

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**ZAKLADNIŠTVO IN UPRAVLJANJE S FINANČNIM TVEGANJEM V SLOVENSКИH
MULTINACIONALKAH**

Ljubljana, december 2003

ANDREJ KOPRIVEC

IZJAVA

Študent Andrej Koprivec izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Draško Veselinoviča in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 3.12.2003

Podpis:

Kazalo

1. Uvod	1
1.1. Predstavitev sodelujočih podjetij	1
2. Kaj je multinacionalno podjetje (MNC)	3
2.1. Zakaj Podjetje MNC.....	5
3. Upravljanje s finančnim tveganjem	7
3.1. Razvoj instrumentov za upravljanje s tveganjem.....	7
3.2. Vplivi finančnega tveganja na poslovanje podjetja.....	8
3.3. Predstavitev instrumentov in strategij za UsT.....	11
3.4. Pregled instrumentov in strategij za UsT	13
3.5. Bilančne strategije za upravljanje s tveganjem	19
3.6. Predstavitev tveganj v obravnavanih podjetjih	20
4. Zakladništvo v MNC	27
5. Povezava med upravljanjem s tveganji in vrednostjo podjetja	31
5.1. Vrednost UsT v ne-finančnem podjetju	31
5.2. Taktično UsT.....	33
5.3. Strateško UsT	33
6. Programi za zmanjševanje finančnega tveganja	38
6.1. Definiranje politike in procedur	38
7. Sklep	44
8. Literatura	46
9. Viri	46

1. UVOD

21. januarja 2003 je bil v Financah objavljen članek »**Kako bo vse šibkejši dolar vplival na vaše letošnje poslovanje?**«. Odgovori so bili zelo raznoliki, in sicer - **Miloš Kovačič, Krka**: "Vprašanje je bolj za vedeževalce in špekulante, saj ni mogoče dnevno, kot pada dolar, spreminjati poslovnih načrtov"; **Mitja Strohsack, Brest**: "Zdaj je priložnost kupovati v ZDA. Šibak dolar je namreč pametno zamenjati za blago in s tovrstnimi kompenzacijami nevtralizirati valutna tveganja. Zmanjševati izvoz nima smisla, saj se je v ZDA teže vrniti na trg"; **Davorin Škrinjarič, Steklarna Rogaška**: "Valutna tveganja imamo zavarovana, zato bo na stroške poslovanja bolj vplivala domača inflacija. Letos smo na podlagi sklenjenih pogodb o zavarovanju valutnih tveganj že ustvarili za 384 milijonov tolarjev prihodkov. Če valutnih tveganj ne bi imeli zavarovanih, bi imeli torej za približno 400 milijonov tolarjev škode. Upad vrednosti dolarja je povzročil, da je uprava poslovne načrte za letos že morala oklestiti, vendar pa jih mora potrditi še nadzorni svet." (Dobro obveščeni, 2003, str. 16).

Iz teh komentarjev bi lahko sklepali, da v Sloveniji obstajajo tri vrste podjetij. So podjetja, ki se finančno še niso lotila prilagajanja delovanju v vse bolj tveganem tujem okolju. Za njimi so podjetja, ki že iščejo načine, kako se obvarovati pred izgubami zaradi neugodnih nihanj na finančnih trgih. Končno pa so tudi podjetja, ki že uspešno uporabljajo strategije varovanja pred nihanjem na finančnih trgih z uporabo izvedenih finančnih instrumentov.

V diplomski nalogi bom poizkusil analizirati finančna tveganja, katerim so izpostavljene slovenske »multinacionalke« pri trgovanju s tujino. Poiskal bom možnosti, tako teoretične kot praktične, za odpravo ali zmanjšanje teh tveganj. Ob tem bom poizkusil tudi ugotoviti, kakšno je zavedanje o finančnem tveganju pri slovenskih podjetjih, ki poslujejo s tujino. Na kratko bom tudi analiziral nekatera finančna tveganja in določene izvedene finančne instrumente, ter opisal, kaj pomeni za podjetje njihova uporaba. Seveda bom tudi poudaril, kako naj bi bilo vse to organizirano v podjetju, ter predstavil programe za zmanjševanje tveganja, ki so že prisotni v določenih podjetjih. Kot dodaten cilj bom poizkusil oblikovati osnovni sistem za opredeljevanje finančnega tveganja ter vzpostaviti model za njegovo zmanjševanje ali celo odpravo.

Pri sestavi diplomske naloge se bom naslonil na podatke slovenskih podjetij MNC (multi national company oz. multinacionalnih). Podjetji, ki sta pristali na sodelovanje sta Skupina Gorenje in holdinška družba OMV Istrabenz.

1.1. Predstavitev sodelujočih podjetij

Skupina Gorenje je največji slovenski neto izvoznik in je uvrščena med 8 največjih evropskih proizvajalcev gospodinjskih aparatov. Podjetje Gorenje je bilo ustanovljeno leta

1950 kot okrajno kovinarsko podjetje v vasi Gorenje. S preusmeritvijo proizvodnje od kmetijskih strojev k štedilnikom (začetek programov bele tehnike) ter s selitvijo v mlado rudarsko mesto Velenje je bila podjetju omogočena nadaljnja rast. V več kot 50-ih letih je Gorenje doživelo svoja obdobja rasti in zorenja, sanacije in razvojnega zasuka ter tranzicije in končno lastninjenje podjetja. V tej zgodovini je nastala Skupina Gorenje, ki je danes sestavljena iz krovne družbe Gorenje, d.d. ter 43 družb, ki so kapitalsko povezane v sistem (Rojc, 2000).

Skupina deluje na naslednjih poslovnih področjih (Letno poročilo 2002):

- Proizvodnja in prodaja gospodinjskih aparatov, ki vključuje hladilno zamrzovalne aparate, plinske, električne in kombinirane štedilnike, pralne stroje, sušilnike ter grelnike vode in komponente za gospodinjske aparate;
- Storitvene dejavnosti – trgovina, inženiring, zastopstva, gostinstvo, turizem, in upravljanje z nepremičninami;
- Proizvodnja in prodaja kuhinjskega in kopalniškega pohištva, sanitarne opreme ter keramičnih ploščic;
- Proizvodnja in prodaja orodij in industrijske opreme.

OMV ISTRABENZ, holdinška družba, d.d. (v nadaljevanju OMV ISTRABENZ) s sedežem v Kopru, je bila ustanovljena leta 1994 kot mešano podjetje koprške naftne družbe ISTRABENZ d.d. ter avstrijskega naftnega koncerna OMV AG. Holdinška družba se ukvarja z naložbeno in upravljavsko dejavnostjo ter izvaja posle iz področja nabave naftnih derivatov za Skupino OMV ISTRABENZ. Le-to sestavlja mednarodna skupina naftnih podjetij – hčerinskih družb, ki imajo svoje sedeže v Sloveniji, na Hrvaškem, v Italiji ter Bosni in Hercegovini (Letno poročilo 2002).

2. KAJ JE MULTINACIONALNO PODJETJE (MNC)

Ko govorimo o podjetjih, ki poslujejo preko domačih meja, preidemo iz nacionalnih podjetij, ki so prisotna po celi državi, v mednarodna oziroma internacionalizirana podjetja. Mednarodna podjetja so podjetja, ki poslujejo s tujino, ponavadi izvažajo iz domače države in dobivajo plačila iz tujine. Ko mednarodno podjetje začne investirati v tujini, tam gradi tovarne, poslovne prostore in druge objekte (ali pa morda kupuje tuja podjetja), se lahko smatra za pravo multinacionalno (v bodoče MNC) podjetje (Svetličič, 1996, str. 83-95).

Ko govorimo o najbolj kompleksni obliki podjetja in poslovanja, govorimo prav o MNC-jih. MNC ponavadi ustvarja razmeroma velike dobičke v tujini. Podjetja v tujini, ki samostojno ali »za svoj račun« opravljajo dejavnost, ponavadi prispevajo veliko večji delež dobička v MNCju, kot originalno nacionalno podjetje. MNC-ji so ponavadi organizirani kot holdinške družbe ali koncerni. Njihova funkcija je predvsem strateškega pomena in preko večinskih deležev v hčerinskih podjetjih uveljavljajo svojo politiko (Brigham, 1999, str. 827-830).

Da bi bolje orisali razlike med nacionalnimi in podjetji MNC lahko izpostavimo naslednje (Brigham, 1999, str. 831-836):

- *Poslovanje z različnimi valutami.* Finančni tokovi pri MNC potekajo v valutah, ki jih pridobivajo in uporabljajo hčere podjetij MNC za svoje poslovanje. Večje ko je podjetje MNC v smislu pokritja trgov, več je tujih valut, s katerimi je treba učinkovito upravljati.
- *Gospodarski in pravni pomen.* Vsaka država, v kateri je MNC prisotno, ima svoj edinstveni gospodarski in pravni sistem, katerega je treba upoštevati za uspešno delovanje. Največji problemi se ponavadi pojavljajo v povezavi z obdavčevanjem, ki je lahko v nekaterih državah bolj ugodno kot v drugih. Drugačni pravni sistem lahko tudi onemogoča delovanje podjetja v tuji državi na način, kot ga že pozna. Kot primer podajmo delovanje revizijskega podjetja Ernst&Young, ki je bilo navajeno ustanavljati hčerinska podjetja po svetu in tam ponujati svoje storitve. V Sloveniji pa zakonodaja, do pred kratkim, ni dovoljevala ustanavljanja revizijskih podjetij samo s strani tujcev. Večinski delež so morali imeti slovenski revizorji, zato je bilo podjetje Ernst&Young prisiljeno v so-ustanovitev podjetja s slovenskimi pooblaščenimi revizorji.
- *Razlike v jeziku.* Kot najbolj očitna razlika pri delovanju v tujini in doma je prav jezik, ki se uporablja v tujih državah. Večina podjetij MNC se je odločila za angleščino kot uradni jezik podjetja, tako na primer avstrijski OMV izdaja vsa notranja poročila v angleščini, v lokalnih enotah po vsej Evropi pa se uporabljajo tudi lokalni jeziki. Kot je znano, vsakemu komercialistu lahko prodajaš blago v tuji državi, le če poznaš jezik te države, drugače je komuniciranje otežkočeno. Razlog za izbiro angleščine kot uradnega jezika pa je sama mobilnost kadrov. Ponavadi je vodstvo v evropskem in ameriškem podjetju MNC sestavljeno iz najboljših strokovnjakov s celega sveta (ta praksa v Sloveniji še ne velja). Enotni jezik, ponavadi angleški, pa jim omogoča uspešno komuniciranje in delovanje.

- *Kulturne razlike.* Pri delovanju v tujini je poleg jezika pomembno tudi spoštovanje različnih kultur in običajev. Kot primer lahko omenimo McDonalds, ki bi bil izjemno neuspešen pri prodaji hamburgerjev v državi, kot je Indija. Dejstvo, da je v tej državi krava sveta žival, pomeni, da se govedine ne je. Vsi poizkusi prodaje Big Mac-a ali navadnega hamburgerja bi bili seveda neuspešni. Prav tako je McDonalds zelo neuspešen v Srbiji, državi poceni in dobrih pleskavic ter čevapčičev, kjer jim Big Mac z manj mesa ter višjo ceno težko konkurira.
- *Pomen državnih oblasti.* V večini analiz podjetja predpostavljajo prisotnost konkurenčnega trga, kjer se cene in prodaja uravnavajo preko konkurence oziroma udeležencev na trgu. Država pa lahko s svojimi posegi spremeni pogoje in s tem pomaga ponavadi domačim podjetjem v konkurenčnem boju. Kot primer lahko podamo Hrvaško, kjer država pomaga pri prodaji Ininega goriva s carinami na uvoz naftnih derivatov. To pomeni, da je konkurenčnost podjetja OMV Istrabenz Hrvaška bistveno zmanjšana, saj za razliko od Ine mora plačati carinske dajatve na goriva, ki jih uvozi ter proda na Hrvaškem. Ina pa proizvaja svoje lastne naftne produkte v svojih rafinerijah ter se s tem izogne carinam.
- *Politično tveganje oz. stabilnost države.* Država je lahko stabilna in poslovanje v njej varno ter profitabilno. Še vedno pa se lahko zgodi, da se država odloči nacionalizirati sredstva tujega podjetja in s tem lahko povzroči veliko škodo podjetju MNC, kot na primer ob državnem udaru, revoluciji ali drugi nasilni zamenjavi oblasti. Verjetnost, da se kaj takega zgodi, se ocenjuje v tako imenovanih ocenah »Country rating«, s katerimi ocenjevalna podjetja opozarjajo, kot je npr. Standard and Poor, na previdnost pri poslovanju v določenih državah. Kot primer lahko izpostavimo Iran, ki je v 70-ih nacionaliziral vsa sredstva British Petroleum- a v svoji državi in tako zelo škodoval angleškemu podjetju, ki je črpalo nafto v Iranu.

V Sloveniji imamo kar nekaj podjetij MNC, seveda ponavadi niso tako velika kot ameriške ali evropske različice, a še vedno lahko vzamemo Skupino Gorenje kot dober primer podjetja MNC. Gorenje že vrsto let ustvari 92 odstotkov prihodkov na tujih tržiščih gospodinjstkih aparatov prek svoje mreže 40-ih podjetij po Zahodni in Vzhodni Evropi. OMV-Istrabenz pa je prisoten na trgih naftnih derivatov v Italiji, Sloveniji, na Hrvaškem in po novem tudi v Bosni (50 odstotni lastnik OMV pa ima podrejena podjetja še v Nemčiji, Avstriji, Češki, Poljski, Slovaški, Madžarski, Romuniji, Bolgariji in Srbiji). 65 odstotkov naftnih derivatov se proda na slovenskem trgu, v bodoče pa bo udeležba slovenskega tržišča padla pod 50 odstotkov, ko bo stekla trgovina z naftnimi derivati v BiH in ko bo na hrvaškem trgu dosežen večji delež.

Kot smo lahko ugotovili, je poslovanje podjetij MNC povezano z veliko večjim finančnim tveganjem, zato morajo biti ta podjetja organizirana drugače kot nacionalna podjetja, ter opravljati vrsto drugih opravil.

Preden se lotim preučevanja organizacije in delovanja podjetij MNC, je najprej potrebno opredeliti, zakaj nastanejo podjetja MNC, ter orisati različne motive ter politike takih podjetij.

2.1. Zakaj Podjetje MNC

Ponavadi se v teoriji podjetij MNC navaja šest razlogov za nastanek teh in sicer (Brigham, 1999, str. 828-829):

1. **Širitev na tuje trge.** Ko podjetje zasiti domači trg s svojimi proizvodi, so ponavadi edina možnost za nadaljnjo širitev in razvoj tuji trgi. Prodaja na tujem trgu omogoča večje prihodke in dobičke, ki se jih ponovno investira v razvoj in rast. Težko bi si predstavljali podjetje Gorenje, ki bi poslovalo le v Sloveniji, še manj, kako bi razvilo sodobno belo tehniko s tako omejenimi denarnimi sredstvi in za tako majhen trg.
2. **Iskanje surovin.** OMV ima črpališča nafte v Libiji, dobiva pa tudi nafto od svojega strateškega partnerja Abu Dabija, s katerimi lahko oskrbuje svoje rafinerije in tako zagotovi proizvodnjo naftnih derivatov oz. goriv kot so bencini, kurilno olje in dizel gorivo.
3. **Iskanje novih tehnologij.** V današnjem svetu si ni moč predstavljati, da bi bila le ena država tehnološko najbolj razvita na vseh področjih. V svetu obstoja ekonomsko pravilo specializacije, zato so na primer skandinavske države naprednejše v telefoniji in ekologiji, ZDA pa imajo najboljši razvoj mikroprocesorjev v svoji Silicijevi dolini. Če hoče Nokia razviti nov manjši in boljši telefon, se bo verjetno povezala s kakšnim podjetjem v ZDA, ali pa ga morda kupila, da bi prišla do najnovejše tehnologije pri mikroprocesorjih za vgradnjo v mobilne telefone. Po drugi strani pa, če bi se odločili na Floridi, da bodo proizvajali energijo na bolj ekološko prijazen način, bi morda kupili najnovejše bakrene nizozemske vetrnice za proizvodnjo elektrike.
4. **Izboljševanje učinkovitosti.** Podjetja lahko selijo del proizvodnih procesov v države, kjer je delovna sila cenejša. Tako se podjetja MNC tudi regionalno specializirajo in za zniževanje stroškov selijo manj zahtevna dela na proizvodih v države, kjer je delovna sila cenejša. Razvoj ter dodelava z visoko dodano vrednostjo pa ostaneta v državah, kjer je treba delovno silo bolje nagraditi. Tu je seveda delovna sila tudi bolj izobražena in tako kvalificirana za zahtevnejša opravila. Pri Gorenju lahko opazimo, kako se je del proizvodnje preselil v Bosno in Hercegovino, saj je za širitev obsega proizvodnje stroškovno bolj smiselno proizvajati v bivših južnih republikah Jugoslavije. Razvoj pa bo še naprej potekal predvsem v Sloveniji.
5. **Za premagovanje političnih ovir.** Nekatere države imajo visoke carine na uvoženo blago, bodisi zaradi zaščite domačih podjetij, bodisi zaradi polnjenja proračuna. Tako se podjetju MNC splača v državah s tako politiko in dovolj velikim trgom ustanoviti hčerinsko podjetje, ki bo proizvajalo dovolj za zadovoljitev tega trga. Včasih pa tuja podjetja dobivajo tudi stimulacije in olajšave v obliki nižjih davkov, ko pričnejo proizvodnjo v določeni državi, saj s tem zagotovijo veliko število delovnih mest domačinom. Tak primer so imeli Japonci, ki so v osemdesetih letih ustanovili tovarno za proizvodnjo vozil Nissan v Angliji.
6. **Diverzifikacija.** Če je podjetje prisotno na mnogih mednarodnih trgih, lahko ublaži negativni vpliv recesij ali kriz na nekaterih trgih. Če bi bilo podjetje MNC odvisno na

primer od prodaje le v ZDA in Zahodni Evropi, bi v letih 2002 in 2003 doživelo velike padce v prodaji, prihodkih in dobičkih, saj so to za ti dve regiji leta recesije. Če bi podjetje nastopalo istočasno tudi na trgih bivše Jugoslavije (sicer je ta trg primerjalno veliko manjši, a za slovenske MNC prisotnost na njem deluje zelo pozitivno), bi padec v prihodkih na zahodnih trgih ublažili z relativno dobro rastjo prodaje na trgu bivše Jugoslavije ali pa Rusije. Za primer vzemimo zopet Gorenje, ki je po razpadu Jugoslavije tako rekoč čez noč izgubilo jugoslovanski trg, ki je predstavljal 40 odstotkov takratne prodaje. Takrat so se agresivno preusmerili na zahod in s tem uspešno sanirali tako problem prodaje kot obstoja. Danes pa se obračajo zopet nazaj proti jugu, saj Evropo pesti recesija. V bistvu gre za portfeljski pogled prodaje, kjer si uravnavamo tveganje oziroma ga zmanjšujemo tako, da smo prisotni na različnih trgih. S tem lahko teoretično izravnavamo izpad prodaje na enem trgu z rastjo na drugem trgu, saj je zelo majhna verjetnost, da bodo vsi trgi istočasno upadali oz. se znašli v recesiji (edini možen primer bi bila ponovna svetovna vojna). Praktično pa se tu pojavi veliko problemov, saj so redka podjetja prisotna na vseh ali večini globalnih trgov. Ta omejitve se pojavi zaradi velikih investicij, potrebnih za prodor na samo en trg, ter dodatnih investicij, ki so potrebne za ohranjanje ugleda na že prisotnih trgih.

