

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

UPRAVLJANJE TEČAJNEGA TVEGANJA
PRIMER PODJETJA ETI D.D.

Ljubljana, maj 2003

BRANKA RAVNIKAR

IZJAVA

Študentka BRANKA RAVNIKAR izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom mag. IGORJA LONČARSKEGA, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

1. UVOD.....	1
2. PREDSTAVITEV TVEGANJ	2
3. DEVIZNI TEČAJ, DEVIZNI TRG TER TEČAJNO TVEGANJE	3
3.1. DEVIZNI TEČAJ.....	3
3.1.1. NOMINALNI DEVIZNI TEČAJ IN KOTACIJE	4
3.1.2. REALNI DEVIZNI TEČAJ	7
3.2. DEVIZNI TRG.....	8
3.2.1. PROMPTNE TRANSAKCIJE NA DEVIZNEM TRGU	9
3.3. TEČAJNO TVEGANJE.....	9
3.4. VRSTE IZPOSTAVLJENOSTI TEČAJNEMU TVEGANJU	11
3.4.1. TRANSAKCIJSKA IZPOSTAVLJENOST	11
3.4.2. EKONOMSKA IZPOSTAVLJENOST	12
3.4.3. PREVEDBENA IZPOSTAVLJENOST	13
4. ZAVEDANJE IN UGOTAVLJANJE TVEGANJ.....	14
4.1. ZAVAROVANJE PRED TEČAJNIM TVEGANJEM.....	17
4.1.1. NOTRANJE METODE ZAVAROVANJA PRED TEČAJNIM TVEGANJEM	18
4.1.1.1. POLITIKA CEN	18
4.1.1.2. PREDHODNO PLAČEVANJE IN ZAKASNITVE PLAČIL – LEADING IN LAGGING	18
4.1.1.3. UJEMANJE.....	19
4.1.1.4. POBOT.....	19
4.1.2. ZUNANJI INŠTRUMENTI.....	20
4.1.2.1. NESTANDARDIZIRANE TERMINSKE POGODBE	21
4.1.2.2. OUTRIGHT IN VMESNI ROKI	24
4.1.2.3. STANDARDIZIRANE TERMINSKE POGODBE	24
4.1.2.4. VALUTNE OPCIJE.....	24
4.1.2.5. VALUTNE ZAMENJAVE	27
4.1.3. PONUDBA SLOVENSКИH BANK	28
4.1.4. ZAVAROVANJE PRED TEČAJNIMI TVEGANJI IN UPORABA IZVEDENIH FINANČNIH INŠTRUMENTOV V SLOVENIJI	29
5. PRIMER PODJETJA ETI D.D.....	30
5.1. PREDSTAVITEV PODJETJA ETI d.d.....	30
5.2. POSLOVANJE PODJETJA.....	31
5.3. ZAVEDANJE IN UGOTAVLJANJE TEČAJNEGA TVEGANJA V PODJETJU ETI d.d.....	33

5.4. IZPOSTAVLJENOST TEČAJNEMU TVEGANJU V PODJETJU ETI d.d.	34
5.5. ZAVAROVANJE PRED TEČAJNIM TVEGANJEM V ETI d.d.	40
6. SKLEP	41
7. LITERATURA.....	43
8. VIRI.....	44
SLOVARČEK	
PRILOGE	

1. UVOD

Tveganje je nekaj, s čimer se srečujemo skoraj na vsakem koraku. Pod pojmom tveganje lahko razumemo vsak prihodnji nepričakovan dogodek, ki je lahko ugoden ali neugoden. Tako se podjetja soočajo s finančnimi tveganji, med katere sodi tudi tečajno tveganje.

Namen diplomskega dela je opredeliti tečajno tveganje (tveganje povezano z deviznim tečajem) teoretično in na primeru podjetja ETI d.d. S tečajnim tveganjem se srečujejo podjetja, ki svoje izdelke in storitve izvažajo, uvažajo ali kako drugače poslujejo s subjekti iz drugih držav ter tako potrebujejo tujo valuto. Prikazala bom ugotavljanje tveganj in možnosti za zaščito pred njimi ter kateri inštrumenti so primerni za zaščito v obravnavanem podjetju, kjer se zaradi poslovanja s tujino srečujejo s tečajnim tveganjem.

»Valutni trg je kot reka, ki nikoli ne miruje. Ob nenavadnih političnih in gospodarskih spremembah vedno nekaterim prinese velik dobiček, drugim pa veliko izgubo. Tudi pri nas izvozniki in uvozniki v bilanci stanja in izkaza poslovnega izida močno čutijo posledice nihanja svetovnih valut nasproti slovenskemu tolarju, bodisi kot dobiček bodisi kot izgubo« (Ribič, 1997, str. 22).

Diplomska naloga je razdeljena na štiri vsebinska poglavja. Uvodu sledijo tri poglavja, ki predstavljajo teorijo o deviznih tečajih in tečajnemu tveganju, v petem poglavju pa bom teoretične ugotovitve prenesla na konkretno podjetje, to je podjetje ETI d.d.

Drugo poglavje je tako namenjeno kratki predstavitvi finančnih tveganj.

V tretjem poglavju so predstavljeni devizni tečaji, trg in tečajno tveganje. Najprej bom predstavila devizne tečaje, kotacije tečajev ter načine izračunavanja, nato pa pojma nominalni in realni devizni tečaj. Temu sledi predstavitev deviznih trgov in promptnih transakcij na njih. Nato je opisano tečajno tveganje, s katerim se srečujejo podjetja, ki so svoje poslovanje razširila na tuje trge, ter vrste izpostavljenosti, ki so povezane s tečajnim tveganjem; to so transakcijska, prevedbena in ekonomska izpostavljenost.

Sledi četrto poglavje, v katerem bom opozorila na zavedanje izpostavljenosti tečajnim tveganjem v podjetjih in možnosti zaznavanja ter vrednotenja le-tega. Ko se podjetje zave, da je izpostavljeno tečajnemu tveganju, se odloči, ali se zavarovati in kako se zavarovati pred njim.

