivi in odlivi v določeni valuti. Devizni račun bi moral biti čimbolj zneskovno in časovno usklajen. V primeru podjetje Voga d. o. o. sem opazila velike presežke tujega denarja na deviznem računu. Podjetje bi lahko to odpravilo z zadolževanjem (in nadaljnim investiranjem), saj bi tako povečevalo obveznosti in s tem zmanjševalo razliko med prihodnjimi prilivi in odlivi v tuji valuti.
- *pobot*: podjetje bi to lahko uporabljalo, če bi jim posamezni tuji partnerji, ki so njihovi dobavitelji repromateriala, odkupili nazaj končne izdelke in bi si podjetji tako samo zaračunavali in plačevali razlike. To v podjetju do sedaj še ni prišlo v poštev, saj se dobavitelji repromaterialov ne ukvarjajo s prodajo tovrstnih izdelkov.

Uporaba zunanjih tehnik pa je:

- *terminska pogodba*: je zaradi narave posla oziroma transakcij najbolj primerna zunanja tehnika zaščite za devizne pozicije proučevanega podjetja. Pri naročanju

repromateriala gre namreč za kratkoročne transakcije z gotovim obsegom, ki se pojavljajo razmeroma redko (enkrat mesečno). To tehniko zaščite bi podjetju predlagala v primeru, ko ne bi plačevali repromateriala takoj oziroma po predračunu. Zaradi omenjenih razlogov je ta tehnika sedaj neprimerna oziroma nepotrebna.

- *standardiziranih finančnih terminskih pogodb in opcij* v pravem pomenu besede na slovenskem finančnem trgu nihče ne ponuja. Če pa jih že, je njihova cena neprimerna, obseg poslovanja pa jim ne zagotavlja likvidnosti.

Iz navedenega lahko torej zaključim, da je upoštevajoč omejitve, specifične za slovenski finančni trg, uporaba deviznih terminskih pogodb edina logična izbira za zaščito pred izpostavljenostjo deviznemu tveganju.

7. SKLEP

Tečajnemu tveganju se pri vključevanju v mednarodne trge ne moremo izogniti. Zato pa obstajajo različni postopki in tehnike zaščite pred izpostavljenostjo tečajnemu tveganju, s katerimi se da te učinke zmanjšati ali celo odpraviti.

Spoznali smo nekatere najpomembnejše in najpogosteje uporabljene izvedene finančne instrumente, kot so standardizirane in nestandardizirane terminske pogodbe, opcije in valutne zamenjave. Poleg teh zunanjih tehnik pa smo spoznali tudi nekaj notranjih tehnik zaščite, ki so najcenejše, če narava poslovanja to dopušča. Videli smo, da v teoriji obstaja veliko odgovorov na vprašanja, povezana z zaščito pred izpostavljenostjo tečajnemu tveganju.

Za proučevano podjetje je značilno, da so s popolnostjo in dovršenostjo svojih izdelkov v samem vrhu ponudnikov tovrstnih izdelkov. To pomeni, da niso konkurenčno in cenovno občutljivi, tako da lahko del tečajnih tveganj z modifikacijo poslovnih politik prevalijo na končnega kupca, ne da bi se to poznalo pri prodajnem rezultatu.

Od leta 2004 naprej lahko pričakujemo širitev Evropske unije (EU) na države srednje in vzhodne Evrope, kateri bo sledila postopna integracija teh držav v Gospodarsko in denarno unijo (EMU). Izpolnjevanje kriterija stabilnega tečaja zahteva od držav dvoletno sodelovanje v mehanizmu deviznih tečajev ERM II, ki predstavlja sistem fiksnih tečajev z določeno centralno pariteto nacionalnih valut v razmerju do evra in $\pm 15\%$ pasom nihanja. Poglavitna značilnost, ki bo vplivala na politiko deviznega tečaja v državah kandidatkah v obdobju do vstopa v EMU, je trend apreciacije realnih deviznih tečajev v teh državah. Pri dohitevanju držav EU hitrejša rast produktivnosti v državah kandidatkah povzroča dolgoročen trend apreciacije realnih deviznih tečajev njihovih valut, ki bo prisoten vse dokler bodo obstajale razlike v razvitosti (merjeno z BDP na prebivalca) med državami kandidatkami in povprečjem EU. Realna apreciacija se lahko kaže bodisi skozi višje stopnje inflacije, kar bi lahko vodilo v

neizpolnjevanje inflacijskega kriterija, bodisi skozi nominalno apreciacijo tečaja, kar bi lahko v kombinaciji s kapitalskimi pritoki ogrozilo stabilnost deviznega tečaja v okviru ERM II. Na drugi strani pa imamo kapitalske pritoke, ki jih v državah kandidatkah lahko pričakujemo zaradi liberalizacije kapitalskega računa in integracijskega učinka ob vstopu v EU, v obdobju do dokončanja strukturnih reform pa tudi zaradi privatizacije državnega premoženja v občutljivih sektorjih. Kapitalski pritoki lahko povečajo pritiske na apreciacijo realnega deviznega tečaja nad ravnotežno apreciacijo, ki izvira iz rasti produktivnosti.