Iz zgornjega je razvidno, da je razlogov za oblikovanje MNC kar veliko in med seboj so si zelo različni, saj odsevajo različne politike, ki jih izvajajo podjetja MNC. Nekatera iščejo ekonomijo obsega in znižujejo stroške, druga inovirajo in poizkušajo biti prva na svojem področju, tretja zopet vidijo priložnosti pridobivanja surovin.

3. UPRAVLJANJE S FINANČNIM TVEGANJEM

Zdaj, ko smo ugotovili kaj so podjetja MNC in kako delujejo, se lahko posvetimo upravljanju s finančnim tveganjem. V tem poglavju bomo predstavili oblike finančnega tveganja, kako se z njimi soočajo podjetja, tako v tujini kot pri nas in načine ter instrumente za njegovo operativno izvajanje.

Tuja mednarodna podjetja so že zdavnaj vzpostavila ustrezne službe za upravljanje s tveganji, saj so bile po eni strani tekoče izgube v poslovanju prevelike, po drugi strani pa so se razvili ustrezni instrumenti za zaščito oz. zmanjševanje tveganj prav na finančnem področju. To je bilo omogočeno s pojavom izvedenih finančnih instrumentov, ponekod imenovanih tudi hibridni instrumenti oziroma derivati (Smithson, 1998, poglavje 1).

3.1. Razvoj instrumentov za upravljanje s tveganjem

Neugodne spremembe na področju deviznih tečajev, obrestnih mer in blagovnih cen (commodity prices) lahko privedejo podjetje do vse manjših prihodkov, posledično do zmanjšanih dobičkov, lahko pa ga celo privedejo na rob finančne zmogljivosti. V zgodnjih 70-ih letih prejšnjega stoletja je prišlo do zloma Bretton Woodskega sporazuma o fiksnih deviznih tečajih. Povečana volatilitnost cen je privedla podjetja do spoznanja, da z vodilnim mestom v proizvodni tehnologiji, najcenejšo delavno silo ali pa z najboljšim oddelkom za trženje, podjetje še ne more zagotoviti finančno stabilnost oziroma preživetje. Cenovna volatilitnost lahko povzroči zlom še tako dobro vodenega podjetja (Rawls, 1989, str. 18-26).

Spremembe deviznih tečajev lahko pripomorejo k učinkovitejši konkurenci, spremembe cen blaga pa lahko privedejo do večje uporabe substitutov. Spremembe obrestnih mer lahko v nadaljevanju zvišajo stroške financiranja.

Res je, da se odvijajo spremembe v obe smeri. Torej so lahko pozitivne ali negativne pri vplivu na izid podjetja. Tveganje razumemo kot možnost nastanka nekega bodočega, negotovega in časovno nedoločljivega dogodka, ki lahko povzroči škodo. V podjetju pa dejansko povezujemo tveganje z verjetnostjo, da se ena od spremenljivk začne gibati v negativno smer (z vidika podjetja) in s tem povzroča posredno zniževanje vrednosti sredstev oziroma vrednosti podjetja kot celote.

Pozneje bom izpostavil vpliv tveganja na vrednotenje podjetja (5. poglavje), tu pa lahko izvedemo le glavno trditev, ki je potrebna za to poglavje. Glasi se: »Lastniki želijo maksimizirati vrednost podjetja. To je mogoče doseči z zniževanjem tveganosti podjetja in/ali s povečevanjem donosnosti. Oboje je naloga in odgovornost vodilnih v podjetju.« V

diplomski nalogi bomo analizirali, kako je to možno doseči z zniževanjem izpostavljenosti tveganju oziroma z upravljanjem s tveganji (v nadaljevanju UsT).

Dolgoročno bi lahko rekli, da blagovne cene, cene deviz in obrestne mere nihajo navzgor in navzdol, v povprečju se ti nihaji izničijo. Na dolgi rok se pojavi usmerjeno gibanje oziroma trendno gibanje. Podjetje pa deluje na kratek rok in se sooča z možnostjo zloma na kratek rok. Tako lahko neugodni premiki tečajev privedejo podjetje v težave, poznejše ugodne spremembe tečajev in obresti (morda v naslednjem letu) pa podjetja več ne morejo rešiti.

Kot odgovor na vse večjo volatilitnost na finančnih in blagovnih trgih so v 70-ih razvili vrsto finančnih instrumentov in strategij, s katerimi je možno upravljati s finančnim tveganjem. Z uporabo teh instrumentov in strategij lahko prenesejo podjetja tveganje, ki izhaja npr. iz spremembe deviznih tečajev na tretjo osebo (banko), ki je specializirana za to in je pripravljena sprejeti to tveganje. Kot primer podajmo podjetje, ki izvažata na trg v ZDA. Preko forward pogodbe si lahko že danes zagotovi devizni tečaj, po katerem bo prejelo plačilo (ter ga konvertiralo v domačo valuto) za blago čez en mesec. S tem prevzame s poslom povezano finančno tveganje banka, ki je to pogodbo prodala drugi stranki, podjetju izvozniku pa se s tem tveganjem ni več potrebno ukvarjati. S tem je omogočeno, da se podjetja, ki sicer poslujejo na tujih trgih (preko izvoza, uvoza ali drugačne prisotnosti na trgu), specializirajo oziroma osredotočijo na svoj core business (osnovni dejavnik poslovanja), finančno tveganje pa prenesejo na banke, ki se s to dejavnostjo profesionalno ukvarjajo in je to njihov core business (Rawls, 1989, 42-50).

Velika podjetja in MNC si ponavadi zagotovijo svoje finančne strokovnjake za UsT in si s tem organizirajo tudi lastno UsT, prirojeno splošni strategiji in politiki podjetja. To ponavadi omogoča zniževanje stroškov in izboljševanje poslovanja podjetja. Več o organizaciji UsT v MNC sledi pozneje v poglavju 4.

3.2. Vplivi finančnega tveganja na poslovanje podjetja

Finančno tveganje se pojavi na več načinov pri poslovanju podjetja in se večinoma izkazuje v računovodskih izkazih. Tu bomo predstavili njegovi najbolj osnovni pojavni obliki. Tveganje, ki ima neposreden vpliv na računovodske postavke, se pojavi v obliki *transakcijske izpostavljenosti*. Njen vpliv moramo znati razbrati iz bilanc in drugih računovodskih izkazov. Vpliv izpostavljenosti zasledimo pri primerjavah internih predračunov in obračunov podjetja, če so ti seveda dobro sestavljeni in obrazloženi (Smithson, 1989, str. 6).

Transakcijska izpostavljenost nastane, ko se sprememba v finančni ceni (to je lahko cena blaga, obrestna mera, devizni tečaj) odraža v spremembi sredstva ali obveznosti (npr. terjatev ali obveznost do dobaviteljev) in je njen sestavni del.

Iz zelo preproste formule,

$$\text{Sredstvo ali obveznost} = P * Q$$

se sprememba finančne cene P neposredno odzove v vrednosti sredstva ali obveznosti. To je osrednja točka transakcijske izpostavljenosti. Iz formule izhaja, da je tveganje povezano neposredno s cenovno spremembo. Če lahko to na kakšen način kontroliramo ali omejimo, lahko znatno zmanjšamo tveganje povezano s transakcijsko izpostavljenostjo.

Instrumenti in večina strategij za UsT so namenjeni kontroli transakcijske izpostavljenosti, zato jih bomo predstavili v naslednjem oddelku, pred tem pa omenimo še posredno tveganje, na katerega moramo biti pozorni (pred njim se ne moremo zavarovati z instrumenti, zato je njegovo poznavanje toliko bolj pomembno) ter vrste tveganj, za katere so bili razviti instrumenti.

Tveganje, ki je posredno povezano s transakcijsko izpostavljenostjo, se pojavi tudi kot *ekonomska izpostavljenost*, včasih tudi konkurenčna izpostavljenost. Kot nam je znano iz ekonomske teorije in prakse, bo sprememba cene, torej P v naši formuli, povzročila tudi posledično spremembo prodanih količin Q , saj bomo z višjo ceno na trgu manj konkurenčni (Smithson, 1998, str. 14-22).

Če rečemo, da je transakcijska izpostavljenost prisotna oziroma jo lahko spremljamo pri sredstvih in obveznostih, lahko sklepamo, da je ekonomska izpostavljenost bolj pomembno proučevati na strani sredstev oziroma na strani prodaje, ko se z višjimi cenami odseva v manjši prodaji in tako v manjših terjatvah.

Podajmo za ilustracijo slovensko podjetje, ki prodaja v Nemčijo. Če bi se SIT okrepil proti EUR, bi cena slovenskega proizvoda v Nemčiji morala porasti, s tem bi podjetje težje konkuriralo in tako tudi manj prodalo. Tako bi terjatve do kupcev v Nemčiji upadle, preko manjših prihodkov pa bi podjetje posledično realiziralo manjši dobiček.

Ne glede na to ali je izpostavljenost transakcijska ali ekonomska, pa spremembe v deviznih tečajih, obrestnih merah ali blagovnih cenah lahko bistveno vplivajo na denarne tokove podjetja, ki so kritičnega pomena za poslovanje podjetja. Povečanje volatilnosti finančnih cen v 70-ih letih je privedlo veliko podjetij do spoznanja, kako pomembno je upravljanje s svojo izpostavljenostjo pri različnih vrstah tveganj.

Vrste tveganja:

1. VALUTNO TVEGANJE (Exchange rate risk): Transakcijska izpostavljenost se pojavi, ko imamo neizravnane pozicije sredstev in obveznosti v določeni valuti. Kot primer vzemimo terjatve podjetja Gorenje na hrvaškem trgu za 100mio HRK oziroma okoli 3mlrd, izraženo v SIT. Istočasno pa imajo obveznosti za 13mio EUR, kar je prav tako okoli 3mlrd SIT. Pred spremembami tečajev nismo zavarovani ne v eni in ne v drugi valuti. Valutne spremembe, tako HRK kot EUR, bi lahko privedle do velikih izgub, saj imamo dve odprti poziciji. Devalvacija HRK napram SIT (SIT je valuta, v kateri izražamo rezultate Gorenja in v katero konvertiramo vse denarne tokove, da lahko pripravimo konsolidiran izkaz uspeha in bilanco stanja) bi pomenila manjšo vrednost terjatev, rast tečaja EUR proti SIT (saj tudi obveznosti pretvorimo v SIT pri konsolidaciji) pa bi pomenila večje obveznosti v tej valuti. Tu se pojavlja tako imenovana *translacijska ali pretvorbena izpostavljenost*. Pretvorbena izpostavljenost se pojavi, ko konsolidiramo oziroma konvertiramo sredstva v tujini v domačo valuto, kar nam omogoča vrednotenje premoženja našega podjetja. Ponavadi se izvaja uskladitev le enkrat na leto za slovenska podjetja, t.j. na dan 31.12., ko zaključimo poslovno leto. Rezultat se uporabi za pripravo letnega poročila. Za primerjavo lahko rečemo, da se pri translacijski izpostavljenosti preučujejo predvsem dolgoročna sredstva in obveznosti, za razliko od transakcijske izpostavljenosti, pri kateri se osredotočimo na kratkoročna sredstva in obveznosti (Davies, 1990, str. 244-262).
2. TVEGANJE SPREMEMBE OBRESTNIH MER (Interest rate risk): Ponavadi imajo podjetja večino svojih obveznosti v obliki kratkoročnih in dolgoročnih kreditov s spremenljivo obrestno mero. Zadnja leta se za referenčno obrestno mero uporablja EURIBOR (European Interbank Offer Rate), ta pa se seveda glede na trg spreminja in tako vpliva na finančno ceno obveznosti podjetja. Ta pojav lahko prav tako prištejemo v kalkulacijo transakcijske izpostavljenosti, saj večji kot je delež »variabilnih obveznosti«, večja je naša izpostavljenost tveganju spremembe obrestnih mer.

V bančnem sektorju je pojav spremembe obrestnih mer še veliko bolj opazen, saj ima lahko sprememba te finančne cene tudi ekonomski odraz v spremembi povpraševanja po kreditih. Banke morajo paziti tudi na vrednost oz. količino kreditov, ki imajo fiksne in variabilne obresti na obeh straneh njihove bilance, saj bi neusklajenost pomenila veliko izpostavljenost tveganju spremembe obrestnih mer (Davies, 1990, str. 244-262).
3. TVEGANJE SPREMEMB BLAGOVNIH CEN (Commodity price risk): Ko govorimo o spremembah blagovnih cen, je najbolj opazovana prav cena naftnih derivatov. Kot kazalec, kako se bodo cene odzivale v bodoče, je seveda cena sodčka surove nafte. V Evropi je najbolj spremljana cena sodčka BRENT Crude oil (surova nafta). Ta posledično vpliva na proizvajalce naftnih produktov, saj vstopa kot surovina v proizvodni proces rafinerij. OMV, ki ima svojo proizvodnjo in tudi nekaj črpališč nafte,

se najbolj ščiti prav pred temi spremembami cene. Holding OMV-Istrabenz pa se mora bolj posvetiti tveganju sprememb cen vseh naftnih produktov, ki jih dobavlja, saj vstopa kot prodajalec na debelo oziroma dobavitelj za svoja hčerinska podjetja.

3.3. Predstavitev instrumentov in strategij za UsT

Doslej smo navedli vrste tveganja, katerim so MNC izpostavljene. Zato lahko preidemo na predstavitev instrumentov in strategij za upravljanje s tveganji. Potrebno je poudariti, da je razvoj novih finančnih oblik in instrumentov potekal pretežno v ZDA, Evropa je uvajala podobne instrumente šele kasneje. Najprej bomo navedli vse instrumente, potem pa jih bomo še podrobneje opisali.

Instrumenti za upravljanje z valutnim tveganjem

Forward pogodbe ali nestandardizirane terminske pogodbe (Veselinovič, 1998, str 202) so obstajale že desetletja pred povečanjem fluktuacije deviznih tečajev v 1970ih, a se jih pred tem obdobjem ni nihče posluževal. V 1970-ih se je sicer razvil trg s forwardi, a je bilo zanj značilno, da so ga prevzele banke in je postal neke vrste med-bančni trg forward pogodb zaradi podobnosti forwarda in kredita. To je pomenilo, da so se podjetja težko neposredno vključevala v to poslovanje. To je posledično privedlo do razvoja drugih instrumentov za upravljanje z valutnim tveganjem.

Prve **futures pogodbe** oziroma standardizirane terminske pogodbe (Veselinovič, 1998, str 202) so se pojavile maja 1972. Na Chicago Mercantile Exchange-u so pričele trgovati futures pogodbe britanskega funta GBP, kanadskega dolarja CAD, nemške marke DEM, japonskega jena YPN, švicarskega franka CHF ter francoskega franka FRF.

Naslednji instrument, ki se je pojavil, je bil **valutni swap** ali valutna zamenjava (Ribnikar, 1994, str. 181-183). Prvi swap posel, predstavljen javnosti in izpeljan, je bil swap med Svetovno Banko in IBM-om, in sicer avgusta 1981.

Valutne **opcijske pogodbe** so bile uvedene kmalu po swap pogodbah. Decembra 1982 so se pojavile na Philadelphia Stock Exchange-u prve opcije na GBP, januarja naslednjega leta pa so se pojavile še opcije na druge glavne, že omenjene valute. Kot odgovor na pojav opcij so banke pričele ponujati strankam valutne opcije preko okenc (over-the-counter OTC opcije). Poleg tega pa so pričele ponujati strankam tudi forwarde s karakteristikami opcij.