Podjetje se lahko zavaruje pred tečajnim tveganjem z notranjimi metodami zavarovanja pred tečajnim tveganjem, ki jih uporablja v okviru povezanih podjetij in ne zunaj le-teh. V kolikor podjetje sklene pogodbeno razmerje z institucijami, katere niso del podjetja samega, govorimo o t. i. zunanem zavarovanju pred tečajnim tveganjem. Ponavadi podjetja najprej poskusijo izpostavljenost zmanjšati z notranjimi metodami, preostalo izpostavljenost pa nato

poskusijo zmanjšati še z zunanjimi metodami. Uporaba zunanjih inštrumentov je odvisna od ponudbe bank, ki jo bom predstavila, nato pa bom navedla razloge, zakaj izvedeni finančni inštrumenti pri nas niso tako dobro uveljavljeni.

Peto poglavje bo namenjeno predstavitvi tečajnega tveganja, s katerim se soočajo v izvoznem podjetju ETI d.d. Najprej bom predstavila podjetje ETI d.d. ter njegovo poslovanje. Teoretična spoznanja iz prejšnjih poglavij bom prenesla na podjetje ETI d.d. in tako prikazala zavedanje izpostavljenosti tečajnemu tveganju in ugotavljanje te izpostavljenosti. Kot prvo bom analizirala izpostavljenost tečajnemu tveganju na podlagi pokritosti terjatev iz obveznosti, nato pa bom analizirala še prodajo ter odhodke po valutah. Kot zadnje bom predstavila, kateri inštrumenti zavarovanja pred tečajnim tveganjem so primerni za podjetje ETI d.d. glede na njegovo poslovanje in možnosti.

V sklepu diplomske naloge bom strnila misli mojega dela.

2. PREDSTAVITEV TVEGANJ

Definicij tveganj je več in različni avtorji jo drugače opišejo: »...verjetnost doživetja slabega ali škode ali potek, ki vključuje negotovo nevarnost ali hazard« (Eiteman, Stonehill, Moffett, 2001, str. 470). Iz opredelitve je razvidno, da gre za negotovost v prihodnosti. Le-ta izgine, ko preteče določeno časovno obdobje in so vidni rezultati, ki so tedaj gotovi. Ti rezultati so lahko pozitivni ali negativni.

V podjetjih se srečujemo z različnimi tveganji, ki jih moramo spremljati, opazovati in jih skušati zmanjšati. Obvladovanje tveganj zagotavlja zniževanje nestanovitnosti denarnih tokov, posledično pripomore k donosnosti podjetja ter vpliva na boniteto podjetja. Ko v podjetju pripravljajo politiko obvladovanja finančnih tveganj, dejansko določajo politiko upravljanja z vrednostjo podjetja.

Finančna tveganja izvirajo iz finančnih transakcij podjetja in so tista, ki neposredno vplivajo na finančne odločitve podjetja.

Uprava podjetja mora zagotoviti, da podjetje redno spremlja tveganja, katerim je izpostavljeno pri svojem poslovanju, ter tudi sprejeti ustrezne ukrepe, s katerimi podjetje obvladuje ta tveganja.

Finančna tveganja, ki jih bom na kratko opisala, so (Peterlin, 2002, str. 121):

- Likvidnostno tveganje,
- tveganja neizpolnitve nasprotne stranke,
- obrestna, valutna in druga tržna tveganja,
- tveganja zaradi izpostavljenosti do posamezne osebe oziroma oseb, ki predstavljajo enotno tveganje. Ta izpostavljenost je določena kot vsota vseh terjatev do te osebe,

vrednosti naložb v vrednostne papirje te osebe in vrednosti kapitalskih deležev podjetja v tej osebi.

Likvidnostno tveganje predstavlja nevarnost neuskrajene likvidnosti oziroma dospelosti sredstev in obveznosti do virov sredstev v podjetju, kar lahko povzroči probleme plačilne nesposobnosti (pomanjkanje denarnih sredstev za poravnavanje zapadlih obveznosti) ter možen propad podjetja.

Tveganje neizpolnitve nasprotne stranke je tveganje, da nasprotna stranka ne bo izpolnila obveznosti do nas. Imenujemo ga tudi kreditno tveganje.

Obrestno tveganje je nevarnost neugodnega gibanja obrestne mere. Če si podjetje želi izposoditi določeno vsoto denarja, je zanj dvig obrestnih mer neugoden; če posoja presežna denarna sredstva, je zanj neugoden padec le-teh.

Podjetje je izpostavljeno tečajnemu tveganju v tistem trenutku, ko postane njegovo poslovanje neposredno ali posredno povezano s tujimi plačilnimi sredstvi. Opredelimo ga kot tveganje spremembe deviznega tečaja v prihodnosti, ki lahko spremeni vrednost imetij, obveznosti, prihodkov in odhodkov. Tečajno tveganje je navzoče v finančnih institucijah, podjetjih in drugod, a v mojem delu bom opazovala tečajno tveganje v podjetju ter možnosti za zmanjšanje in zaščito le-tega. Vsako podjetje, ki posluje s tujino, se srečuje s tečajnim tveganjem. Pri tem ne mislim samo na izvozna podjetja, ampak tudi na podjetja, katera uvažajo blago in storitve iz tujine, le-te pa plačujejo v tuji valuti.

Na tem mestu moram razložiti razliko med pojmom valuta in deviza. »Valute so tuj denar, s katerim domačini razpolagajo v svoji državi, a devize so tuj denar, s katerim domače osebe razpolagajo v tujini. Deviza je predvsem tuj knjižni denar« (Ribnikar, 1999, str. 9). V nadaljevanju bom zato uporabljala izraz tečajno tveganje, čeprav se uporablja tudi izraz valutno tveganje.