Slovenija bo morala uvesti režim trdnega deviznega tečaja, kar pomeni, da bo država uradno določila tečaj evra s tolarjem ali tolarja z evrom, vendar je dovoljeno nihanje $\pm 15\%$. Ta razpon je pri režimu trdnega deviznega tečaja tako velik, da bo tečaj evra lahko v Sloveniji še vedno precej nihal. Prav zaradi tega, je v tem obdobju za podjetje Voga d. o. o. pomembno upravljanje s tečajnim tveganjem. Potem, ko bo Slovenija članica EMU, bo poslovanje podjetja poenostavljeno, saj bo evro naša nacionalna valuta. Za podjetje Voga d. o. o., ki največ proda na območje EU, to pomeni dodatne ugodnosti, saj bo, poleg transakcijskih stroškov, odpadlo tudi tečajno tveganje. Vse cene bodo izražene v istem denarju, kar bo omogočalo tudi bolj racionalne odločitve.

LITERATURA

1. Eitman David K., Stonehill Arthur I.: Multinational Business Finance. Second edition. Massachusetts: Addison – Wesley Publishing Company, 1979. 610 str.
2. Ješovnik Peter: Evropska Unija, zgodovina, ustanove, politike in evropski model družbe. Koper: Visoka šola za management, 2000. 245 str.
3. Kidwell David S., Peterson Richard L., Blackwell David W.: Financial Institutions, Markets and Money. 6.izdaja. Orlando: The Dryden Press, 1997. 766 str.
4. Kocič Andrej: Poslovanje na blagovnih borzah, valutno tveganje (skripta). Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999/2000.
5. Kumar Andrej: Mednarodna ekonomika. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 258 str.
6. Merkhofer Miley W.: Decision Science and Social Risk Management. Dordrecht: D. Reidel Publishing Company, 1987. 330 str.
7. Mrak Boris: Poslovna tveganja zaradi sprememb deviznega tečaja (1). Bančni vestnik, Ljubljana, 43(1994), 9, str. 9 – 15.
8. Mrak Mojmir: Mednarodne finance. Ljubljana: GV Založba, 2002. 682 str.
9. Pike Richard, Neale Bill: Corporate Finance & Investment. Hertfordshire: Prentice Hall Europe, 1996. II, 706 str.
10. Pucelj Rudolf: Zavarovanje v poslovni praksi. Ljubljana: Samozaložba, 1990. 96 str.
11. Rant Andrej: Konvertibilnost tolarja. Bančni vestnik, Ljubljana, 45(1996), 4, str. 2 – 9.
12. Redhead Keith, Hughes Steward: Financial Risk Management. Aldershot: Gower Publishing Company Limited, 1988. 257 str.
13. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija II, mednarodni denarni sistem. 1. natis. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 169 str.
14. Veselinovič Draško: Uvod v mednarodne finance. 1. natis. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996. 67 str.
15. Williams Chester Artuh, Heins Richard M.: Risk Management and Insurance. 6.izdaja. New York: McGraw – Hill, 1989. 836 str.
16. Winstone David: Financial Derivats. London: Chapman & Hall, 1995. 303 str.

VIRI

1. Economic and Monetary Union, Compilation of Community Legislation. Luwembourg: European Communities, 1999. 258 str.
2. Interni podatki Voga d. o. o., Grosuplje, 1993 – 2002.
3. Ekonomsko ogledalo. Ljubljana: Zavod RS za makroekonomske analize in razvoj, različne številke.
4. Storitve SID. Ljubljana: Slovenska izvozna družba, d. d., leto 2001, 19 str.
5. Ribnikar Ivan: Prevzem evra bi Sloveniji koristil. Dnevnik, Ljubljana, 5.1.2002, str. 20 – 21.

6. Zakon o deviznem poslovanju (Uradni list RS, št. 23/99).
7. Zakon o družbi za zavarovanje in financiranje izvoza Slovenije (Uradni list RS, št. 32/92).

SLOVARČEK KRATIC

<i>Kratica:</i>	<i>angleški pomen:</i>	<i>slovenski pomen:</i>
BDP	Gross Domestic Product	bruto domači proizvod
ECB	European Central Bank	evropska centralna banka
ECU	European Currency Unit	evropska denarna enota
EMS	European Monetary System	evropski denarni sistem
EMU	Economic and Monetary Union	gospodarska in denarna unija
ERM	Exchange Rate Mechanism	mehanizem deviznih tečajev
OTC	Over-the-counter	trgovanje »prek okenc«