Ko so bile uvedene osnovne oblike instrumentov za UsT, so pričeli izdelovati bolj eksotične oblike instrumentov, npr. lookback, barrier, multifactor, rainbow, quanto in basket options. Te oblike so nastajale v 1990-ih in verjetno še dandanes nastajajo nove oblike, ki so odziv na

nove oblike tveganja oziroma drugačno zaznavanje tveganja ali pa na drugačne in vse bolj specifične želje strank.

Kot dodatek k tem finančnim instrumentom so se zaradi vse večje volatilnosti na valutnih trgih pojavili tudi hibridni vrednostni papirji, kot na primer obveznice v dveh valutah leta 1984 (v praksi kot obveznica v eni valuti v kombinaciji z dolgoročnim forwardom) ali obveznice z vključeno valutno opcijo leta 1987 (Smithson, 1998, str. 18-20).

Instrumenti za upravljanje s tveganjem spremembe obrestnih mer

Z rastjo negotovosti v 1970-ih so finančne institucije postale vse manj pripravljene ponujati dolgoročna sredstva po fiksnih obrestnih merah. Sprememba je vodila v vse večjo uporabo variabilnih obrestnih mer pri odobravanju kreditov strankam. Variabilne obrestne mere v kreditnih poslih so se prvič pojavile leta 1973, za tem pa se je njihova uporaba hitro razširila. S tem je bankam uspelo prenesti tveganja spremembe obrestnih mer na povpraševalce.

Kmalu so se tudi podjetja sama želela zavarovati pred tveganjem spremembe obrestnih mer in s tem pomagala razviti instrumente za UsT obrestnih mer. Prvi so se tudi tu pojavili finančni futures posli in sicer oktobra 1975. Osnova futures pogodbam so bile ponavadi izdaje državnih obveznic in menic (US T-bonds in T-bills) ameriške Zakladnice (US Treasury).

Banke so se odzvale na povpraševanje leta 1982 s prvimi obrestnimi swap pogodbami, leta 1983 pa so banke uvedle še forwarde v obliki FRA-jev (forward-rate agreements ali v naprej določene obrestne mere).

Podobno kot pri valutnih instrumentih, so se kmalu za swap pogodbami pojavile še opcije. Izdajali so jih predvsem na podlagi zakladnih menic in obveznic ZDA. Banke so se odzvale na borzno uvedbo opcij, z izdajo lastnih opcij preko svojih okenc. Te so bile v obliki kopic, ovratnikov in podobno.

Kot pri valutnem tveganju, so se tudi tu pojavili še hibridni vrednostni papirji, ponavadi dolžniški, z vključenim instrumentom proti obrestnem tveganju. Primeri teh so bile obveznice s prodajno (put) opcijo, konvertibilne/zamenljive obveznice z variabilno obrestno mero, obveznice z možnostjo podaljšanja življenjske dobe itd. Pojavile so se tudi kombinacije instrumentov, kot so swaptions (opcija na swap), captions (opcija na kapico za obrestno mero) ter futures na obrestne swap-e (Uyemura, 1993, str. 177-205).

Instrumenti za upravljanje s tveganjem blagovnih cen

Kot pri instrumentih za upravljanje valutnega ter obrestnega tveganja se je, s povečano volatilnostjo blagovnih cen, uvedlo instrumente za zmanjševanje tveganja. Forwardi pri naftni industriji niso prinesli neke novosti, saj je bila že sama industrija dolgoročno usmerjena in so pogodbe že potekale v forwardom podobni obliki, še preden so se le-ti pojavili. Novembra 1978 so uvedli futures pogodbe na kurilno olje, sledile so opcije na surovo nafto in opcije na futures kurilnega olja junija 1987. Med bankami se je za blagovno UsT prva odločila Chase Manhattan in pripravila prvi naftni swap. Takrat je komisija za trgovanje s blagovnimi futures-i, vzela primer pod drobnogled in očitala banki nepravilnosti pri poslu. S tem je pripomogla, da so se vsi bodoči podobni posli preselili izven ZDA vse do leta 1993, ko je komisija končno sprejela pravila za opravljanje blagovnih swap-ov. Hibridi so se tudi tu pojavili in ponavadi v oblikah obveznic z izplačilom obresti, ki so bile indeksirane glede na spremembo cene nafte.

Potrebno je omeniti še to, da vsi instrumenti uvedeni v 70-ih in 80-ih, niso bili nova odkritja. Daleč od tega, saj so obstajale futures pogodbe že v 17. stoletju na Japonskem, bile so vezane na riž, na Nizozemskem pa so znane futures pogodbe na tulipane, uvedene na višku »tulipmanije« leta 1636. Bolje bi bilo, če sklepamo, da so se instrumenti ponovno pojavili kot odziv na povečano negotovost in da bi podjetjem omogočali učinkovito UsT (Arnold, 1998, str. 893- 909).

Sledi podrobnejši pregled omenjenih instrumentov.

3.4. Pregled instrumentov in strategij za UsT

Ko govorimo o instrumentih za UsT, je za pregled bolje, da jih jemljemo povezane v celoto, ki jo bomo imenovali *izven-bilančna strategija za upravljanje s tveganjem*, katere cilj je uspešno upravljanje finančnega tveganja z izključno uporabo izven- bilančnih instrumentov. Instrumente lahko razumemo kot kocke, iz katerih lahko sestavimo strategijo potrebno za rešitev našega problema pri finančnem tveganju.

Seveda pa obstaja tudi *bilančna strategija upravljanja s tveganji*, ki bo predstavljena pozneje.

Še enkrat naj omenimo, da obstaja povezava med tveganjem, vrednostjo podjetja in finančnimi cenami, ki jih obravnavamo. To povezavo bomo imenovali »*rizični profil*«.

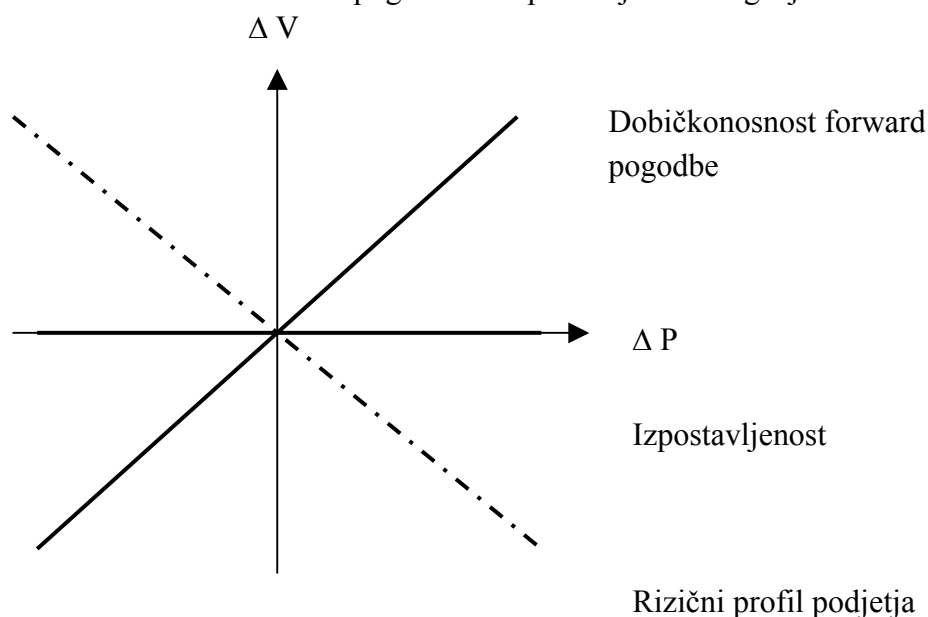
Predstavitev instrumentov oziroma kock:

Forward pogodbe

Od vseh štirih instrumentov je forward najstarejši in najbolj preprost. Forward pogodba je zaveza kupca (v bodoče lastnika) pogodbe, da bo na določen datum kupil določeno sredstvo, po določeni ceni (pogodbeni oziroma forward ceni). Vse določbe pogodbe se dogovorijo ob sklenitvi pogodbe. Če je na dan izvršbe forward pogodbe cena sredstva na trgu nad izvršeno oziroma forward ceno, bo lastnik pogodbe zaslužil dodaten dobiček. Če bo cena nižja pa bo utrpel izgubo. V sliki 1 je predstavljena dobičkonosnost forward pogodbe na grafu *rizičnega profila*. Na grafu je V vrednost podjetja, ki se odziva glede na spremembe cene in je negativno povezana z rastjo finančnih cen. Če je cena ob izteku pogodbe višja od pričakovane, bo notranje tveganje podjetja (inherent risk) povzročilo padec vrednosti podjetja, ta padec pa bo izravnal z dobičkom, ustvarjenim s forward pogodbo. Tako dosežemo popolni hedge (izven bilančno zavarovanje pozicije) z uporabo forward pogodbe. Če bi bil rizični profil za podjetje pozitivno obrnjen, torej bi naraščala vrednost podjetja z rastjo cen, bi dosegli popolni hedge s prodajo forwarda namesto nakupom.

Pri forwardu je treba omeniti še dve lastnosti. Prvič, tveganje neizpolnitve (ali kreditno tveganje) je dvostransko, saj mora lastnik pogodbe plačati ali prejeti razliko med realizirano ceno in ceno na trgu. Drugič, vrednost forward pogodbe se prenese na lastnika pogodbe šele ob izteku pogodbe. Do takrat ni nobenih denarnih tokov (Hull, 1993, str. 45-80).

SLIKA 1: Dobičkonosnost forward pogodbe in izpostavljenost tveganju



Vir: Smithson, 1998, str. 29

Futures pogodbe

V osnovi je futures pogodba zelo podobna forward pogodbi. Njen kupec se prav tako obveže, da bo na dan zapadlosti kupil ali prodal sredstvo po dogovorjeni ceni. Graf iz slike 1 bi zato prav tako lahko predstavljal dobičkonosnost futures pogodbe. Posebnost in glavna razlika med forward in futures pogodbami pa je prav v prisotnosti in odsotnosti dvostranskega kreditnega tveganja. Futures pogodba to tveganje večinoma odpravi na dva načina, medtem ko se pri forward pogodbi ne moremo izogniti kreditnemu tveganju.

Prvič se pri futures pogodbi prenos vrednosti pogodbe opravi ob koncu vsakega dneva njenega pojava namesto samo ob dospelosti. Tako imamo lahko denarne tokove porazdeljene v razdobju na vsak dan v odvisnosti od nihanja vrednosti futures pogodbe. Če se še enkrat obrnemo k sliki 1 in si zamislimo, da po dnevu sklenitve pogodbe finančna cena naraste, vidimo, da se vrednost pogodbe giblje v pozitivno smer. V primeru forward pogodbe bi se ta vrednost prenesla šele ob dospelju pogodbe. Pri futures pogodbi pa bi kupec pogodbe prejel to pozitivno razliko ob koncu dneva z denarno poravnavo. Na futures trgih bi rekli, da je futures pogodba dnevno »marked-to-market« ali poravnana s trgom. Ker se izvaja poravnava vrednosti futures pogodbe dnevno, se lahko s tem skoraj popolnoma odpravi kreditno tveganje. Zaradi tega pojava je Fischer Black primerjal futures pogodbo s »serijo forward pogodb, kjer se vsak dan poravna včerajšnja pogodba in je ustvarjena nova pogodba za rok enega dne« (Hull, 1993, str. 45-80), serija bi bila tako dolga kot trajanje futures pogodbe.

Druga lastnost futures pogodbe, namenjena tudi zmanjševanju oziroma odpravljanju kreditnega tveganja, je obvezno vzdrževanje tako imenovanega »poravnalnega sklada« pri trgovanju s futures pogodbami. Poravnalni sklad nastane z zastavo določenih obveznic (ali drugih dovoljenih vrednostnih papirjev) v višini zahtevane vrednosti. Med poslovanjem se vrednost sklada lahko povečuje, če se vrednost pogodb v lasti povečuje. Seveda se dogaja tudi obratno, torej da se vrednost sklada zmanjšuje s padanjem vrednosti pogodb v lasti. Izgube ali dobički se dnevno odštevajo in prištevajo. Vsakodnevno se tudi pregleduje stanje skladov udeležencev, kjer velja, da vrednost poravnalnega sklada ne sme pasti pod dovoljeno mejo. Meja se za vsakega udeleženca določi posebej, odvisno od števila poslov, ki jih opravlja in njegove sposobnosti vzdrževanja vseh pozicij. Če se sklad ne vzpostavi na zahtevano raven, je organizator trga dolžan nemudoma zapreti pozicije udeleženca, preden bi lahko nepokrite pozicije ogrozile tudi trgovanje drugih udeležencev trga.

Vloga borze ali klirinške hiše je tako v omejevanju izpostavljenosti tveganju neizpolnitve udeležencev. Medtem ko dnevne poravnave in zahtevane obveznice res zmanjšujejo verjetnost neizpolnitve, se pojavlja borza predvsem kot preoblikovalka tveganj. Borza svojo dejavnost usmeri na obvladovanje dvostranskega notranjega tveganja pri poslih s forwardi in futuresi ter nastopa kot druga stranka pri vseh transakcijah. To pomeni, če želiš prodati ali kupiti futures pogodbo, boš kupoval ali prodajal borzi. Kot stranka te v tem primeru zanima le

kreditno tveganje, ki ga lahko prevzema borza, ne pa tudi sposobnost preostalih udeležencev na trgu.

S trgovanjem preko organizirane borze se stranka tako bolje zavaruje pred tveganjem neizpolnitve, saj ima v tem primeru s futures pogodbo terjatev do borze in posredno do vseh udeležencev na trgu.

Seveda ima borza še drugo funkcijo in to je zniževanje stroškov s standardizacijo futures pogodb. Standardizacija pogodb bistveno vpliva tudi na likvidnost borze in pospeši trgovanje s futures pogodbami. Standardizacija pomeni pogodbe z v naprej določenimi datumi zapadlosti (npr. le štiri na leto), v naprej določene velikosti pogodb (vrednost enega lota je določena) in določena sredstva, na podlagi katerih so pogodbe ustvarjene.

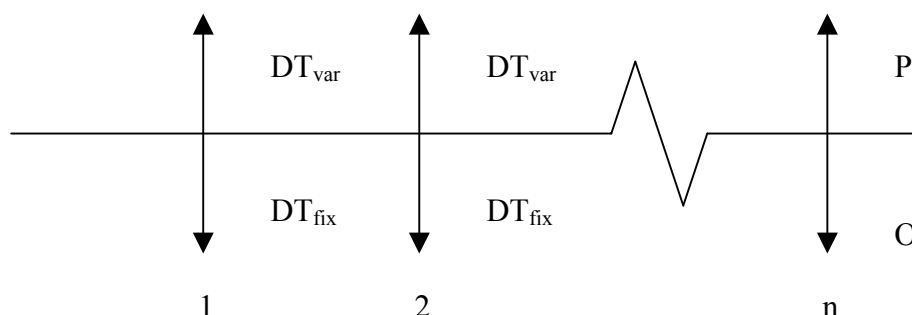
Če povzamemo, je futures pogodba kot serija forward pogodb, ki znatno zmanjša kreditno tveganje in tveganje neizpolnitve z dnevnimi poravnkami glede na trg ter z zahtevanim poravnalnim skladom, ki jamči, da bo lahko udeleženec poravnal svoje obveznosti, vsekakor bolj varna oblika kot klasična forward pogodba (Smithson, 1998, str. 89-115).

Swap pogodbe

Swap pogodbe so še en instrument, ki bi ga lahko opisali kot portfelj ali serija forward pogodb. Tako kot pri futures pogodbah se kreditno tveganje in tveganje neizpolnitve zniža z denarnimi tokovi med trajanjem pogodbe. Če primerjamo vse tri instrumente glede na tveganje, imamo lahko futures pogodbo kot najvarnejšo obliko glede kreditnega tveganja, forward kot najmanj zavarovano, swap pogodbo pa nekje vmes.

Samo ime »swap« ali zamenjava pomeni, da se pogodbeni stranki obvezeta, da bosta zamenjali določene denarne tokove ob določenih intervalih. Najpogostejša oblika swap pogodbe je swap obrestnih mer, kjer so denarni tokovi določeni glede na različne obrestne mere. Podjetje A najame posojilo z variabilno obrestno mero npr. EURIBOR + 1,5 p.a. , podjetje B pa najame posojilo po fiksni obrestni meri 5 % p.a.. Pozneje podjetji izvršita obrestni swap, kjer plačujeta drug drugemu obresti na posojilo. Slika 2 to prikazuje za podjetje A, ki ima zdaj fiksne odlive (O), prilivi (P) pa so variabilni glede na nihanje EURIBOR-ja. V Sliki so DT_{fix} fiksni denarni tokovi, DT_{var} pa variabilni denarni tokovi.

SLIKA 2: Swap obrestnih mer



Vir: Smithson, 1998, str. 32

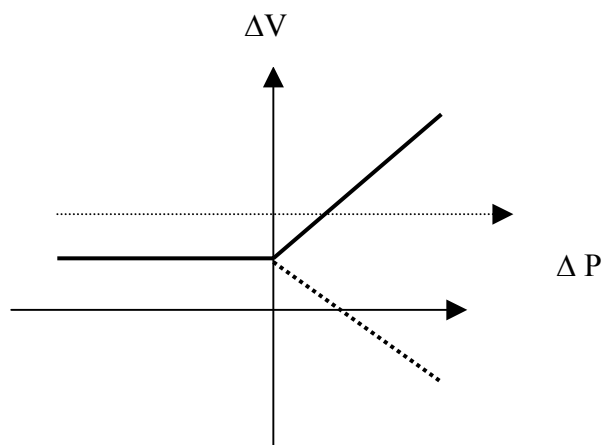
Swap pogodbo bi lahko razstavili na forwarde z zapadlostjo, ko se plačajo obresti in vrednostjo, odvisno od obresti, ki jih je potrebno plačati. Za fiksno posojilo bi bile obresti fiksne, za variabilno posojilo pa v odvisnosti od nihanja referenčne obrestne mere EURIBOR. Vsakokrat, ko zapade ena forward pogodba, bi bila na novo ustvarjena nova do naslednjega plačila obresti itn. Dobičkonosnost, prikazana v sliki 1, bi veljala tudi v tem primeru, saj bi se vrednost swap pogodbe odzivala tako kot futures in forward pogodbi.