3. DEVIZNI TEČAJ, DEVIZNI TRG TER TEČAJNO TVEGANJE

Preden se posvetimo tečajnemu tveganju, je potrebno opredeliti devizne tečaje, njihove kotacije in devizne trge, na katerih se oblikujejo devizni tečaji.

3.1. DEVIZNI TEČAJ

Devizni tečaj (*foreign exchange rate, foreign exchange ali exchange rate*) je cena valute ene države, izražena v valuti druge države ali v blagu kot sta zlato ali srebro (Eiteman, Stonehill, Moffett, 2001, str. EM-37). Peterlin (1999, str. 62) opredeljuje devizni tečaj kot razmerje med vrednostima dveh valut.

V svojem članku Ribnikar (1998, str. 76) opozarja, da je morda ustrežnejši izraz za devizni tečaj menjalni tečaj, valutni tečaj, menjalno razmerje. To pomeni, da je deviza tudi blago in cena le-tega je določena s ponudbo in povpraševanjem po tujem in domačem denarju, in sicer v primeru, če ne upoštevamo vladnih intervencij na deviznem trgu (Bennett, 1997, str. 18). Pomembno je ločevanje med nominalnim in realnim deviznim tečajem, katerega opisujem v nadaljevanju.

3.1.1. NOMINALNI DEVIZNI TEČAJ IN KOTACIJE

Devizni tečaj, o katerem navadno govorimo, je nominalni bilateralni devizni tečaj. Nominalni zato, ker je vrednost tuje valute izražena v domačem denarju, torej domači valuti. Bilateralni pa, ker se nanaša na medsebojno vrednost valut dveh držav (Jepma, Jager, Kamphuis, 1996, str. 244). Nominalni bilateralni devizni tečaj nam tako pove, koliko enot ene valute lahko na deviznem trgu kupimo z eno enoto druge valute.

Če to opišem na primeru kotacije SIT/EUR 229,4197 to pomeni, da je bilo na dan 20.11.2002 za 1 EUR potrebno odšteti 229,4197 SIT. Za razlago tega moramo vedeti, katera je osnovna in katera kotirajoča valuta ter vrsto kotacije.

Osnovna valuta je tista, katere vrednost oziroma znesek je fiksiran na eno ali sto valutnih enot (1 EUR, 1 USD¹). Kotirana ali kotirajoča valuta je tista, ki variira nasproti fiksno določenemu znesku drugih valut; to je osnovnih valut (Veselinovič, 1991, str. 41).

Direktni način izražanja deviznega tečaja med dvema valutama, je vrednost enote tujega denarja (EUR), izraženega s številom enot domačega denarja. Drugi način je indirektni način, ki je recipročna vrednost direktnega načina. Razlagamo ga kot vrednost enote domačega denarja (SIT), izraženega s številom enot tujega denarja (EUR). Na indirektni način je devizni tečaj na isti dan izražen EUR/SIT 0,0043.² Čeprav sta oba načina pravilna, se pri nas večinoma uporablja direktna kotacija. Če je SIT/EUR direktna kotacija pri nas, je to hkrati indirektna kotacija držav EMU.

Poznamo tudi delitev na ameriški in evropski način kotacij, ki sta povezana z direktno in indirektno kotacijo. Ameriški način kotacije izrazimo kot število enot USD, katere potrebujemo za nakup tuje valute kot je EUR, in ga zapišemo kot 1,0136 USD/EUR. Torej stane en EUR, ki je tuja valuta v ZDA, 1,0136 USD. Z vidika ZDA je to direktna kotacija, s strani katerekoli države EMU pa je to indirektna kotacija.

¹ Pred uvedbo EUR, ko so se uporabljale druge valute, je bila kotacija za italijanske lire 1.000 lir ...

² Indirektno kotacijo izračunamo iz podane direktne kotacije na sledeč način:

$$\text{indirektna kotacija} = \frac{1}{\text{direktna kotacija}}$$

Evropski način kotacije predstavlja število enot tuje valute (EUR), potrebnih za nakup enega USD, EUR/USD 0,9866. To pomeni obratno kot v zgornjem primeru, in sicer indirektno kotacijo v ZDA in direktno kotacijo na primer v Nemčiji, Italiji ... Povezavo med ameriškim in evropskim načinom kotacije ter direktnim in indirektnim načinom kotacije lahko zaradi lažjega razumevanja predstavimo tudi v spodnji tabeli 1.

Tabela 1: Povezava med ameriškim in evropskim načinom kotacije ter direktno in indirektno kotacijo

<i>Ameriški način kotacije</i>	<i>Evropski način kotacije</i>
<u>Definicija:</u> Število enot USD, potrebnih za nakup ene enote tuje valute – EUR (1,0136 USD/EUR)	<u>Definicija:</u> Število enot tuje valute (EUR), potrebnih za nakup enega USD (0,9866 EUR/USD)
<u>Direktna kotacija v ZDA</u> Število enot domače valute (USD), potrebnih za nakup ene enote tuje valute (EUR)	<u>Direktna kotacija izven ZDA</u> Število enot domače valute (EUR), potrebnih za nakup ene enote tuje valute (USD)
<u>Indirektna kotacija zunaj ZDA</u> Število enot tuje valute (USD), potrebnih za nakup ene enote domače valute (EUR)	<u>Indirektna kotacija v ZDA</u> Število enot tuje valute (EUR), potrebnih za nakup ene enote domače valute (USD)

Vir: Mrak, 2002, str. 145.