Kot že omenjeno, so bistvene razlike med instrumenti prav kreditno tveganje in tveganje neizpolnitve. Swap pogodba podobno kot futures pogodba skrajša čas poplačila oziroma ga razdeli na več delov in s tem zmanjša kreditno tveganje, za razliko od futuresa pa nima dodatnih jamstev, kot je obstoj poravnalnega sklada. Zaradi pomanjkanja omenjenega lahko še vedno opazimo dokaj veliko kreditno tveganje in tveganje neizpolnitve. Z razvojem swap pogodb so pričele investicijske banke. Zaradi podobnosti teh instrumentov kreditnim pogodbam so klasične swap pogodbe vedno bolj prešle v domeno splošnih bank. Tako so si banke razdelile trg na obrestne swap pogodbe, ki so v domeni splošnih bank in valutne swap pogodbe, ki so bližje dejavnosti investicijskih bank (Hull, 1993, str 111-136).

Opcije

Kot smo videli pri preučevanju forward, futures in swap pogodb, nosijo vsi do sedaj naštet instrumenti neko obveznost ob zapadlosti in/ali v času trajanja njihove življenjske dobe. Opcijska pogodba je posebna prav v tem, da lastniku omogoča pravico, ne pa tudi dolžnost izpolnitve ob zapadlosti. Opcija, ki ponuja pravico do nakupa nekega sredstva, je imenovana »call opcija« in omogoča lastniku te opcije nakup določenega sredstva na vnaprej določen dan, po danes določeni ceni. Iz tega sledi, da če bo vrednost sredstva na trgu rasla, bo s tem naraščala tudi vrednost te opcije. Na dan, ko se lahko opcija unovči, bo v tem primeru lastnik opcije izvršil nakup sredstva od prodajalca opcije po ceni, določeni v opcijski pogodbi. Dobičkonosnost nakupne ali call opcije je predstavljena v sliki 3, polna črta za kupca opcije:

SLIKA 3: Dobičkonosnost call opcije za kupca in izdajatelja



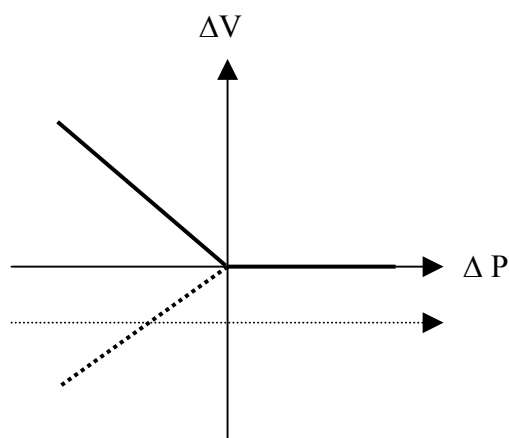
Vir: Smithson, 1998, str. 34, 37

Iz zgornje slike je razvidno tudi, da vrednost opcije ne more pasti pod 0. Razlog je prav v tem, da je opcija pravica do nakupa ne pa tudi dolžnost. Če je na dan, ko zapade opcija, cena sredstva na trgu nižja kot izvršna cena določena v opcijski pogodbi, bo kupec opcije kupil sredstvo na trgu.

Dobičkonosnost opcije za izdajatelja opcije je obratna od kupčeve in je v sliki 3 prikazana s prekinjeno črto. Za razliko od kupca opcijske pogodbe ima njen izdajatelj le dolžnost, ne pa tudi pravice do izpolnitve ob zapadlosti. To pomeni, da je dolžan izpeljati prodajo določeno z opcijsko pogodbo, če kupec tako zahteva.

Poleg »call« ali nakupne opcije poznamo tudi prodajno ali »put« opcijo. Put opcija nam da pravico prodaje sredstva na določen dan, po danes določeni ceni, zopet pa je izpolnitev za kupca put opcije neobvezna. Dobičkonosnost put opcije je prikazana v sliki 4, polna črta za kupca, prekinjena pa za izdajatelja opcije.

SLIKA 4: Dobičkonosnost put opcije za kupca in izdajatelja



Vir: Smithson, 1998, str. 35, 37

Pri put opciji se lahko zavarujemo pred padcem cene blaga oziroma sredstva na trgu s tem, da lahko ob padcu cen prodamo sredstvo po ceni, določeni z opcijo na dan izvršitve. Če pa vrednost sredstva na trgu narašča, ga lahko prodamo na trgu, saj je za nas kot kupca opcija neobvezna. Za izdajatelja zopet velja obratno, torej da je od nas dolžan kupiti, če tako zahtevamo in to po ceni določeni v opcijski pogodbi.

Do sedaj smo govorili le o dobičkonosnosti opcije za kupca in o dolžnostih izdajatelja opcije, nismo pa omenili premije, ki jo mora kupec opcije plačati zato, da je izdajatelj pripravljen sprejeti tveganje spremembe cene sredstva. Določitev premije, ki jo plača kupec call ali put opcije, premakne profil dobičkonosnosti tako, kot če bi v slikah 3 in 4 premaknili horizontalno os navzgor za vrednost premije (prikazano v sliki 3 s prekinjeno horizontalno osjo). Z vidika izdajatelja opcij pa bi bila ta preslikava znižanje horizontalne osi za vrednost premije, prejete od kupca (prikazano v sliki 4 s pretrgano horizontalno osjo).

Vrednotenje opcij je bilo za ekonomiste zelo težavno vse do leta 1973, ko sta Fischer Black in Myron Scholes razvila teorijo vrednotenja opcij. S kombiniranjem call opcij in delnic sta razvila teoretični portfelj, ki bi bil brez tveganja. Razvila sta tudi analitični model za vrednotenje evropskih opcij (to so opcije, ki se lahko izvršijo le na datum zapadlosti, za razliko od ameriških opcij, ki se lahko izvršijo že prej) na delnice, v odvisnosti od nihanja vrednosti teh delnic, izvršne cene opcije, časa do izvršbe, obrestne mere vrednostnega papirja brez tveganja in variance delniških tečajev. S tem sta Black in Scholes omogočila hiter razcvet uporabe opcij in omogočila še več načinov upravljanja s tveganji (Hull, 1993, str 207-247).

Kot smo videli pri preučevanju teh osnovnih instrumentov, je bila motivacija njihovega razvoja prav obvladovanje vseh možnih finančnih tveganj. Od najbolj osnovnega izvenbilančnega instrumenta forward-a, ki vsebuje veliko kreditnega tveganja kot tveganja neizpolnitve, do futures pogodb, ki s vsakodnevnimi poravnkami in poravnalnim skladom omejujejo ti tveganji. Razvoj swap poslov je omogočil podjetjem večje možnosti glede odločanja med fleksibilnimi in fiksnimi obrestnimi merami ter izbiro ali možnost zamenjave valut, v katerih je podjetje zadolženo. Opcije so uvedle koncept pravic brez dolžnosti, do katerih lahko pride podjetje s plačilom premije in dolžnosti brez pravic, ki so jih finančna podjetja pripravljena sprejeti v zameno za opcijsko premijo (Smithson, 1998, str. 190-285).

3.5. Bilančne strategije za upravljanje s tveganjem

Instrumenti, ki smo jih do sedaj preučevali, so sestavni del izvenbilančne strategije za UsT. Obstaja pa tudi tako imenovana bilančna strategija UsT, kar bi lahko poimenovali tradicionalni način UsT, ki ga uporabljajo predvsem v bančnem sektorju. Gre predvsem za izravnavanje bilance in njenih postavk na aktivni ter pasivni strani. Dober primer je na primer izvoz Gorenjevih štedilnikov v ZDA, ki povzroči nastanek terjatev do kupcev v USD. Če

vemo, da bo ta terjatev poravnana čez 30 dni, ima tako Gorenje odprto pozicijo v dolarju na aktivni strani bilance, na pasivni strani pa trenutno nima nobene dolarske postavke. Kot vidimo, se tu pojavi valutno tveganje za Gorenje, saj če bi samo čakali na plačilo terjatev čez 30 dni, bi se lahko tolarska vrednost terjatev bistveno znižala z eventualnim padcem dolarja proti SIT. Kot smo videli pri izven bilančni strategiji, bi lahko ta padec preprečili z današnjo prodajo dolarjev, ki jih bomo dobili čez 30 dni, torej s forward pogodbo. Na tak način bi lahko dosegli 100 odstotkov načrtovane prodajne marže na dan prodaje blaga.

Druga možnost za ohranitev polne marže, ki se nam ponuja preko bilančne strategije, pa je izravnava v bilanci. Ta bi lahko bila v obliki postavke na pasivni strani bilance oziroma v obliki kratkoročnega kredita v vrednosti terjatev, ki jih imamo do kupca v ZDA in z rokom 30 dni, kot je rok plačila terjatev. Pomen tega bi bil, da bi se ob padcu ali rasti dolarja, tako odzivala tudi naša aktivna postavka terjatve do kupcev v ZDA in z najetim kratkoročnim kreditom tudi postavka v pasivi bilance. Neto učinek sprememb tečaja bi bil 0. Seveda bi se pri odločitvi za izvenbilančno ali bilančno strategijo morali pozanimati za ceno obeh storitev in/ali sta nam obe na voljo. Če bi bil odgovor pritrdilen, bi samo še primerjali ceni obeh možnosti in izbrali ugodnejšo ter se tako uspešno zavarovali pred valutnim tveganjem.

Bilančne strategije nam ponujajo možnost varovanja pred valutnimi fluktuacijami tudi na trgih, kjer še niso razvili izvedenih finančnih instrumentov. Žal pa je tudi res, da so na določenih trgih veliko višje obrestne mere na kredite in tako nas varovanje pred valutnimi tveganji lahko stane veliko več. Primer takega trga je bila Hrvaška, čeprav so se v zadnjih letih pojavili forwardi, ki jih že uspešno uporabljata tako Gorenje kot OMV Istrabenz.

Kot vidimo, je pri UsT kombiniranje izvenbilančnih ter bilančnih strategij pri poslovanju v tujini nujno, s tem pa imamo na izbiro vedno več možnosti ali vsaj eno, preko katere lahko uspešno varujemo izpostavljeno pozicijo v tuji valuti.

Sledi predstavitev različnih tveganj, katerim sta izpostavljena Gorenje in OMV Istrabenz. Podatke sem dobil preko intervjujev v obeh družbah ter kasnejših dopisovanj preko interneta. Dejavnosti trenutno potekajo okoli urejanja področja valutnih tveganj pri Gorenju, pri OMV Istrabenzu pa je to že dolgo glavno področje delovanja njihove strategije, zato sem se osredotočil na to področje. Na kratko bom opisal tudi njuno izpostavljenost tveganju spremembe obrestnih mer.

3.6. Predstavitev tveganj v obravnavanih podjetjih

Pri predstavitvi tveganj Skupine Gorenje in holdinške skupine OMV Istrabenz bomo tveganje preučevali po sklopih vhodnega in izhodnega tveganja za transakcijska tveganja. Translacijska oziroma pretvorbena tveganja bomo obdelali v tretjem sklopu, saj tu ni tako velikih odstopanj med družbama. V četrtem sklopu bomo še na kratko predstavili

izpostavljenost tveganju spremembe obrestne mere. V 6. poglavju bomo podrobneje predstavili program, ki ga uporablja OMV Istrabenz holding za UsT ter tudi predstavili splošni model za soočanje in upravljanje s tveganji. Podatke sem dobil preko intervjujev pri Skupini Gorenje in Holdingu OMV Istrabenz.

Zaradi drugačnosti v poslovanju obravnavanih podjetij bomo videli, da so prioritete glede tveganj drugače razporejene za uspešno uveljavljanje politik. Iz tega sledi, da morata biti prikrojeni po meri tudi UsT strategiji.

Pri transakcijskem tveganju bomo videli, kako se je OMV Istrabenz osredotočil predvsem na vhodna tveganja. Gorenje pa poudarja predvsem izhodna transakcijska tveganja pri svoji UsT strategiji. Pojasnimo najprej pojma vhodnih in izhodnih tveganj.

Vhodna tveganja

Vhodna tveganja nastopijo na strani nabave ali »supply side risk«, vključujejo pa tudi upravljanje z zalogami. Za podjetje, ki kupuje blago za kasnejšo ali takojšno prodajo, je to tveganje ključnega pomena, še zlasti, če je trg blaga tako volatilen, kot je trg naftnih produktov za OMV Istrabenz. Če poenostavimo poslovni proces, vidimo, da OMV Istrabenz nabavlja že gotove produkte, dodaja svojo maržo in pripadajoče davke ter prodaja na trgu. Zaradi tega je zelo pomembno, kakšna je raven vhodne cene določenega produkta in kakšna je cena, po kateri podjetje prodaja na trgu. Podjetju se lahko pripeti, da cene na trgu ne omogočajo prištevanja popolne ali potrebne marže, zato je potrebno posvetiti veliko pozornosti nabavi in blagovnim cenam. Pomen vhodnih tveganj znatno poveča tudi način prodaje naftnih produktov. Trg v Sloveniji je reguliran s strani države in cene se določajo glede na 14-dnevni model. Za OMV Istrabenz slovenski trg še vedno predstavlja več kot polovico prihodkov oziroma, kot bomo videli pozneje, okoli 65 %. Iz tega sledi, da se uspešnost lahko uravnava le z ustrezno strategijo na nabavni strani in ustreznim UsT.

Izhodna tveganja

Izhodna tveganja ali »sales side risk« nastopijo na drugem koncu procesa, torej ko podjetje prodaja proizvode. Pomen izhodnega tveganja je večji pri podjetjih, ki sama proizvedejo produkte. Torej dodajo preko svojih proizvodnih procesov veliko vrednosti ter produkte pozneje prodajo na tujih trgih. Ponavadi se ta podjetja srečujejo tudi z relativno stabilnimi trgi vhodnih surovin in materialov, kar omogoča preusmeritev pozornosti na uspešno prodajo in UsT na tej strani. Gorenju največji izziv je usklajevanje prodaje preko svojih 43 podjetij, kjer se srečuje z mnogimi valutami, ki jim povzročajo valutne izpostavljenosti. Naj ponovimo, da za Gorenje tujina predstavlja 92 % prodaje, ki jo je treba zaradi valutnega tveganja kar najbolje zavarovati.

Opisali smo prva dva sklopa obravnavanih tveganj. Temu sledi predstavitev tveganj za podjetji, sklopa pretvorbenih in obrestnih tveganj pa bosta predstavljena na koncu.

Vhodna transakcijska tveganja

OMV ISTRABENZ

Holdinška družba in njene podrejene družbe se ukvarjajo z nabavo naftnih produktov na svetovnem trgu in prodajo le-teh na štirih tržiščih. To so tržišča Slovenije, Italije, Hrvaške ter Bosne in Hercegovine (BiH). Dejavnost podjetja oz. podjetij znotraj holdinške strukture je mednarodna trgovina z naftnimi derivati (energenti). Le 65 % naftnih produktov se proda na slovenskem trgu, v bodoče pa bo udeležba slovenskega tržišča padla pod 50 %, ko bo bolje stekla trgovina z naftnimi derivati v BiH in ko bo na hrvaškem trgu dosežen večji delež. OMV Istrabenz je pri izvajanju omenjene mednarodne trgovine z naftnimi derivati izpostavljen številnim oblikam tveganja. Za obvladovanje poslovnega tveganja so za podjetje najpomembnejše in hkrati najbolj problematične naslednje oblike izpostavljenosti:

- tveganje zaradi gibanja cen naftnih produktov na svetovnem trgu,
- tveganje zaradi sprememb deviznih tečajev USD, ki tudi vpliva na vrednost zalog, tako kot gibanje cen naftnih produktov.

Tveganje pri gibanju cen naftnih produktov se nanaša tako na produkte, ki bodo šele nabavljeni v bodočnosti, kot na energente, ki so že v skladišču in čakajo na dokončno prodajo strankam. Fluktuacije cen so precejšnje, saj se zgolj v enem mesecu lahko spremenijo tudi do 20 %, navzgor oz. navzdol.

OMV Istrabenz holding ima z dobavitelji sklenjeno letno pogodbo o dobavi posameznih produktov s planirano letno količino nakupov, na podlagi letnega načrta nabave. Znotraj tega načrta se za vsak mesec posebej planirajo mesečne nabave. Nabava posameznih produktov poteka po točno dogovorjeni dinamiki, ki je v skladu še z razpoložljivostjo luških kapacitet in stanja zalog posameznega energenta.

Vodenje oz. upravljanje z zalogami je tista vmesna procesna funkcija, ki ima svoj vpliv tako na nabavo kot na prodajo, vendar jo bomo vključili kar med funkcije UsT na nabavni - vhodni strani, saj so zaloge neposreden odraz njihovega delovanja na nabavnem področju in so oblikovane glede na planirano ne pa dejansko prodajo.

Učinkovit management zalog zahteva natančno vodenje zalog po posameznih energentih z vidika (1) vplivanja na vhodne cene v skladišču, (2) stroškov obrestnih mer za financiranje zalog, (3) drugih, zalogam pripadajočih stroškov: stroški skladiščenja, zavarovalni stroški in stroški, ki so posledica normalnega zmanjšanja vrednosti zalog bodisi zaradi izhlapevanja ali temperaturnih razlogov in izgube pri transportu (manjki).

Ceno zaloge posamičnega produkta v danem trenutku določajo po principu FIFO (first-in-first-out). Izhodna cena (strošek potroška) je seštevek vseh prej omenjenih stroškov, dodanih k dolarski nabavni ceni pretvorjeni v domačo valuto. Konverzija nabavne cene USD v ceno SIT se opravi na dan polnjenja skladišča in izdaje računa. Stanje zalog se torej v celoti vodi v domači valuti t.j. v SIT ves čas skladiščenja.

Iz povedanega sledi, da je OMV Istrabenz holding izpostavljen trem vrstam tveganja pri vhodnih transakcijskih tveganjih, to so:

- tveganje zaradi fluktuacije blagovnih cen, ki bistveno vpliva na vrednost zalog,
- tveganje zaradi spremembe obrestnih mer pri financiranju zalog ter
- tveganje zaradi valutnih fluktuacij, saj nabavlja v USD, zaloge pa vodi v SIT.

GORENJE

Skupina Gorenje ima relativno stabilnejše razmere glede vhodnih transakcijskih tveganj. Za oskrbo poslovnega procesa kupujejo surovine, polproizvode, proizvode, storitve in opremo v EUR. Torej 95 % vseh deviznih odливov poteka v EUR, kar je rezultat organiziranosti nabavne funkcije. Z dobavitelji se dogovarjajo na dolgi rok glede nabav posamičnih vhodnih materialov in cen, ponavadi so sklenjene pogodbe za vsako četrletje posebej. Pojavlja se možnost UsT pri surovinah, torej pri nakupu pločevine, nerjaveče pločevine in aluminija, vendar se s tem še ne ukvarjajo.

Za omenjene surovine obstajajo izvedeni finančni instrumenti, v bodoče pa bodo v Gorenju preučili, kako bi se z njimi ščitili pred tveganjem na področju nabavljanja. Vse te surovine kotirajo na blagovnih borzah, zato je trgovanje z njimi urejeno in relativno lahko dostopno, kar omogoča ščitenje pred tveganjem spremembe blagovnih cen.

Podjetje bi se lahko na vhodni strani zaščitilo tudi pred tveganjem sprememb deviznega tečaja, fluktuacija tečaja EUR napram SIT je relativno majhna. Tolar nenehno deprecira proti EUR (3,5% v letu 2002).

Na vhodni strani se tako skupina Gorenje sooča z blagovnimi tveganji, ki jih trenutno še ne upravljajo, ter z valutnim tveganjem proti EUR. Valutno tveganje odpravljajo z zadolževanjem v EUR, torej ga bilančno uravnava in tako ščitijo svoje valutno izpostavljene pozicije.

Izhodna transakcijska tveganja

OMV ISTRABENZ

Prodaja naftnih produktov po posameznih državah je podvržena različnim ureditvam, zato je potrebno obravnavati ta tržišča posamično. V Sloveniji je vlada z uredbo o oblikovanju cen naftnih produktov določila način in pogoje določanja maloprodajnih cen bencinov in

dizelskega goriva, medtem ko velja za kurilno olje prosto oblikovanje cen. Za slovensko tržišče je nadalje značilen monopolni položaj enega prodajalca (Petrol, Ljubljana), ki obvladuje 75 % tržišča. To podjetje je tudi v lastništvu državnih skladov, zato je vpliv vladnih organov na cene produktov precej pomemben, še posebej, ker naftni produkti pomembno vplivajo na inflacijo. Cenovno področje bencinov ureja zadevna uredba, ki sloni na formuli za oblikovanje cen bencinov. Formula upošteva v izračunu 14-dnevno poprečje cen (oziroma 10 Platt's kotacij) bencinov ter poprečje deviznih tečajev za enako obdobje. Zmnožek Platt's cene in srednjega tečaja USD/SIT Banke Slovenije predstavlja tolarsko protivrednost dnevne izhodiščne uvozne cene. Tej ceni se doda dovoljeno prodajno maržo v znesku 13,4 SIT po litru bencina, trošarino in DDV (19 %). Tako se dobi maloprodajna cena za naslednje 14-dnevno obdobje. Model določa spremembe cen le v primerih, ko 14-dnevno poprečje preseže ali je nižje za 1.5 SIT glede na ceno iz predhodnega obdobja.

Cene naftnih derivatov na Hrvaškem so regulirane prek največjega hrvaškega monopolista INE, ki je v celoti v državni lasti. Sicer je tudi tukaj uveljavljen cenovni model, vendar na 15-dnevnih povprečjih.

V Italiji se cene tržno oblikujejo in OMV Istrabenz na tem trgu dosega dobre rezultate, primerne za trg, katerega cene so konkurenčno oblikovane. Pogost pojav na takih trgih je, da so v primeru zniževanja cen prodajalci naftnih derivatov nagnjeni k zamujanju pri cenovnem prilagajanju.

V BiH so razmere prav tako relativno ugodne in prodaja se za podjetje povečuje. Cene niso vladno regulirane. Do pred kratkim je v BiH potekala le veleprodaja, z maloprodajo so pričeli šele marca 2003, ko so kupili podjetje z desetimi črpalkami.

Holding OMV Istrabenz prodaja produkte neposredno svojim podrejenim družbam, zato ne prevzema tveganja neizpolnitve ali kreditnega tveganja iz tega naslova. Prodaja na tujih tržiščih bi lahko bila izpostavljena valutnim tveganjem, a so ta že na vhodni strani odpravljena oziroma zmanjšana z ustrežno finančno politiko podjetja.

GORENJE

Skupina Gorenje je pričela z oblikovanjem oddelka za UsT septembra 2002. Takrat so pričeli s programom za sistematično zmanjševanje finančnega tveganja z vzpostavitvijo zakladništva in skupine za ravnanje s tveganji. Več o zakladništvu bomo pisali v naslednjem poglavju, tu omenimo le, da je UsT eden od ključnih delov tega sektorja.

Med tujimi tržišči, na katerih nastopa Gorenje so: največje in najpomembnejše tržišče EU, ki predstavlja okoli 52 %, drugo je jugovzhodna Evropa in Albanija z okoli 23 %, sledi pa vzhodna Evropa s 14 % ter na zadnjem mestu prekomorske države z okoli 4 %. Slovenija oziroma domača prodaja tako predstavlja za Gorenje le 8 %. Iz tega sledi, da je obvladovanje valutnih tveganj med najpomembnejšimi nalogami novo ustanovljenega oddelka za UsT.

Postavlja se vprašanje kako zavarovati izpostavljenost pri tolikih valutah in različnih denarnih tokovih ter ali je zaščita tudi smiselna za vse trge. Prisotnost v večini članic EU in izpostavljenost izražena v EUR ni tako problematična, saj je do sedaj podjetje zavarovalo EUR pozicije z bilančnimi izravnkami (kot že omenjeno v sklopu vhodnih tveganj). Glede na 95 odstotno uvozno odvisnost od področja EUR-a, so prihodki v veliki meri že naravno hedgirani. Edini problem v zahodni Evropi predstavlja prodaja v Skandinaviji, saj Danska in Norveška ne uporabljata EUR-a. Ti dve državi sta hitreje razvijajoči se tržišči za proizvode Gorenja, tako da bo potrebno razmisliti o zavarovanju tudi tovrstnih izpostavljenosti.

Drugo največje tržišče za Gorenje je jugovzhodna Evropa z Albanijo. Sama Hrvaška pa že predstavlja 13 % vseh prihodkov Skupine Gorenje, kar pomeni, da je izpostavljenost v HRK tudi visoka. Posebnost pri HRK je njena značilna letna fluktuacija z dokaj dobro možnostjo napovedovanja. Poleti vrednost valute narašča in traja celo turistično sezono. Upadanje se prične septembra ali oktobra in doseže najnižje nivoje okoli novega leta.

Podjetje dosega največjo rast prodaje na tržiščih vzhodne Evrope, tu pa je tudi veliko valut, ki predstavljajo precejšno izpostavljenost teh denarnih tokov. Valuta, ki jo v Gorenju najdlje ščitijo je Poljski zlot. Ta je izvenbilančno zaščiten zadnja 3 leta. Istočasno pa je vredno omeniti, da je zlot tudi vezan na EUR, kar bistveno omeji njegovo nihanje in še dodatno olajša njegovo varovanje. S terminskimi posli so pred kratkim pričeli tudi pri varovanju izpostavljenosti na Češkem in Slovaškem.

Med prekomorske države štejeta britanski in ameriški trg z izpostavljenostjo v GBP in USD, včasih pa pride tudi do kakšne izredne prodaje proizvodov v razvijajoče države, kot je Indija. V takih primerih prejme Gorenje plačilo v USD, te terjatve pa ponavadi krijejo z istočasnimi obveznostmi v USD.

Iz opisa sledi, da je za Gorenje trenutno aktualnih 5 glavnih valut: HRK, USD, Poljski Zlot, EUR in GBP. Vse te nameravajo v bodoče varovati in pri njih uvesti valutno UsT.

Pri izhodnih transakcijskih tveganjih bi morda omenili še to, da Gorenje uporablja tudi storitve slovenske izvozne družbe (SID) za zavarovanje denarnih tokov oziroma terjatev pred tveganjem neizpolnitve.

Pretvorbena tveganja

Če ponovimo, pretvorbena tveganja ali tveganje zaradi konsolidacije finančnih izkazov se pojavi, če ima podjetje (holding ali skupina) podrejena hčerinska podjetja v različnih valutnih območjih oziroma državah. Pojavi se ob zaključku leta, ko moramo finančne izkaze v drugih valutah konvertirati in konsolidirati v domačo valuto oziroma SIT. Če vzamemo primer opazovanih podjetij OMV Istrabenz in Skupina Gorenje, vidimo, da imata sedež v Sloveniji.

Tukaj gre tako za neposredne učinke na bilanco stanja, kot za učinke na izkaz uspeha. Kot primer, če pride v obdobju do devalvacije HRK za 20 %, bo vložek kapitala, ki se izkazuje kot kapitalna naložba holdinga/skupine v hrvaško podrejeno podjetje, izgubil na vrednosti za 20 %.

Vrednost kapitalskih naložb v vsa svoja hčerinska podjetja v tujini je pri OMV Istrabenz holdingu okoli 55mio EUR (12,8mlrd SIT), kar predstavlja izpostavljenost pretvorbenim tveganjem. Za skupino Gorenje pa je ta vrednost okoli 43mio EUR (10mlrd SIT).

Vsekakor predstavlja pretvorbeno tveganje za podjetja največje izpostavljenosti in upravljanje z njimi je prioriteta tako v Gorenju kot pri OMV Istrabenzu.

Tveganja spremembe obrestnih mer

Večina podjetij potrebuje za poslovanje zunanja posojila poleg lastnih sredstev oziroma kapitala. Podjetja se po zadolženosti razlikujejo. Nekatera imajo visok količnik zadolženosti (gearing ratio), medtem ko druga pristopajo do zadolževanja bolj konzervativno. V povprečju predstavljajo dolgovi podjetja približno polovico obveznosti do finančnih virov sredstev v pasivi bilance podjetja. Pri tem moramo poudariti, da je ključnega pomena struktura dolgov. Podjetja naj bi stremela k dolgoročnemu zadolževanju oziroma skladno z ročnostjo projektov, ki se pojavljajo v aktivih podjetja. Veliko kratkoročnih obveznosti, poslovnih ali finančnih, terja od podjetja razmeroma visoko likvidnost, saj kratkoročni dolgovi hitro zapadajo, vsi v roku enega leta in jih je potrebno pravočasno poravnati. Dolgoročna posojila so ponavadi ugodnejša, torej je njihova finančna cena oziroma obrestna mera nižja, dolgi roki odplačevanja pa omogočijo podjetju bolj stabilno poslovanje in zmanjšajo potrebo po visoki likvidnosti.

Pri vhodnih tveganjih smo videli da se pojavljajo stroški obrestnih mer pri financiranju zalog, te pa se financirajo pretežno s kratkoročnimi dolgovi.

Ko ima podjetje svojo zaželeno strukturo dolgov glede ročnosti in pogojev odplačevanja, se pojavi tveganje spremembe obrestnih mer. To tveganje je najopaznejše pri obveznostih, ki imajo spremenljivo obrestno mero (npr. obrestna mera je izražena kot EURIBOR + x %), saj nihanje finančnih cen lahko privede do nepredvidenega povečanja obveznosti iz tega naslova. Podjetja imajo v takih primerih možnost najemanja posojil s fiksno obrestno mero, ki zagotavlja gotovost glede načrtovanja bodočih odhodkov iz financiranja.

4. ZAKLADNIŠTVO V MNC

Revija *The Economist* je opisala zakladništvo kot »finančno strojnico podjetja«. Dodali so, da medtem ko dejavnosti v zakladnici ali strojnici niso videti tako plemenite in veličastne kot s kapitanovega mostu, pa so nepogrešljivo potrebne, saj se brez njih ne bi premaknili (Brown, 1996, str. 131).

Tradicionalno je bila vloga zakladnika omejena na zagotavljanje potrebnih virov za delovanje preostalih funkcij podjetja oziroma bolje rečeno se je nanašala zgolj na finančno funkcijo podjetja. Povečanje volatilitosti na finančnih trgih pa je vlogo finančne funkcije bistveno nadgradilo, predvsem v smeri upravljanja s finančnimi tveganji, ponekod pa tudi upravljanja z drugimi tveganji poslovanja. K temu so pozneje dodali še investiranje presežnih denarnih tokov in vsesplošno ravnanje s sredstvi in njihovimi viri. Tako se je pojavila funkcija zakladnika in nastal je sektor zakladništva za uravnavanje finančnih tokov in tveganj, ki pri tem nastajajo (Arnold, 1998, str. 541-545).

Bančni sektor je bil prvi pri vzpostavitvi zakladnikov, ki so kot pooblaščen osebe odgovarjali neposredno upravam bank. Podjetja so pozneje pričela z uvajanjem teh funkcij, razlog pa je bil v vse večjem obsegu poslovanja s tujino in povečevanja finančnega tveganja pri tem poslovanju. V bistvu bi lahko izpostavili povezanost med rastjo podjetja iz domačega v MNC in nujnostjo vzpostavitve zakladne funkcije. Nekatera podjetja so šla še dlje in celo ustanovila lastne banke (ali jih kupila) z izključnim namenom usklajevanja oziroma vodenja notranjih denarnih poslov in denarnih tokov.

Sektor zakladništva ima naslednje funkcije (Hudson, 1994, str. 7):

- financiranje,
- upravljanje s finančnimi tveganji,
- upravljanje obratnih sredstev,
- naložbenje,
- upravljanje denarnih tokov,
- odnosi s finančnimi ustanovami,
- upravljanje s premoženjem in obveznostmi podjetja (asset and liability management).

Vse bolj se pojavlja zakladništvo kot ena temeljnih funkcij, vendar pa podjetja le-te ne organizirajo na ravni profitnega centra. Razlog je verjetno v tem, da obstaja bojazen špekuliranja na trgih izvedenih finančnih instrumentov, s čimer pa bi podjetje izpostavljali vedno večjemu tveganju, namesto da bi ga zmanjševali. Primeri kot Barrings Bank in nam bližji Riječke Banke navajajo na izjemno previdnost pri organiziranju sektorjev in skupin, ki uporabljajo izvedene finančne instrumente. Zato je potrebno pripraviti ustrezne pravilnike o delu, pooblastilih in omejitvah pri opravljanju tovrstnih poslov.

Financiranje je še vedno izjemno pomemben del zakladniške funkcije. Podjetje stremi k optimizaciji pri financiranju. Odloča se ali bo financiralo dejavnosti iz lastnih sredstev ali se bo zadolžilo. Pri zadolževanju pa se odloča med kratkoročnim in dolgoročnim ter o načinih odplačila glavnice in obresti. Ko podjetje načrtuje večje posege (npr. akvizicije in prevzeme) pa se pojavi kot možnost še dokapitalizacija (Arnold, 1998, str 546-554).

O **Upravljanju s finančnimi tveganji** smo že opisali v prejšnjem poglavju, omenimo le še to, da mora zakladništvo organizacijsko vzpostaviti posebni oddelek ali odgovorno skupino, ki je zadolžena za neprestano spremljanje izpostavljenosti podjetja finančnim tveganjem. Ob tem mora biti skupina tudi usposobljena, da lahko podaja predloge, kako odpraviti tveganja, če ima pooblastila pa tudi izvaja vnaprej določene aktivnosti za uspešno UsT.

Poglavje zase so tveganja, katera lahko podjetje zavaruje pri zavarovalnicah ali drugih specializiranih ustanovah (SID). Zavarovalnice prevzemajo določena tveganja in zato zaračunavajo premijo. Tveganja, ki jih te prevzemajo, so splošnega značaja in se obravnavajo v okviru velikega števila podjetij po sistemu verjetnosti (niso odvisna od nekih tržnih razmer). Tovrstna tveganja izračunavajo aktuarji, zaposleni v zavarovalnicah, ponujajo pa standardizirane zavarovalniške produkte. Zavarovalnice so bolj usposobljene za prevzemanje velikega števila tveganj zaradi lastnih izkušenj ter izjemno razširjenega sistema pozavarovanja.

Slovenska izvozna družba (SID) je specializirana za zavarovanje izvoznih poslov in terjatev iz teh naslovov. Z njeno pomočjo je možno terjatve do kupcev v tujini zavarovati pred tveganjem neizpolnitve. Skupina Gorenje ima že od samega nastanka družbe zelo močno povezavo s SID-om.