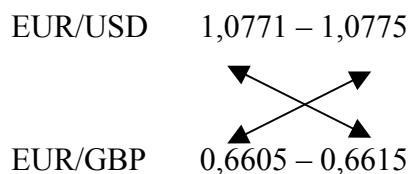
Ko želimo vedeti tečaj neke valute in le-to iščemo v časopisju, na internetu ali na banki, bomo zasledili dva tečaja, nakupnega in prodajnega. Če je podan samo en tečaj, je to navadno srednji tečaj valutnega para. Kadar sta objavljena dva tečaja, moramo vedeti, katera kotacija predstavlja nakupni in katera prodajni tečaj. Ponudbena mera (*bid*) predstavlja nakupno ceno, po kateri je banka pripravljena plačati tujo valuto, jo kupiti. Povpraševalna mera (*ask*) je tista, po kateri je banka pripravljena prodati določeno valuto. Ne glede na način kotiranja je prodajna cena večja od nakupne cene – gledano s strani banke. Banke, ki navajajo kotacije, navedejo, po koliko prodajajo in kupujejo določeno valuto, razlika pa je njihov zaslužek.

Oglejmo si kotacijo EUR/USD 0,9719/0,9865. Banka je pripravljena kupiti ameriške dolarje za 0,9719 EUR, prodaja pa jih za 0,0147 EUR dražje. Navedba tečaja je standardizirana tako, da se vedno navede tečaj, izražen na štiri decimalna mesta natančno, za eno enoto osnovne valute.

Isto kotacijo lahko zapišemo tudi tako, da prodajni tečaj izrazimo z vsemi števkami, nakupni pa s tistim delom decimalk, v katerem se razlikuje od prodajnega tečaja; torej EUR/USD 0,9719/865.

Kadar nimamo podane kotacije za določen valutni par, poznamo pa dve kotaciji, ki vsebujeta potrebni valuti ter tretjo valuto, ki je skupna obema kotacijama, lahko s pomočjo navzkrižnih (*cross-rate*) kalkulacij izračunamo željeni tečaj.

Izračun željene kotacije s pomočjo navzkrižnih kalkulacij bom prikazala na primeru, ko potrebujemo tečaj GBP/USD, podana pa imamo tečaja EUR/USD 1,0771/75 in EUR/GBP 0,6605/15.



$$\text{GBP/USD} = (1,0771/0,6615) - (1,0775/0,6605) = 1,6283 - 1,6313$$

S pomočjo navzkrižne kalkulacije dobljeni tečaj, je rezultat deljenja dveh valutnih tečajev, če imata dana valutna para isto osnovno valuto, oziroma množenja, če sta skupni osnovna in kotirajoča valuta. Vidimo lahko, da:

- Z deljenjem tečaja USD/GBP z USD/EUR dobimo tečaj za EUR/GBP,
- z deljenjem tečaja USD/EUR z CHF/EUR dobimo tečaj za USD/CHF,
- z množenjem tečaja USD/CHF in GBP/USD pridemo do tečaja GBP/CHF ter
- z množenjem tečaja USD/EUR in EUR/CHF dobimo tečaj za valutni par USD/CHF.

Devizni tečaji se venomer spreminjajo in tako prihaja do nominalnega povečanja tečaja, to je nominalne depreciacije oziroma zmanjšanja vrednosti tolarja, in je za 1 EUR potrebno odšteti več tolarjev. S tem se je vrednost EUR nominalno povečala – aprecirala v razmerju do tolarja. Če se prvotna vrednost tečaja SIT/EUR 229,4197 poveča na 231,9931, lahko izračunamo, za koliko je SIT depreciiral v primerjavi z EUR.

Shapiro (2002, str. 34) navaja naslednji način izračunavanja odstotka apreciacije ali depreciacije:

- odstotek depreciacije SIT = $\frac{(e_1 - e_0)}{e_0}$
- odstotek apreciacije EUR = $\frac{\left(\frac{1}{e_1} - \frac{1}{e_0}\right)}{\frac{1}{e_0}} = \frac{(e_0 - e_1)}{e_1}$

Kjer so:

e_0 ... stara vrednost EUR izražena v SIT,

e_1 ... nova vrednost EUR izražena v SIT.

$$\text{Depreciacije SIT} = \frac{(231,9931 - 229,4197)}{229,4197} = 0,0112$$

$$\text{Apreciacije EUR} = \frac{\left(\frac{1}{231,9931} - \frac{1}{229,4197} \right)}{\frac{1}{229,4197}} = \frac{(229,4197 - 231,9931)}{231,9931} = -0,0111$$

To pomeni, da je tolar depreciral za 1,12% in EUR apreciral za 1,11%.

O apreciaciji in deprecijaciji govorimo v sistemu fleksibilnega (drsečega) deviznega tečaja, v sistemu fiksnega (trdnega) deviznega tečaja pa o devalvaciji (zmanjšanje paritete vrednosti domače valute) in revalvaciji (zvišanje vrednosti domače valute). To sta dva »čista« sistema, poleg teh dveh pa poznamo še vmesne režime, med katerimi sodi Slovenija skupaj s 25-imi državami od leta 1991 dalje v režim uravnavanega drsečega deviznega tečaja.

3.1.2. REALNI DEVIZNI TEČAJ

Nominalni devizni tečaj nam ponuja omejene informacije o eni izmed konkurenčnih prednosti med dvema državama (Jepma, Jager, Kamphuis, 1996, str. 245). Šele realni devizni tečaj nam pokaže, kaj se je zgodilo s kupno močjo, ker upošteva tudi gibanje cen v obeh državah. Izrazimo ga v obliki indeksa in odraža spreminjanje konkurenčne sposobnosti države v odnosu do druge države.

Realni devizni tečaj je izražen v obliki indeksa (Mrak, 2002, str. 47):

$$S_t = \frac{sp^*}{p}$$

S_t ... indeks realnega bilateralnega deviznega tečaja,

s ... nominalni bilateralni devizni tečaj (število enot domačega denarja za enoto tujega denarja),

izražen v obliki indeksa,

p^* ... indeks cen v tuji državi,

p ... indeks cen v domači državi.

»Realni devizni tečaj lahko imamo za nominalni devizni tečaj »dvakrat deflacioniran«, in sicer s tujimi in z domačimi cenami blaga« (Ribnikar, 1999, str. 54).