Upravljanje z obratnimi sredstvi se pojavlja v vsakodnevnih poslovnih operacijah. Če se podjetje širi, vemo, da bo vedno več investiralo v obratna sredstva, s povečano prodajo pa se bo pojavljala tudi potreba po vse večjem obsegu obratnih sredstev. Večja prodaja bo pripeljala do večjega obsega terjatev do kupcev, te pa je treba financirati. Prav tako je treba financirati zaloge materiala in/ali končnih produktov. Bolj ko se razvija podjetje, bolj je potrebno skrbno in nadzorovano financiranje. To pomeni, da morajo v sektorju zakladništva dobro poznati tudi procese, ki od njih zahtevajo financiranje, poznati, kako hitro se obračajo sredstva, kako dolgo je treba financirati terjatve, koliko in kdaj plačevati ter naročati zaloge. Vse to je potrebno izračunavati in spremljati v širšem okviru zakladništva. Zakladništvo mora tudi skrbeti, da je podjetje vedno likvidno ter da pravočasno poravnava obveznosti in obnavlja vire (Arnold, 1998, str. 555-580).

K upravljanju z obratnimi sredstvi lahko prištejemo tudi upravljanje z zalogami, kar je izjemnega pomena pri OMV Istrabenzu in pomemben del strategije njihovega oddelka za zakladništvo.

Naložbenje je tudi zanimivo in pomembno področje v zakladništvu. Kot primer podajmo Skupino Gorenje, katere cilj je profitabilnost sektorja za zakladništvo. Zadali so si cilj, da bi pokrili vse odhodke financiranja s prihodki financiranja, tako da bi vsako leto dosegali pozitivni izid pri financiranju. Možnost za to se jim ponuja zaradi izjemne bonitete (A po Standard & Poor's), ki jo ima skupina. Gorenju to trenutno omogoča najem zelo ugodnih posojil, katera lahko naloži po višjih obrestnih merah, kot jih plačuje za posojila. Tako izvaja podjetje neke vrste arbitražo, ko interni projekti ne izkoristijo vsega ugodnega kreditnega potenciala.

Naložbenje trenutnih presežkov denarnih tokov je investiranje presežnih sredstev, ki jih podjetje trenutno ne potrebuje za projekte, financiranje obratnih sredstev ali za poplačilo obveznosti, finančnih ali poslovnih. Uspeh pri tem nam zagotovi polni izkoristek vseh sredstev podjetja, to pa je možno doseči z izjemno dobrim sistemom upravljanja denarnih tokov (Arnold, 1998, str. 581-585).

Upravljanje denarnih tokov je za veliko multinacionalko bistvenega pomena, saj se brez tega lahko pripeti, da ima denar na računu, ki se ne uporablja ali pa da podjetje celo zaide v likvidnostne težave. Skupina Gorenje ima kot mnoge multinacionalke centralizirano funkcijo zakladništva. To pomeni, da usklajuje denarne tokove vseh 43-ih hčerinskih podjetij. Da je to mogoče, je potreben dober informacijski sistem, ki omogoča ne samo spremljanje, pač pa tudi napovedovanje bodočih denarnih tokov. Znani bodoči denarni tokovi omogočajo finančno planiranje ter dovolijo večjo zanesljivost pri naložbenju (Hudson, 1994, str. 46-52).

Odnosi s finančnimi ustanovami pokrivajo komuniciranje in izbiranje finančnih partnerjev, večinoma bank. Potrebno je spremljati ponudbe, ki se pojavljajo na finančnih trgih, izbiranje najboljših pogojev pa je mogoče le z dostopom do informacijskih sistemov kot je npr. Reuters. V Gorenju in OMV Istrabenzu so pričeli z uporabo tega sistema že pred leti, obema pa je sistem vitalnega pomena. Kot primer povejmo, da Gorenje uporablja Reuters za izboljševanje pogojev pri zadolževanju, saj vidijo vse ponudbe na trgu, OMV Istrabenz pa uporablja sistem predvsem za dostop do Platt's kotacij za naftne produkte kakor tudi za spremljanje futures trga.

Odnose s finančnimi ustanovami je potrebno graditi tudi za uspešno dolgoročno sodelovanje, če se podjetje loti prevzemov ali širitve, mora imeti veliko ugleda v finančnem svetu. Ugled pa dovoljuje podjetju najmanjše ugodnih posojil, dokapitalizacijo in povečuje verjetnost aktivnosti kot so prevzemi in združitve. Pri iskanju finančnih partnerjev se mora podjetje osredotočiti na nekaj le-teh in z njimi razviti globlje sodelovanje namesto splošnega sodelovanja z mnogimi. Tako bo Skupina Gorenje oklestila število bank, s katerimi sodeluje na dve do tri, kriterij pa bo predvsem prisotnost v državah, kjer posluje Gorenje. Trenutno uporablja skupina preko 40 bank po vsej Evropi, kar otežuje gojenje in poglobljanje odnosov.

Upravljanje s premoženjem in obveznostmi podjetja (asset and liability management).

Standardni računovodski izkazi, ki opisujejo in spremljajo sredstva in vire sredstev, povedo malo o skupnem tveganju, kateremu je podjetje izpostavljeno. Nekatera podjetja namenijo temu tudi posebno skupino, ki spremlja in nadzoruje agregirane izpostavljenosti finančnim cenam in trgom, imenuje se skupina za upravljanje s premoženjem in obveznostmi podjetja. Naloga take skupine je ocenjevanje, koliko tveganja prevzema podjetje, pri tem delu pa se analizira tako bilančne kot izvenbilančne postavke. Ocenjevanje izvenbilančnih postavk vključuje ocenjevanje izpostavljenosti zaradi možnih reklamacij, danih garancij, uporabe izvedenih finančnih instrumentov ter podobnih postavk, ki se ne beležijo v bilanci podjetja. Tako delo vključuje veliko izračunov ter simulacij, uporabljajo se tehnike, kot npr. izračun VAR. Skupina za upravljanje s premoženjem in obveznostmi podjetja ponavadi poroča neposredno članom tako nadzornega sveta kot tudi upravi podjetja, omogoča pa pregled nad vsem, kar se dogaja ali bi se lahko zgodilo v podjetju (Hudson, 1994, str. 32-45). Njihovo delo je tako vključeno pri »vladanju tveganju«, več o tem pa v naslednjem poglavju.

Če si predstavljamo današnji svet financ, ki je vse bolj kompleksen, lahko razumemo, zakaj se je pojavila nuja uvajanja specializiranega oddelka za delo na tem področju. Kot že omenjeno, so strokovnjaki v zakladništvu motor podjetja in brez njih bi si težko predstavljali podjetje, ki bi uspešno nastopalo na mednarodnih trgih. Uspešno upravljanje in nadzor nad vsemi sredstvi omogoča podjetju večjo konkurenčnost ter dobičkonosnost, istočasno pa je potrebno brzdati zakladnike pred eventualnim špekuliranjem na finančnih trgih. »Delovanje zakladnikov na finančnih trgih mora biti osredotočeno na varovanje pozicij, ki nastajajo kot rezultat rednega delovanja podjetja z instrumenti, ki jih je odobril nadzorni svet. Zakladnica ne deluje kot profitni center.« (Arnold, 1998, str. 585)

Tu je MNC so ugotovile, da je potrebno uvesti popolno integracijo upravljanja tveganj. Na tak način želijo dobiti v zakladništvu popolni pregled nad vsemi možnimi tveganji, s katerimi bi se lahko srečalo podjetje. Tako naj bi programi UsT v začetni fazi združevali tako finančna tveganja, ki so rezultat fluktuacij finančnih cen, kot tveganja neizpolnitve, ki se rešujejo preko sistema ponujenega s strani zavarovalnic.

V nadaljnji fazi razvoja te funkcije pa pridružujejo tem opravičeno še tako imenovano strateško upravljanje s tveganji. Tako povezujejo operacije zakladništva s tako imenovanimi "core businesses activities" oziroma z osrednjimi funkcijami podjetja (torej z funkcijami proizvodnje in marketinga/prodaje). Namen je predvsem doseganje novih prednosti, s katerimi bi prekašali konkurenco.

Ugotovili so, da mora biti zakladnik del vodstvene skupine v podjetju, saj je za popolno integracijo je potrebno doseči, da sodeluje celotno podjetje s funkcijo zakladništva in da imajo le-ti popolni pregled nad vsemi preostalimi funkcijami. Tako je razvoj zakladništva pripeljal to funkcijo od ustanovitve do popolne informacijske prevlade nad preostalimi funkcijami v podjetju. Namen vsega je bilo uspešno vladanje tveganju, več o njem v naslednjem poglavju.

5. POVEZAVA MED UPRAVLJANJEM S TVEGANJI IN VREDNOSTJO PODJETJA

V tem poglavju bomo videli, kako tveganje vpliva na vrednost celotnega podjetja. Če smo do sedaj opazovali upravljanje s tveganjem, lahko zdaj rečemo, da bomo pogledali še tako imenovano »vladanje tveganju« oz. *risk governance*. Ko govorimo o vladanju tveganju, mislimo na (1) komuniciranje med sektorjem za zakladništvo in upravo podjetja ter nadzornim svetom, in (2) nadzor teh dveh organov nad tveganjem, katerim je podjetje izpostavljeno ter določanje načinov, kako se s tveganjem ravna.

Če poenostavimo, vidimo, da nadzorni svet in uprava družbe določita in odobrita različne načine in postopke (rules and procedures), ki so v podjetju dovoljene za obvladovanje tveganja. To seveda terja tudi veliko finančnega znanja s strani teh dveh organov. Posledica je, da manj kot ima nadzorni svet teh znanj, manj bo pripravljen odobriti taktike in strategije, povezane z izvedenimi finančnimi instrumenti.

Splošno gledano bo podjetje vedno izpostavljeno omejitvam, ki jih predstavljata uprava in nadzorni svet. Usposobljenost tistih, ki *vladajo* podjetju (Bajuk, 2003, str. 2-10), določa maksimalno konkurenčnost podjetja, boljša kot je njihova usposobljenost, bolj bo podjetje konkurenčno.

Da je vladanje tveganju možno, je potreben način vrednotenja. Ta način bi moral predstavljati integrirano oziroma agregirano oceno tržnega tveganja. V zadnjih časih se je uvedla analiza VAR (value at risk) kot aktualna ocena tega tveganja. Čeprav je bila razvita za ocenjevanje tveganosti portfelja, jo lahko uporabimo, če menimo, da je podjetje le en portfelj različnih investicij (sredstva).

Podjetja, ki širše uporabljajo analizo VAR, so tista, katerih vrednost je vezana predvsem na tržno vrednost sredstev. Primer takih podjetij so različni skladi in družbe, katerih funkcija je dobičkonosno naložbenje, npr. vzajemni in pokojninski skladi ter drugi institucionalni investitorji. Druga podjetja, predvsem ne-finančna, pa imajo vrednost vezano na možnosti razvoja, širitve, investicijske priložnosti. Taka podjetja se vrednotijo bolj glede na način poslovanja in vodenja, manj pa glede na tržno vrednost njihovih sredstev. Primer takih podjetij sta prav skupina Gorenje in OMV Istrabenz holding, zato podrobnejša analiza VAR tu ni smiselna. Pozneje, v zadnjem poglavju, bomo omenili še druge podobne analize.

5.1. Vrednost UsT v ne-finančnem podjetju

Pri opazovanju izvedenih finančnih instrumentov – forward, future, swap in opcije - bi lahko dodali še, da so njihove pričakovane neto sedanje vrednosti ob začetku produkta enake nič, oziroma negativne v višini premije, ki jo plačamo. Pojavlja se vprašanje, kako lahko UsT

poveča vrednost podjetja, oziroma če sploh jo. Odgovori so vedno pritrdilni, avtorji pa jih porazdelijo v dve vrste in sicer *taktične* in *strateške*.

Preden se lotimo vprašanja, zakaj bi podjetja uporabljala UsT, najprej pogledjmo zakonske določbe, oziroma odgovornost organov, ki vladajo podjetju. Po zakonu o finančnem poslovanju podjetij (ZFPPod), ki je v veljavi že od julija 1999 je v poglavju 2.2 dobro opisana odgovornost uprav in nadzornih svetov, in sicer:

2.2. DOLŽNOSTI UPRAVE IN NADZORNEGA SVETA NA PODROČJU FINANČNEGA POSLOVANJA PODJETJA

Spremljanje in obvladovanje tveganj

9. člen

(1) Uprava podjetja mora zagotoviti, da podjetje redno spremlja tveganja, ki jim je izpostavljeno pri svojem poslovanju, ter sprejeti ustrezne ukrepe, s katerimi podjetje obvladuje ta tveganja.

(2) Tveganja iz prejšnjega odstavka so zlasti:

1. likvidnostna tveganja,
2. tveganja neizpolnitve nasprotne stranke,
3. obrestna, valutna in druga tržna tveganja,
4. tveganja zaradi izpostavljenosti do posamezne osebe oziroma skupine oseb, ki predstavljajo enotno tveganje.

(3) Izpostavljenost do posamezne osebe po 4. točki prejšnjega odstavka je vsota vseh terjatev do te osebe, vrednosti naložb v vrednostne papirje te osebe in vrednosti kapitalskih deležev podjetja v tej osebi.

Vir: Zakon o finančnem poslovanju podjetij (ZFPPod), Uradni list RS, št. 54/99

Kot vidimo, je naša zakonodaja zelo jasna glede dolžnosti uprav in nadzornih svetov, tako da je že zakonsko opredeljeno, da podjetja morajo upravljati s tveganji oziroma še bolj podrobno s finančnimi tveganji, ki so tema te diplomske naloge. V nadaljevanju pa bomo orisali še dodatno vrednost, ki jo lahko prispeva uspešno UsT v podjetju.

5.2. Taktično UsT

Taktično uporabljanje UsT opisuje dodane možnosti, ki nam jih ponuja uporaba izvedenih finančnih instrumentov za zniževanje stroškov financiranja, in sicer na dva glavna načina. To sta ocenjevanje in odzivanje glede na premike na trgu in z arbitražo med trgi.

Ocenjevanje in odzivanje glede na premike na finančnih trgih

Z UsT instrumenti lahko prilagajamo našo strukturo financiranja glede na premike na finančnih trgih. Če naši strokovnjaki v podjetju pričakujejo nadaljnje upadanje finančnih cen, kot so obrestne mere, lahko naredijo swap med fiksnimi obrestnimi merami in variabilnimi. Primer daljšega obdobja padajočih obrestnih mer sta zadnji dve leti, ko se ECB (Evropska Centralna Banka) sooča z vse večjo možnostjo deflacije v Evro coni. Ko se bo padanje umirilo in se bodo pojavili znaki večje rasti v Evropi, se bo gibanje zagotovo obrnilo. Takrat oziroma tik pred tem bi lahko podjetja ponovno pričela fiksirati obrestne mere, da bi dlje časa obdržala nižjo ceno financiranja.

Arbitraža med trgi

Kot vemo se lahko med trgi pojavijo bistvene razlike v finančnih cenah, način odpravljanja neskladij je arbitraža. Arbitražo lahko izvajajo tako finančna kot ne-finančna podjetja, ponavadi pa se arbitražo izvaja v obliki zadolževanja na relativno cenejših trgih tako dolgo, dokler se ne izravna raven finančnih cen na vseh trgih (Arnold, 1998, str. 925).

Načinov, kako pride do teh neskladij je veliko, med drugim lahko z različnimi davčnimi sistemi. Tako se je zgodilo z dolžniškimi vrednostnimi papirji v Novi Zelandiji. Ameriška podjetja so leta 1990 ugotovila, da je donosnost dolžniških papirjev v Novi Zelandiji (NZ) višja od primerljivih papirjev drugod po svetu. Do tega je prišlo zaradi obdavčevanja izdajateljev dolžniških papirjev, ki je povzročilo, da so morale biti bruto obrestne mere papirjev NZ relativno višje, za enak neto donos kot so jih dobili investitorji NZ na Evro trgih. Ta davčna ureditev pa je veljala le za fizične in pravne osebe NZ. Arbitraža se je pojavila tako, da so ameriška podjetja izdajala dolžniške papirje na Evro trgih in plačevala evro obresti, zatem pa kupovala dolžniške papirje NZ in prejemale višje donose NZ papirjev. Ta poseg je trajal tako dolgo, dokler se ni razlika med trgi odpravila (Smithsohn, 1998, str. 498-500).

5.3. Strateško UsT

Strateško UsT pomeni, da če podjetje upravlja s tveganji povezanimi s finančnimi cenami, bodo denarni tokovi postajali vedno bolj predvidljivi in stalni. To bo prispevalo k zniževanju volatilnosti vrednosti podjetja in posredno zvišalo tržno vrednost podjetja.

Poglejmo te trditve bolj podrobno. Kot smo že dejali, so vsi denarni tokovi občutljivi na spremembe finančnih cen, zato bomo v nadaljnji analizi govorili o pričakovanih denarnih tokovih. Tržno vrednost podjetja (V) dobimo z analizo vrednosti vseh pričakovanih bodočih neto denarnih tokov [$E(NCF)$] in analizo diskontnih stopenj teh tokov. Vrednost podjetja zapišemo kot:

$$V_j = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E(NCF_{jt})}{(1+r_{jt})}$$

Vir: Smithson, 1998, str. 502.