Padanje tega indeksa ponazarja realno apreciacijo domače valute v primerjavi s tujo valuto, torej izgubljanje konkurenčnosti domače države. V primeru, da se indeks cen v dveh državah ni spremenil, se prav tako ni spremenil indeks realnega bilateralnega deviznega tečaja. V določenem časovnem obdobju se lahko indeks cen v prvi – domači, izmed dveh izbranih držav poveča, nominalni tečaj pa ostane nespremenjen, to pomeni, da pride do realne

apreciacije valute prve države. Nižji indeks realnega deviznega tečaja kaže na realno apreciacijo deviznega tečaja valute prve države.

3.2. DEVIZNI TRG

Devizni tečaji se določajo na deviznih trgih in podjetje se lahko pred tečajnim tveganjem zavaruje na teh trgih. Devizne trge označimo kot trge, na katerih posamezniki, podjetja in banke prodajajo ter kupujejo tuje valute oziroma devize. Tu pride do pretoka deviz od udeležencev s presežkom deviz, k udeležencem s primanjkljajem. Trgovanje z devizami navadno ne poteka na nekem fizičnem prostoru, ampak preko telekomunikacijskega omrežja³, ki povezuje prodajalce in kupce deviz z vseh koncev sveta.

Dva osnovna segmenta deviznega trga, glede na to, kdo so udeleženci, sta medbančni trg in klientski trg. Na medbančnem trgu trgujejo z devizami posamezne banke medsebojno, pretakajo se veliki zneski in ta trg predstavlja velik del celotnega deviznega trga. Po navedbah Mraka (2002, str. 111) je ta delež leta 1998 znašal v Londonu 83%. Manjši delež pripada klientskim trgov, kjer se trguje na »drobno«, z manjšimi zneski, gre pa za transakcije med bankami in nebančnimi finančnimi institucijami, podjetji ter posamezniki. V ZDA se kaže trend, da velika podjetja ne potrebujejo več bank za posrednike, ampak samostojno poslujejo na deviznih trgih.

Glede na to, kdaj se je posel izvedel, devizne trge razdelimo na promptne in terminske devizne trge.

Tabela 2: Obseg in struktura transakcij na deviznih trgih, 1989-1998 (v mlrd USD)

<i>Transakcije/leto</i>	<i>1989</i>	<i>1992</i>	<i>1995</i>	<i>1998</i>
»Tradicionalne« devizne transakcije	590	820	1190	1490
a) Transakcije na promptnih deviznih trgih	350	400	520	590
b) Transakcije na terminskih deviznih trgih	240	420	670	900
»Netradicionalne« devizne transakcije	-	-	45	97

Vir: Mrak, 2002, str. 123.

Pri tem moramo vedeti, da med tradicionalne devizne transakcije Mrak (2002, str. 123) šteje promptne transakcije in enostavne terminske transakcije kot tudi terminske zamenjave. Med netradicionalne uvršča standardizirane terminske pogodbe, opcije in valutne zamenjave. V zgornji tabeli 2 lahko vidimo, da se je med tradicionalnimi transakcijami veliko bolj povečal obseg le-teh na terminskem trgu kot na promptnem, netradicionalne transakcije pa si šele utirajo pot.

³Dealerji v bankah in brokerji komunicirajo in prenašajo informacije preko telefona, faksa, teleksa in še zlasti preko specializiranega medbančnega telekomunikacijskega omrežja SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication) (Mrak, 2002, str. 109).

Slovenski terminski trg je sicer majhen. V mesecu marcu je Banka Slovenije prenehala posegati na trg z interventnim deviznim tečajem, kar sodi v okvir priprav Slovenije na vstop v Evropsko Unijo in v evropski tečajni mehanizem ERM2. Banka Slovenije lahko na trg ponovno poseže, če bo presodila, da zadeve ne tečejo v smer, ki omogoča vzdržan vstop v ERM2. Čeprav bančniki menijo, da je terminska ponudba pri nas za zdaj količinsko premajhna, da bi lahko usmerjala trg (Kos, 2003, str. 2).

Na tem mestu bom opredelila promptne transakcije na deviznem trgu, ki bodo omogočile lažjo razlago terminskih transakcij na deviznem trgu. Terminske transakcije predstavljajo posli, ki se izvršijo pozneje kot promptni posli, kar bom razložila v podpoglavju 4.1.2. Najprej pa bom opisala promptne transakcije na deviznem trgu.

3.2.1. PROMPTNE TRANSAKCIJE NA DEVIZNEM TRGU

Med te sodijo spot posli, valuta jutri in valuta danes.

»Spot« – je tujka, s katero označujemo poslovanje na promptnem deviznem trgu, pri katerem se valute kupijo ali prodajo po promptnih deviznih tečajih danes, rok izvršitve pa je dva delovna dneva od sklenitve posla, pri čemer moramo upoštevati praznike (Veselinovič, 1991, str. 36). Vsaka transakcija, ki se izvede tri delovne dni ali več po sklenitvi posla, ni več promptna transakcija. To je tudi najenostavnejši in najpogostejši inštrument deviznega trgovanja. Kakšne so kotacije, ki ji uporabljajo udeleženci na trgu, pa sem opisala že v začetnem delu naloge.

Valuta jutri (*value tom*) so posli, ki se izjemoma sklepajo z izvršitvijo enega delovnega dne od sklenitve posla.

Valuta danes (*value today*) pa so posli z izvršitvijo istega dne kot so sklenjeni in so zelo redki (Veselinovič, 1991, str. 38). Kotacije pri valuti jutri in valuti danes so nekoliko drugačne kot pri promptnem tečaju, saj je potrebno upoštevati razlike v višinah obrestnih mer med dvema valutama.