Enačba nam kaže, da je povečanje tržne vrednosti podjetja možno le z zviševanjem pričakovanih neto denarnih tokov ali pa z zniževanjem diskontnih stopenj. Vprašanje ali UsT vpliva na diskontno stopnjo v tej enačbi - ki za podjetje predstavlja ceno kapitala ali »*cost of capital*« - je pritrnilno, saj kot vemo, zahtevamo večje donose za bolj tvegane posle. Izjemno pomemben je UsT za ljudi, ki naložijo vse svoje premoženje ali njegovo večino v le eno podjetje. V Sloveniji so tak primer podjetja, ki so se lastninila preko certifikatov. V teh podjetjih so zaposleni odkupili relativno pomembne deleže (v Gorenju kontrolirajo okoli 35 % kapitala) in s tem angažirali veliko svojega razpoložljivega premoženja v podjetjih, ki jih tudi zaposlujejo. Za te ljudi, ki niso diverzificirali svojega premoženja, je značilen veliki odpor do tveganja, zato je njegovo zniževanje preko UsT zelo zaželeno.

Podrobneje bomo preučili kako lahko z UsT povečamo vrednost podjetja preko povečevanja vrednosti neto denarnih tokov. Kako lahko z hedgingom ali drugimi finančnimi prijemi ugodno vplivamo na realne denarne tokove.

Leta 1958 sta Franco Modigliani in Merton Miller prvič opisala povezavo med denarnimi tokovi podjetja in finančno politiko tega podjetja. Povezavo so pozneje poimenovali M&M trditve. Ta pravi, da lahko v svetu brez davkov, transakcijskih stroškov in s konstantno investicijsko politiko podjetij, investitor sam upravlja s tveganjem, s sestavo lastnega diverzificiranega portfelja. Iz tega bi sledilo, da po M&M trditvi podjetju ni potrebno upravljati s tveganji, še več, od podjetja bi se terjalo, da vodi status quo oziroma ne spreminja ali uvaja novih finančnih politik.

Prava vrednost M&M trditve se pokaže, ko jo obrnemo na glavo. Iz tega dobimo: »Če je finančna politika podjetja pomembna in z njo povezano UsT, potem lahko podjetje preko svoje UsT strategije vpliva tudi na davke, ki jih mora plačati, na transakcijske stroške ter na investicijske odločitve.« (Smithson, 1998, str. 503).

Trditev M&M nam bo uvod v naslednje točke, kjer bomo opisovali povezavo med UsT in davki, transakcijskimi stroški in investicijskimi odločitvami. Ta teoretična področja preučujejo tudi mnogi danes aktualni ekonomisti (kot sta W. Dolde in Charles W. Smithson), tako da se teorije še razvijajo. Vedno pa bo poudarek na tem, kako povezava in uporaba UsT doprinese k večji vrednosti podjetja.

Povezava med UsT in davki podjetja

Z uspešnim upravljanjem s tveganji dosežemo, da so bodoči neto denarni tokovi stabilnejši. Namesto, da imamo eno leto izjemno visok neto denarni tok, naslednje pa nizek, bomo imeli vsako leto več ali manj podobne neto denarne tokove. Želimo si takšne denarne tokove, ki se bodo odzivali glede na druge zunanje pojave in trende, ne pa na tveganja povezana s finančnimi cenami (npr. vplivali bodo splošni dejavniki, kot so stanje gospodarstva ter rast ali krčenje trga za podjetje). Tako bomo dosegli tudi, da bodo plačani davki iz leta v leto podobni (Dolde, 1995, str. 23-33).

Za boljšo ilustracijo pogledjmo, kaj se zgodi v podjetjih A in B, kjer prvo podjetje A ne uporablja strategij UsT in ima kot rezultat velika nihanja v neto denarnih tokovih ter podjetje B, ki si z uporabo UsT zagotovi izravnane denarne tokove. Pri primeru ne upoštevamo diskontnih faktorjev in dobiček je enak neto denarnim tokovom (nič ne amortiziramo).

Podjetje A ima v prvem letu dobička za 300mio SIT, v drugem letu pa realizira izgubo v višini 100mio SIT. Podjetje B ima v obeh letih dobička za 100mio SIT. Neto efekt bi bil na prvi pogled enak, a če dodamo davek na dobiček v višini 25 %, ugotovimo, da podjetje A plača v prvem letu 75mio SIT davkov od dobička, v naslednjem letu pa nič zaradi izgube. Podjetje B pa plača v prvem in drugem letu 25mio SIT davkov od dobička in tako skupaj plača le 50mio SIT. Tako vidimo, da bi bil v tem primeru učinek uporabe UsT 25mio SIT.

Visoki dobički in davki v enem obdobju, ter izgube v drugem oziroma velika variacija in nesposobnost napovedovanja bodočih neto denarnih tokov pa lahko podjetje pripeljeta do še veliko večjih težav. Tako podjetje se lahko kmalu sooči s kapitalsko neustreznostjo, saj večji davki v enem obdobju pomenijo tudi manj kapitalskih rezerv za podjetje na dolgi rok. Te rezerve kopnijo v letih z izgubami. Tak način vodenja lahko privede podjetje v bankrot, ko povsem zmanjka pozitivnega kapitala in če v podjetju ni možno izpeljati dokapitalizacije ali ga prestrukturirati. S tem je povezana tudi naslednja točka.

UsT in transakcijski stroški

Če lahko preko uspešnega UsT znižamo volatilitnost oziroma nestanovitnost denarnih tokov, lahko posredno tudi zmanjšamo volatilitnost tržne vrednosti podjetja. To tudi pomeni, da zmanjšamo verjetnost, da podjetje propade, saj iz leta v leto uspešno plemenitimo kapital podjetja. S tem postajamo vse bolj stabilno in zanesljivo podjetje.

Podjetje, ki ne uporablja UsT in je bolj izpostavljeno možnosti likvidacije, ima tudi veliko večje ovire pri pridobivanju sredstev za financiranje. Za tako podjetje so posojila dražja, roki za plačilo dobaviteljem krajši ter na splošno možnosti razvoja omejene. Poleg tega pa ima tudi nestabilen vir lastnih sredstev, iz katerih bi lahko financiralo razvoj podjetja.

Transakcijski stroški se bodo znižali le, če podjetje lahko prepriča partnerje, da posluje stabilno in bo še prisotno, ko bo potrebno poravnati dolgove ali izpolniti morebitne garancije. UsT tako posredno tudi dodaja vrednost produktom, ki jih podjetje prodaja na trgu. Kupec bo tako prej kupil npr. vozilo, za katerega bo lahko dobil rezervne dele šele čez 5 let, kot pa vozilo podjetja, ki nakazuje, da bo propadlo.

UsT in investicijske odločitve

V tem zadnjem sklopu si bomo pogledali, kako lahko z UsT ugodno vplivamo tudi na investicijske odločitve in si tako zagotovimo rast podjetja. V podjetjih, ki ne upravljajo s tveganji, lahko pride do zavrnitve projektov, ki imajo pozitivno neto sedanjo vrednost. To se pripeti, ko je podjetje v težavah in se izmika propadu, ker pa se ne more razvijati pomeni, da je za podjetje konec že na vidiku. Edino možnost za obstoj ima v reorganizaciji ali sanaciji.

Do zavrnitve projekta pa lahko pride tudi kot rezultat spora med delničarji in kreditodajalci ali lastniki obveznic. Lastnik obveznice ali kreditodajalec (oba imata podobno pozicijo do podjetja, zato v nadaljevanju govorimo le še o kreditodajalcu) ima terjatev do podjetja s fiksnim donosom, medtem ko je pozicija delničarja podobna call opciji (seveda brez časovne omejitve). Če podjetje propade, bo kreditodajalec oškodovan v višini celotne ali vsaj delne glavnice, medtem ko bo imel delničar samo opcije brez vrednosti (vrednost delnice ob nakupu se lahko smatra kot premija, ki jo je plačal delničar v želji, da bo vrednost podjetja naraščala in z njo vrednost call opcije).

Kot vidimo, je tveganje, ki ga prevzema kreditodajalec veliko večje, če je podjetje nestabilno in njegova vrednost volatilna, med tem ko ta pojav pomeni večjo vrednost za delničarja (večja varianca sredstva predstavlja večjo vrednost za lastnika opcije na to sredstvo – saj bi zaradi večje variance moral plačati tudi višjo premijo). Verjetnost, da bo podjetje propadlo je kot že rečeno, tudi večja zaradi tega pojava. Zato se kreditodajalci poskusijo zavarovati. To storijo z omejevanjem kreditne sposobnosti podjetja oziroma z zviševanjem obrestne mere, za dodatno zadolževanje. Problem se pojavi, ker bo prvotni kreditodajalec dobival nižje obresti, kot vsak naslednji, večji stroški obresti pa za podjetje posredno zopet pomenijo večjo verjetnost propada. Tako se potencialni kreditodajalci poskusijo zavarovati tudi s hipotekami na sredstva podjetja (prvi kreditodajalec dobiva nižje obresti, zato pa ima prvi pravico do sredstva pod hipoteko, v primeru propada podjetja).

Včasih se tudi podjetja odločijo, da bodo dala zagotovila kreditodajalcem v obliki zamenljivih obveznic (lahko se jih spremeni v delnice in s tem pridobi možnost soodločanja o razvoju podjetja) oziroma se podjetje obveže, da bo izplačilo dividend omejeno (da ne bo prišlo do likvidacijske dividende) in da zadolženost ne bo presegala določenega količnika glede na vrednost kapitala.

Konflikt med delničarji in kreditodajalci lahko zmanjša podjetje z UsT, dosežena stabilnost denarnih tokov bo pomenila manjše kreditno tveganje ali manjše tveganje neizpolnitve podjetja. S tem ko bodo kreditorejmalci lahko dovolj zanesljivo sledili denarnim tokovom podjetja, bodo tudi lažje ugotavljali koliko kreditov lahko podjetje še servisira. Ponavadi to pomeni veliko več kot za podjetje z nestabilnim neto denarnim tokovom.

UsT posredno vpliva tudi na število investicij, ki jih podjetje lahko izpelje. Kot že rečeno, bo podjetje brez UsT zavrnilo tudi projekte s pozitivno neto sedanjo vrednostjo, to pomeni, da se bo podjetje podinvestiralo (underinvest). Če pa z uspešnim UsT to preprečimo, bodo nove investicije doprinesle k rasti neto denarnih tokov v bodočnosti. Za primer podajmo farmacevtska podjetja, katerih vrednost je pozitivno korelirana glede na obseg R&R (raziskave in razvoj), ki ga podjetje izvaja.

Tako so v Merck-u pričeli upravljati z valutnim tveganjem, da bi lahko posredno več investirali v R&R in povečali število zdravil, ki jih razvijajo za trg ter tako tudi dobičkonosnost podjetja (Smithson, 1998, str. 507-509).

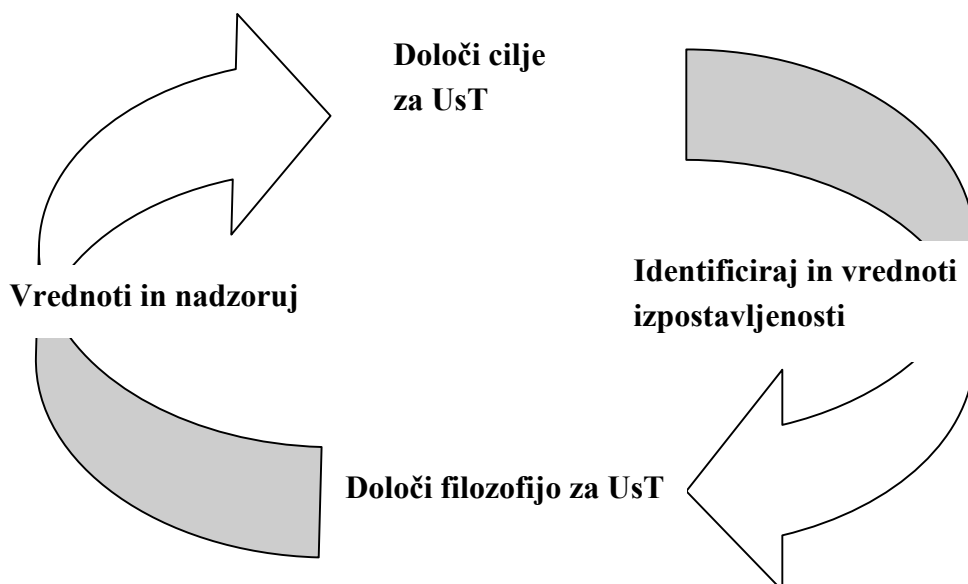
Kot vidimo, je za podjetja ne samo obvezno, temveč tudi smiselno upravljati s tveganji, saj tako povečamo možnosti za uspešno rast podjetja, s tem pa zadovoljstvo tako delničarjev kot kreditodajalcev. V zadnjem poglavju bomo pogledali, kako se razvijajo programi za UsT ter predstavili razvoje programa v obravnavnih podjetjih.

6. PROGRAMI ZA ZMANJŠEVANJE FINANČNEGA TVEGANJA

Obstaja mnogo načinov uvajanja upravljanja s tveganji v podjetje, dober primer je uvajanje UsT v OMV Istrabenzu. Procesi v Gorenju žal še niso tako daleč, da bi jih lahko opisal oziroma podal njihovo shemo. Preden se lotimo primera, pa bi bilo dobro opisati neko splošno shemo poteka vzpostavitve programa za UsT.

6.1. Definiranje politike in procedur

Številna podjetja po svetu so sledila naslednji shemi pri vzpostavljanju UsT, ki poudarja 4 glavne dejavnosti:



Vir: Smithson, 1998, str. 554.

Določanje ciljev za upravljanje s tveganji

Najprej mora podjetje določiti cilje, ki jih želi doseči z vzpostavitvijo oddelka ali službe za UsT.

Nekatera podjetja, predvsem finančna, bodo trgovala z izvedenimi finančnimi instrumenti za doseganje dodatnih dobičkov. V tem primeru morajo določiti, koliko kapitala bodo tvegali za te dejavnosti ter kakšen je njihov ciljni donos pri teh aktivnostih.

Nas bolj zanimajo podjetja, ki uporabljajo instrumente za zmanjševanje tveganja. V tem primeru si bo podjetje za cilj ponavadi določilo zmanjševanje volatilnosti nekega faktorja.

Primer je lahko volatilitnost denarnih tokov ali morda prihodkov ali pa celo volatilitnost tržne vrednosti podjetja. Po študiji iz leta 1995, ki jo je opravila fakulteta Wharton v povezavi z CIBC World Markets Survey, se je večina podjetij odločila prav za stabiliziranje denarnih tokov in prihodkov (Smithson, 1998, str. 555).

Razlika med upravljanjem s tveganji in špekuliranjem na trgih izvedenih finančnih instrumentov je prav v tem, da je prvo namenjeno zmanjševanju volatilitnosti in uvajanju stabilnega poslovanja, drugo, torej špekuliranje, pa je zgolj iskanje dodatnih zaslužkov z uporabo istih instrumentov. Tako morajo vodstva podjetij točno določiti in opredeliti cilje v pravilniku, po katerem naj bi delovali zakladniki. Pri poznejši kontroli dela zakladnikov se primerja ustreznost njihovih posegov z določili v pravilniku in če so njihova dejanja podrejena ciljem določenim v pravilniku.

Identifikacija in vrednotenje izpostavljenosti

Ko ima podjetje določene cilje UsT, mora ugotoviti, katerim tveganjem je izpostavljeno in kako velike so te izpostavljenosti. Podjetje mora vzpostaviti sistem, po katerem bo vrednotilo tveganja. Poleg tega mora sistem tudi spremljati tveganja in podajati analize razlik, pozitivnih ali negativnih, ki smo jih dosegli z uporabo UsT.

Sistem VAR smo že omenili, vsekakor pa ni edini sistem vrednotenja tveganja. Obstajajo še »Stress Testing«, »Option Sensitivity Measures«, »Duration/Value of 01« in drugi manj uporabljeni sistemi. Vsi naštetni sistemi pa so si podobni v tem, da analizirajo stanje ob določenem trenutku. Tako nam povejo, kako bo sprememba finančne cene vplivala na *trenutno vrednost* sredstva, vira ali portfelja. Ne-finančna podjetja pa bolj kot stanja zanimajo tokovi, saj želijo upravljati tokove. Zato jih zanima, kako bodo spremembe v finančnih cenah vplivale na denarne tokove ali prihodke. Zadnje čase se je tako začel uveljavljati sistem »cash flow at risk« ali »cash flow sensitivity«, ki sta jo prvič definirala Hayt in Song leta 1995 (Smithson, 1998, str. 557).

Določanje filozofije za upravljanje s tveganjem

Za uspešno upravljanje s tveganji mora podjetje razviti »filozofijo«, oziroma akcijski načrt, kako ravnati s tveganji, ko so ta zaznana in ovrednotena. Avtorji s tega področja pišejo, da je potrebno sestaviti integrirani sistem za UsT, torej sistem, ki bo zmožen obdelati vsa tveganja prisotna v podjetju in ne samo finančna.

Ne-finančna podjetja so se lotila upravljanja tveganj povezanih s finančnimi cenami v 1980-ih z ustanovitvijo tako imenovanih »netting« centrov. Takrat so bile to centralizirane institucije, ki so računale neto izpostavljenosti podjetja po posameznih vrstah tveganja. Večja podjetja so za to ustanovila kar svoje interne banke za upravljanje neto izpostavljenosti. Taka podjetja so bila Hewlett-Packard, Intel in podobne MNC. Po študiji Wharton/CIBC iz leta 1995 je takrat

tretjina ameriških ne-finančnih podjetij obdelovala tveganje po portfolio načinu, torej z združevanjem vrst tveganja in upravljanjem po vrstah. Drugi dve tretjini pa sta upravljali s tveganjem po sistemu »case by case« ali primer za primerom.

Pri določanju filozofije, ki jo bo imelo podjetje do tveganja, se mora odločiti vodstvo, koliko bo dopustilo možnosti uporabe napovedovanja sprememb. Torej ali bodo lahko v zakladništvu reagirali glede na svoje ocene trga in poglede ali pa bo podjetje zgolj sledilo trgu in se ne bo izpostavljalo špekulacijam. Potrebno se je odločiti za aktivno ali pasivno zaščito pred tveganjem oziroma hedgiranje. Aktivno se tu približuje špekuliranju, kjer delujemo glede na prepričanje, ki ga imamo o trgu. Pasivno upravljanje pa vzame trg kot popoln in prevzame konservativnejši pristop, deluje le z že znanimi informacijami in ne podaja mnenj glede prihodnosti. Podjetja seveda ponavadi izberejo vmesno strategijo, torej deloma upravljajo aktivno deloma pa pasivno.

Če bi primerjali naši dve podjetji, torej Gorenje in OMV Istrabenz, bi videli, da deluje OMV Istrabenz po portfolio principu ter upravlja deloma aktivno, deloma pasivno s tveganji. Gorenje pa še nima izdelanega popolnega sistema in deluje po sistemu primer za primerom. V Gorenju prevladuje pasivni pristop do UsT, razmišlja pa se o aktivnem upravljanju s tveganji pri obrestnih merah. Zaradi tako različno izvedenih programov UsT sem se odločil predstaviti celovitejšega, ki so ga uvedli v OMV Istrabenz holdingu. Zanimivo pa bi bilo v bodoče spremljati nastanek programa za UsT v Skupini Gorenje.

Program upravljanja s tveganji v OMV Istrabenz holdingu

Program zavarovanja proti cenovnim fluktuacijam naftnih derivatov

Namen vzpostavitve programa za zaščito proti cenovnim fluktuacijam je bil v zagotavljanju z vladnim cenovnim modelom določene podjetniške marže tako pri nakupu kot pri prodaji naftnih derivatov. Prizadevali so si vzpostaviti tak cenovni management, ki bi vodil k optimizaciji nabavnih cen ob upoštevanju tveganj, ki nastajajo z uporabo določenih izvedenih finančnih instrumentov. Pri tem so se odločili uporabljati finančne instrumente tako za krajša kot za daljša časovna obdobja. Telo, ki odloča o taktičnih in strateških odločitvah, je bilo sestavljeno iz ekspertov na področju nabave energentov in iz finančnih ekspertov. To skupino so imenovali "Risk Management Committee" oz. komisija za upravljanje s tveganji. Vsi člani te komisije so sodelovali v teamskem delu pri vzpostavitvi in kasneje tudi pri implementaciji programa risk management oziroma programa za UsT. Pred tem je bilo za vse člane zagotovljeno intenzivno izobraževanje na področju uporabe izvedenih finančnih instrumentov v tujini.

V naftni dejavnosti se lahko z veliko verjetnostjo količinsko načrtuje količine bodočih nakupov in kasnejše prodaje na trgu zlasti, ko gre za maloprodajo, tako za krajša obdobja do treh mesecev kot za obdobja do enega leta.

Načrtovanje letnih nabav je osnova za sklepanje letnih pogodb o dobavah z dobavitelji in program UsT. Načrt nabav predstavlja osnovo za uporabo določenih oblik izvedenih finančnih instrumentov. Izvedeni finančni instrumenti, ki jih uporablja OMV Istrabenz pri nabavah naftnih derivatov so po vrstnem redu pomembnosti naslednji: futures, swaps in forwardi.

Za trgovanje s futures pogodbami obstoja več borz, vendar sta se kot najprikladnejši izkazali dve: New York Metal Exchange (NYMEX) za neosvinčeni bencin in International Petroleum Exchange (IPE) za kurilno olje in plinsko olje oz. dizel.

Za potrebe trgovanja na omenjenih borzah so zaradi domače devizne zakonodaje celotno poslovanje najprej opravljali prek domače banke. Ta institucija žal ni imela pogojev za neposredno nastopanje na omenjenih borzah, temveč je za tovrstne borzne operacije uporabljala tuje brokerske hiše, ki so hkrati tudi članice prej omenjenih borz. Zato so pozneje sklenili pogodbo tudi s tujo brokersko hišo, s katero jim je bilo omogočeno bolj neposredno izvajanje naročil nakupov in prodaj posameznih futures pogodb. Pogodba s tujo brokersko hišo je omogočila tudi uporabo celotnega sklopa informacij, ki jih ta hiša pripravlja za svoje stranke, kakor tudi tekočo svetovalno dejavnost tako pri strateških kot pri tekočih poslovnih odločitvah, ki se nanašajo na bodoče nabave naftnih derivatov.

Izpostavljenost proti cenovnim fluktuacijam so minimizirali s "hedgiranjem", z uporabo izvedenih finančnih instrumentov. Uporaba teh instrumentov za špekulativne posle ni dovoljena ali predvidena v pravilniku o izvajanju programa za UsT. Z izvedenimi finančnimi instrumenti vzpostavljajo ustrezne pozicije tako, da so vrednostno enake (ali manjše, v odvisnosti kolikšen del želijo ščititi proti tveganju), sicer pa nasprotno stanju, ki izhaja iz fizične transakcije blaga. Namen je zmanjšati tveganje, ki nastane kot posledica fizične transakcije.

Ponavadi ima holding dolge pozicije v blagu zaradi poslovanja. Dobavljeno blago oz. naftne derivate skladiščijo v skladiščnem prostoru poleg Luke Koper pri podjetju Instalacija do trenutka prodaje. Tveganju spremembe blagovnih cen so izpostavljeni od trenutka prevzema in skladiščenja energentov do prodaje.

Odzivanje na trg

Določitev strategije v odziv na spremembe na naftnem trgu je osnovna in najpomembnejša naloga tržnih analitikov v OMV Istrabenzu. Opredelijo se, v katero smer se bo gibala cena konkretnega energenta v naslednjem kratkoročnem obdobju. Za določitev te strategije uporabljajo tako informacije analitičnega oddelka tuje brokerske hiše kot nasvete njihovih strokovnjakov.

Če so tržne cene določenega energenta v kasnejših mesecih nižje od spot cene danes, pravimo, da je trg v backwardation poziciji. V tem primeru so futures cene nižje glede na trenutne spot cene. Holding teži k čim manjšim zalogam, oziroma mora preprečiti prenašanje zalog iz tekočega obdobja v naslednje, saj bi to negativno vplivalo na iztrženo maržo.

Če so cene za blago v kasnejših mesecih dobave višje od današnjih, pravimo, da je trg v contango stanju. V tem primeru so futures cene višje glede na spot cene. Torej blago kupijo, ga skladiščijo in fiksirajo ceno s futures pogodbami. Odločitev je odvisna od stroškov skladiščenja blaga, obrestnih mer za financiranje zalog, transakcijskih oz. manipulativnih stroškov ter stroškov v povezavi z futures pogodbo. Ko je trg v takem položaju je seveda dobrodošlo, če se neprodane zaloge produktov prenašajo v naslednja obdobja, s čimer dosežejo višjo maržo od vladne modelske marže.

Spremembe stanj na tržišču iz backwardation v contango in nazaj lahko učinkovito izkoriščamo s t.i. spread trgovanjem. Spread trgovanje uporabljamo, ko želimo: (1) obnoviti oz. nadaljevati hedgiranje iz tekočega meseca v prihodnji mesec, (2) izkoriščati razliko med dvema trgoma in (3) prenesti dobavo iz enega tržnega stanja v naslednjega. Trenutno OMV Istrabenz še ne uporablja spread trgovanja, a v bodoče ga nameravajo uvesti.

Potrebna organizacija

Omenjene strategije so prvotno zahtevale čimprejšnje strokovno usposabljanje izvajalcev na področju cenovnega risk managementa in managementa zalog naftnih derivatov. Po nasvetu tujih finančnih ekspertov so izpeljali organizacijske in kadrovske spremembe, ki bodo imele za posledico premestitev zunanje trgovine in spremljajočih finančnih tokov v zakladništvo holdinga. Holding bo v bodoče tudi pričel poslovati v svojem imenu in za svoj račun, saj lahko samo tako prevzame nase vsa pooblastila in odgovornosti, ko gre za upravljanje blagovnih in denarnih tokov v štirih državah in s tem povezanim obvladovanjem valutnih tveganj, blagovnih tveganj in tveganj pri izpostavljenosti proti gibanju obrestnih mer.

Omejitve pri uporabi izvedenih finančnih instrumentih

Zaščita proti cenovnemu tveganju z uporabo hedging metode že sama po sebi predstavlja omejitev in zahteva tesno povezanost med konkretnim blagom in uporabljenim finančnim instrumentom.

V holdingu se proces tveganja proti cenovnim fluktuacijam konkretnega energenta konča, ko je izvršena prodaja tega blaga končnemu porabniku. Zato je vezan na ta dogodek tudi proces izvajanja zaščite s finančnimi instrumenti. To pomeni, da v trenutku prodaje blaga končnemu porabniku preneha tudi čas za zaščito proti cenovnemu tveganju. Odprte pozicije finančnih

instrumentov, vezane na konkretne količine blaga se tako zapirajo istočasno kot prodaja blaga.

Upravljanje z valutnimi tveganji

Najpomembnejša valuta pri poslovanju holdinga je USD. S to valuto plačujejo nabave naftnih produktov. Apreciacijska gibanja USD proti EUR in posledično proti SIT, so povzročala podjetju v preteklosti precejšnje izgube. Negativnih tečajnih razlik so se lotili prek uravnavanja valutnih tveganj z uporabo določenih izvedenih finančnih instrumentov .

V programu UsT so predvideli obvladovanja tveganj pri transakcijskem tveganju in pri pretvorbenem tveganju.

Za zmanjševanje transakcijskega tveganja so predvsem prišli v poštev forward nakupi USD za krajša obdobja od 30 do 60 dni pri zapiranju nabavnih pozicij blaga. Z nevtralizacijo negativnih učinkov valutne izpostavljenosti je bila omogočena večja gotovost pri načrtovanju bodočih marž pri posameznih vrstah produktov na eni strani, na drugi strani pa so neposredno vplivali na zmanjšanje negativnih tečajnih razlik.

OMV Istrabenz je namenil posebno pozornost tudi upravljanju s sredstvi in viri. Bilanca stanja holdinga je izkazovala v svoji pasivi precejšen znesek obveznosti USD do dobaviteljev zaradi 30-dnevnih zamikov plačil za dobavljene energente. V bilanci stanja pa ni bilo nikakršne ustrezne protipostavke v USD, ki bi zniževala obseg negativnih tečajnih razlik. Imeli so torej kratko pozicijo v USD. Optimalno pozicijo so zopet vzpostavili z forward nakupi skladno z dinamiko zapadlosti plačil. Njihova strategija pri uravnavanju valutni izpostavljenosti teži k popolni izravnavi devizne podbilance po posameznih valutah.

Vir: Intervjuji pri holdingu OMV Istrabenz

7. SKLEP

V uvodu diplomske naloge sem si zastavil cilje, ki sem jih med pisanjem naloge tudi dosegel. Želel sem analizirati slovenska multinacionalna podjetja, njihova finančna tveganja, načine upravljanja s temi tveganji, zakladništvo in kako oblikovati program za upravljanje s tveganji.

V pričujoči diplomski nalogi sem nazorno predstavil pojem podjetja multinacionalke ter razloge, zakaj pride do oblikovanja podjetij MNC. Za tem sem obravnaval trenutno aktualno temo v gospodarstvu, upravljanje s finančnimi tveganji. Na kratko sem povzel razvoj upravljanja s tveganji in z njim povezanih inštrumentov ter strategij. Izpostavil sem tudi vpliv, ki ga ima tveganje na poslovanje podjetja. To področje se pri nas še ni dovolj razvilo, če ga primerjamo z razvojem, ki je bil na tem področju dosežen v tujini. Slovenska podjetja, ki so se že lotila uvajanja novosti pri upravljanju s tveganji, so redka podjetja MNC ter slovenske in tuje banke. K temu so bili prisiljeni zaradi dolgoletne konkurence s tujimi institucijami, kar pa je pripomoglo k izboljšanju njihovega načina dela.

V diplomski nalogi sem predstavil tudi funkcijo zakladništva, ki je zadnja novost v slovenskem gospodarstvu oziroma podjetjih. Z njim povezane aktivnosti se že vrsto let uspešno izvajajo v slovenskih bankah, vprašanje je le, če so kontrole na teh področjih dovolj močne oziroma, če lahko zaznajo in preprečijo Barrings scenarijo. Večina ne-finančnih družb pa šele zdaj pričinja z uvajanjem UsT in celotnih zakladniških funkcij.

Z vključevanjem v evropske integracije, se ne bomo več spraševali, ali je za podjetje nujno zakladništvo in ali potrebuje strategije UsT. Namesto tega bodo podjetja med seboj tekmovala, katero bo najučinkoviteje upravljalo vsa svoja tveganja. V to bodo uprave in nadzorni sveti prisiljeni s strani delničarjev, ki bodo zahtevali večjo profesionalnost in odgovornost za ravnanje s premoženjem, ki so jim ga zaupali. Verjetno se bodo pojavili tuji kot prvi med zahtevnejšimi delničarji. Ko pa bodo spoznali tudi domači lastniki podjetij, kako se vodijo podjetja v tujini, (bodisi preko naložb v kapital tujih podjetij ali preko dela s tujimi partnerji), bodo tudi ti pritisnili na vodstva podjetij z zahtevo po učinkovitejšem UsT, ali pa jih bodo kratko malo zamenjali.

Verjetno je pri nas precej podjetij, ki nimajo razvite funkcije UsT, vendar da med ta podjetja sodi tudi KRKA Novo mesto, si investitorji težko razlagajo. Imeti v tem smislu tako finančno nepodkovanega predsednika uprave je možno samo pri nas, ko je prepletenost med nadzornimi sveti in upravami v ospredju, donosnost podjetja in širok krog malih delničarjev pa izven kroga odločanja v podjetjih.

Vsekakor se v bodoče obetajo velike spremembe v slovenskem gospodarstvu, ne samo v lastniški strukturi temveč tudi v povečanju strokovnosti pri upravljanju in vodenju podjetij.

Učenje ter prilagajanje novim načinom dela bodo edina možnost za preživetje in napredek slovenskih podjetij v širši regiji.

Ob koncu naloge sem predstavil še splošno shemo za oblikovanje in vzpostavitev programa UsT, ter predstavil program holdinga OMV Istrabenz. Vseskozi diplomsko nalogo sem tudi podajal primere, ki so se nanašali na obravnavani slovenski multinacionalki, skupino Gorenje in OMV Istrabenz holding. S tem sem želel približati teme v nalogi dejanskemu stanju v obravnavanih podjetjih in s tem opisati, kako poteka izvajanje omenjene funkcije v boljšem delu našega gospodarstva. Podjetji sem si izbral zaradi svojega spremljanja teh dogajanj v preteklosti. Stike sem vzpostavil že pri pisanju seminarских nalog med svojim študijem, pri pisanju diplome pa sem stike le še poglobil.

8. LITERATURA

1. Rojc Emil: Gorenje v ogledalu petih desetletij. Velenje: Gorenje, 2000. 183 str.
2. Svetličič Marjan: Svetovno podjetje. Ljubljana: Znanstveno in publicistično središče, 1996. 426 str.
3. Brigham F. Eugene, Huston F. Joel: Fundamentals of Financial Management. 9 izdaja. New York: Harcourt College Publishers, 2001. 959 str.
4. Smithson W. Charles: Managing Financial Risk. New York: McGraw-Hill, 1998. 663 str.
5. Rawls S. Waite III, Smithson W. Charles: The Evolution of Risk Management Products. New York: Journal of Applied Corporate Finance, Winter 1989. 355 str.
6. Davies R. Peter: Introduction to Corporate Finance. London: The Chartered Institute of Bankers, 1990. 395 str.
7. Veselinovič Draško: Opcije in drugi terminski (izvedeni) finančni instrumenti. Ljubljana: Gospodarski Vestnik, 1998. 341 str.
8. Ribnikar Ivan: Od denarja do medvedjega trenda: pojmi in izrazi v ekonomiji. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, CISEF, 1994. 228 str.
9. Uyemura G. Dennis, Van Deventer R. Donald: Financial Risk Management in Banking. New York: Bankline, 1993. 359 str.
10. Arnold Glen: Corporate Financial Management. London: Financial Times Professional Limited, 1998. 1050 str.
11. Hull John: Options, Futures, and Other Derivative Securities. 2 izdaja. London: Prentice-Hall International, 1993. 492 str.
12. Brown, M.: A Survey of corporate risk management. The Economist, 16.11.1996, str. 131.
13. Hudson Robert: Treasury Management. 2 izdaja. London: Chartered Institute of Bankers, 1994. 464 str.
14. Bajuk Jože, Kostreč Denis, Podbevšek Gorazd: Kodeks vladanja podjetjem v Evropi. Ljubljana: Združenje Manager, 2003. 154 str.
15. Dolde W.: Hedging, Leverage and Primitive Risk. *Journal of Financial Engineering* 4, 1995. 156 str.

9. VIRI

1. Sovdat Petra: Dobro obveščeni pravijo. Finance, Ljubljana, 21. 1. 2003, str. 16.
2. Letno poročilo družbe Gorenje d.d. in Konsolidirano letno poročilo Skupine Gorenje 2002, str. 111.
3. Letno poročilo holdingške družbe OMV Istrabenz d.d. 2002, str. 58.
4. Zakon o finančnem poslovanju podjetij (Uradni list RS, št 54/99).
5. Moharič Saša: Gradivo za vaje za mednarodne finance. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 50 str.