3.3. TEČAJNO TVEGANJE

Kot sem že omenila, je tečajno tveganje vezano na podjetja, ki se v svojem poslovanju srečajo s tujimi poslovnimi partnerji in uvažajo ter izvažajo blago in storitve iz/v druge države ter se tako srečujejo s tujim denarjem. Ko podjetja poslujejo s tujino, obstajajo tri možnosti, v kateri valuti bo izvedeno plačilo. Nastane lahko situacija, pri kateri državi uporabljata isto valuto (Italija in Nemčija imata isto valuto – EUR) in takrat nista izpostavljeni tečajnemu tveganju, zato bom ta primer izključila iz nadaljnje obravnave, saj zanj velja načeloma isto, kot za poslovanje znotraj države. Najpogosteje pride do situacije, da imata državi različni valuti in

podjetji zato skleneta posel v valuti države izvoznice ali v valuti države uvoznice, pogodbeni valuta pa je tuja valuta za vsaj eno od udeleženk posla. Če je sklenitev posla v domači valuti prednost, bosta tako obe podjetji težili k sklenitvi posla v svoji valuti, če predpostavimo, da sta »enakovredni« in ne more eno podjetje »vsiliti« svoje valute drugemu podjetju. Tudi v primeru, da ne zaupata valuti drug drugega je najbolje, da uporabita tretjo možnost sklenitve posla, to je sklenitev v tretji »nevtralni« valuti, ki je za obe podjetji nedomicilna valuta. Za tretjo valuto se uporablja neka konvertibilna valuta, s katero se strinjata obe stranki (npr. USD ali EUR). Valuta, v kateri se skleneta nakup in prodaja, se imenuje pogodbeni valuta »invoice currency«, kajti posel se sklenuje s pogodbo, na kateri je navedena valuta plačila.

Med različnimi oziroma podobnimi definicijami tečajnega tveganja sem zasledila tudi naslednji dve:

»Izpostavljenost deviznim tečajem je mera potencialnih sprememb uspešnosti podjetja, neto denarnih tokov in tržne vrednosti podjetja zaradi sprememb v deviznih tečajih. Tako je pomembna naloga finančnih managerjev meriti tečajno izpostavljenost in jih upravljati tako, da maksimizirajo profitabilnost, neto denarni tok in tržno vrednost podjetja« (Eiteman, Stonehill, Moffett, 2001, str. 152).

»To je verjetnost, da nepričakovana sprememba v deviznem tečaju spremeni domačo vrednost tujega plačila, ki ga pričakujemo iz tujine. Je pa tudi verjetnost, da nepričakovana sprememba deviznih tečajev spremeni količino domače valute, potrebne za plačilo dolga nominiranega v tuji valuti« (Eiteman, Stonehill, Moffett, 2001, EM-37).

Tehnično gledano predstavlja valutno tveganje možna nihanja deviznega tečaja določene valute okrog njene pričakovane vrednosti, merimo pa ga s standardnim odklonom (Prohaska, 1999, str. 190). Večji kot je standardni odklon, toliko manjša je možnost predvidevanja prihodnjih deviznih tečajev in večje je tečajno tveganje za podjetje.

Na spremembo deviznega tečaja vplivajo ekonomski, politični in poslovni dejavniki, ki vplivajo tudi na povpraševanje po tuji valuti, torej na devizni tečaj (Bennett, 1997, str. 18).

Mrak (2002, str. 56-64) v svoji knjigi Mednarodne finance obravnava spreminjanje deviznih tečajev v odvisnosti od sprememb v posameznih segmentih plačilne bilance in v odvisnosti od sprememb posameznih makroekonomskih indikatorjev.

V okviru makroekonomskih indikatorjev omenja pet faktorjev, ki vplivajo na spreminjanje deviznih tečajev. Ti faktorji so razlike v stopnjah inflacije, v obrestnih merah, v ravni dohodka v dveh državah, katerih devizni tečaj spremljamo, ter od pričakovanj in drugih faktorjev⁴. Če te faktorje ponazorimo s primerom in vzamemo razmerje med SIT in EUR, bo povečanje inflacije v EMU in s tem povečanje cen v EMU, ob predpostavki, da pri nas ne

⁴ Kod druge faktorje omenja politične faktorje (krize) in psihološke (škandale).

pride do sprememb, v končni fazi pripeljala do apreciacije SIT in depreciacije EUR. Povečanje cen v EMU povzroči povečanje povpraševanja po slovenskem blagu, to poveča izvoz in poveča ponudbo EUR pri nas. Vzporedno pa povečanje cen v EMU zmanjša uvoz v Slovenijo in povzroči padec povpraševanja po EUR v Sloveniji. Skupaj pa obe reakciji pripeljeta do povečane ponudbe in zmanjšanja povpraševanja po EUR, kar pripelje do apreciacije SIT in depreciacije EUR, tečaj EUR pri nas torej pade.

Podobno sledi v primeru povečanja obrestnih mer v EMU in v primeru, če se poveča raven dohodka v EMU⁵.

Izpostavljenost se nanaša na stopnjo, s katero sprememba tečaja vpliva na podjetje (Shapiro, 2002, str. 251). Avtorji izpostavljenosti tečajnemu tveganju podjetja merijo in preferirajo različne načine merjenj tečajnega tveganja.

Podjetja v večini ne želijo biti izpostavljena tveganju in skušajo s spremljanjem in ocenjevanjem omiliti ali celo zmanjšati tveganje. Kjer gre za posle velikih vrednosti, lahko že majhna sprememba deviznih tečajev precej spremeni denarni tok podjetja in njegov odhodek oziroma prihodek (odlive in prilive), posledično pa tudi uspešnost podjetja ter njegov obstoj. Pomen, ki ga podjetje daje tečajnemu tveganju, je odvisen od velikosti deviznih poslov in seveda od velikosti sprememb deviznih tečajev.

3.4. VRSTE IZPOSTAVLJENOSTI TEČAJNEMU TVEGANJU

Večina avtorjev ne obravnava tečajnega tveganja kot celoto, ampak ga razdelijo na tri vrste izpostavljenosti, ki se ločijo glede na kategorijo časa. To so transakcijska, ekonomska in prevedbena izpostavljenost tečajnemu tveganju.

3.4.1. TRANSAKCIJSKA IZPOSTAVLJENOST

Ta izpostavljenost predstavlja potencialno spremembo vrednosti neplačanih obveznosti in terjatev, ki jih prevzamemo in za katere obstaja nevarnost, da bodo poravnane šele po spremembi deviznega tečaja in tako povzročijo oslabitev ali okrepitev dolgov in sredstev podjetja. Zvišanje vrednosti valute, na katere se glasijo naše terjatve, vplivajo na oslabitev vrednosti sredstev in s tem posledično zmanjšujejo davčno osnovo ali povzročajo nastajanje izgube.

Transakcijska izpostavljenost lahko nastane zaradi (Eiteman, Stonehill, Moffett, 2001, str. 156):

- Nakupa in prodaje blaga ter storitev na kredit, če so cene izražene v tuji valuti,

⁵ Pri tem predpostavimo »ceteris paribus«, da se spremeni le en faktor in v samo eni državi.

- posojanja ali izposoje sredstev, ko je odplačilo izvedeno v tuji valuti,
- če si udeleženec neizvršene nestandardizirane terminske pogodbe in
- če so kako drugače pridobljena sredstva ali izpostavljene obveznosti denominirane v tuji valuti.

To je prva izpostavljenost, ki jo povzroči nihanje deviznih tečajev in jo občutijo izvozniki ter uvozniki, ki posel sklenejo v tuji valuti, rok plačila pa je kasnejši kot datum sklenitve posla. Slovensko podjetje, ki izvažata blago ali storitve, določi ceno ob sklenitvi pogodbe v tuji valuti EUR, katera je hkrati tuja valuta tudi za uvoznika hrvaškega podjetja. Vrednost pošiljke je ob sklenitvi pogodbe 5.500 EUR, devizni tečaj SIT/EUR se v tem obdobju spreminja. Ker je v pogodbi določen rok plačila 60 dni po prevzemu pošiljke, se je vrednost pošiljke v tolarjih spremenila, ker je vrednost tolarja deprecirala. Tako je vrednost pošiljke ob prejemu plačila v SIT večja kot je bila ob sklenitvi pogodbe, kar pomeni, da je slovensko podjetje imelo dodatni prihodek iz naslova sprememb deviznega tečaja. Do dodatne izgube iz naslova sprememb deviznega tečaja bi prišlo, če bi v istih razmerah slovensko podjetje uvažalo blago ali pa v primeru apreciacije SIT. Ravno obratno se je dogajalo v hrvaškem podjetju, kjer je vrednost hrvaške kune⁶ narasla v primerjavi z EUR in je podjetje plačalo manj HRK kot je bilo dogovorjeno ob sklenitvi pogodbe. Vse skupaj je prikazano v tabeli 3 spodaj.

Tabela 3: Vrednosti posla ob sklenitvi pogodbe in ob plačilu za slovensko in hrvaško podjetje

Vrednost pošiljke v pogodbi	5.500 EUR	5.500 EUR
Devizni tečaj ob sklenitvi pogodbe	228,6866 SIT = 1 EUR	7,4270 HRK = 1 EUR
Vrednost pošiljke v pogodbi v SIT in HRK	1.257.776 SIT	40.849 HRK
Devizni tečaj na dan plačila	230,0014 SIT = 1 EUR	7,3799 HRK = 1 EUR
Vrednost pošiljke v SIT in HRK na dan plačila	1.265.008 SIT	40.589 HRK
Razlika v prejemku/plačilu	+7.231 SIT	-260 HRK

Vir: Lastni podatki in izračuni.

3.4.2. EKONOMSKA IZPOSTAVLJENOST

Ekonomsko izpostavljenost je prevod izraza »economic exposure«, za katerega se v tujini uporabljajo tudi izrazi kot so operating, competitive in strategic exposure. Ta izpostavljenost meri spremembo sedanje vrednosti podjetja zaradi kakršnekoli spremembe v prihodnjem denarnem toku iz poslovanja podjetja, ki ga povzročijo nepredvidene spremembe v deviznem tečaju. Sprememba vrednosti je odvisna od vpliva sprememb deviznih tečajev na velikost prihodnje prodaje, cen in stroškov.

⁶ Tečaj HRK/EUR sem izračunala s pomočjo navzkrižnih kalkulacij, ker nisem imela direktno podanega tečaja.

Če je transakcijska izpostavljenost povezana z že sklenjenim poslom in zagotovljenim denarnim tokom v prihodnosti, pa je ekonomska izpostavljenost osredotočena na pričakovane, toda še nepodpisane posle in denarne tokove, ki se lahko spremenijo zaradi posrednih učinkov sprememb v deviznih tečajih, katere so zmanjšale mednarodno konkurenčnost podjetja (Eiteman, Stonehill, Moffett, 2001, str. 152). Zavarovanje pred ekonomsko izpostavljenostjo ni možno.

3.4.3. PREVEDBENA IZPOSTAVLJENOST

»Translation« pomeni prevod, zato se za to izpostavljenost uporablja izraz prevedbena izpostavljenost. Povezana je z bilanco stanja in to je razlog, da to izpostavljenost v tuji literaturi označijo še z izrazom »balance sheet exposure«, uporablja pa se tudi izraz računovodska izpostavljenost (*accounting exposure*).

Podjetje mora svoja sredstva in obveznosti, ki jih ima v eni ali več tujih valutah, prevrednotiti po pošteni vrednosti, ki je navadno tržna vrednost. Devizni tečaji se spreminjajo in pri prevrednotenju sredstev in obveznosti na dan bilance stanja se lahko zgodi, da zaradi trenutnega deviznega tečaja valut, v katerih so nominirana sredstva in dolgovi, okrepijo sredstva, če se je tečaj zvišal v primerjavi s tečajem, ko je bilo sredstvo evidentirano, ter oslabimo dolgove, če se je tečaj znižal.

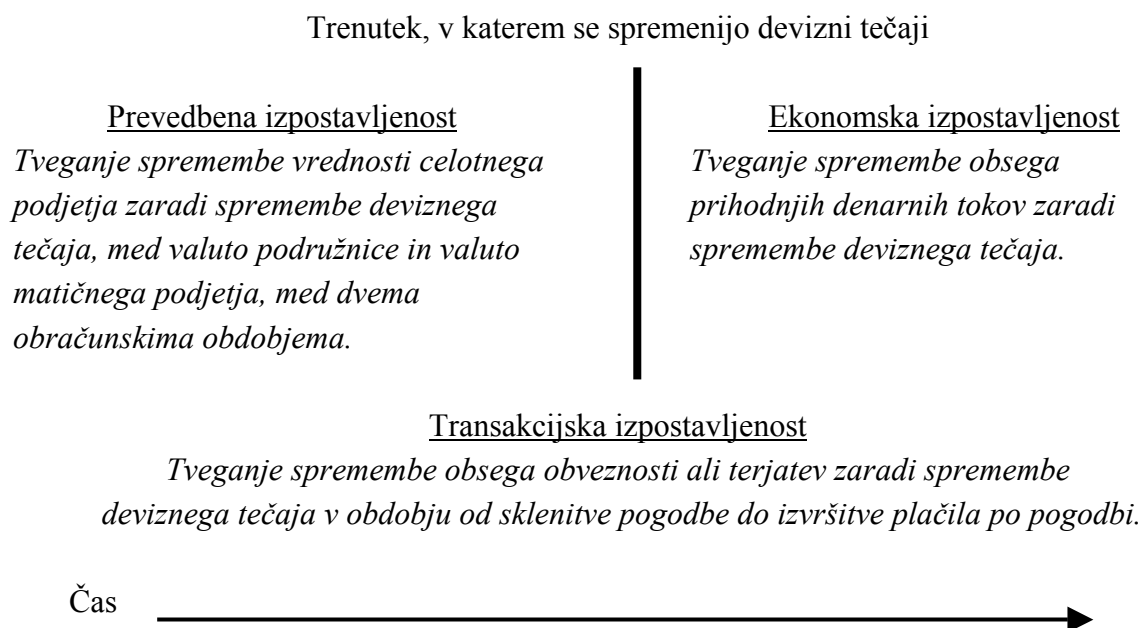
Ta izpostavljenost je povezana tudi s tem, da ima podjetje poslovalnice v tujini in mora konec leta sestaviti ter prikazati konsolidirano bilanco stanja v domači valuti. Tako se zaradi sprememb deviznih tečajev spremeni vrednost postavk v konsolidirani bilanci stanja tudi, če ne bi bilo poslovanja.

Nekateri avtorji te tri vrste valutnih tveganj razdelijo glede na čas, in sicer:

- Preteklost – prevedbena izpostavljenost,
- sedanost – transakcijsko tveganje,
- prihodnost – ekonomsko tveganje.

Vse tri izpostavljenosti bom prikazala v sliki 1 na strani 14.

Slika 1: Konceptualna primerjava prevedbenega, transakcijskega in ekonomskega tečajnega tveganja



Vir: Povzeto po Eiteman, Stonehill, Moffett. 2001, str. 153.

4. ZAVEDANJE IN UGOTAVLJANJE TVEGANJ

Podjetje se mora zavedati, da je ugotavljanje in opredeljevanje tveganj, katerim je podjetje izpostavljeno, proces nenehnega preverjanja in ne le enkratni dogodek.

Obvladovanje finančnih tveganj je v pristojnosti finančne funkcije podjetja, saj so predmet aktivnosti finančni inštrumenti, ki nastajajo med izvajanjem finančne dejavnosti ali kot posledica opravljanja osnovne dejavnosti (Peterlin, 2002, str. 113).

Pri oblikovanju usmeritve podjetja pri obvladovanju tveganj, moramo najprej določiti odnos podjetja oziroma lastnikov in uprave do finančnih tveganj. Le-ti so prevzemanju tveganj morda naklonjeni ali se zaradi pričakovanih zaslužkov želijo tveganjem celo izpostaviti (Peterlin, 2002, str. 114).

Podjetje naj določi tehnike zaznavanja izpostavljenosti posameznim tveganjem in načine poročanja o opravljenih aktivnostih v zvezi s temi tveganji.

Pri usmeritvi podjetja, pri oblikovanju finančnih tveganj, je potrebno poznati (Peterlin, 2002, str. 114):

- Odnos podjetja do tveganj,
- vlogo finančne funkcije pri obvladovanju finančnih tveganj,
- določitev tehnik zaznave in ovrednotenja izpostavljenosti,

- opredelitev inštrumentov za obvladovanje tveganj,
- razsežnosti poročanja o aktivnostih obvladovanja tveganj.

Odnos podjetja do tveganj je odvisen od velikosti podjetja in vpliva tveganja na poslovanje tako, da v podjetju določijo, katera tveganja zahtevajo posebno pozornost. Podjetje mora imeti dovolj usposobljene kadre ali pa te naloge zaupajo strokovnjakom izven podjetja. Nenazadnje so zelo pomembne osebnostne lastnosti članov nadzornega sveta in uprave, katerih namene delimo na tiste, ki se tveganj lotevajo zaradi koristi delničarjev, in na tiste, ki se s tveganjem spopadajo zaradi svoje zaščite.

Vloga finančne funkcije pri obvladovanju finančnih tveganj je v tem, da lahko na tveganje gleda le kot na strošek ali pa kot možnost dobička. Finančna funkcija se lahko zavzame za zavarovanje pred vsemi tveganji ali pa selektivno izbere tveganja, ki jih želi posebej nadzirati. V kolikor je podjetje pripravljeno prevzemati tveganja in se jim celo izpostaviti, takrat naj podjetje organizira finančno funkcijo kot »profitni center« (Bennett, 1997, str. 138). Če je podjetje popolnoma nenaklonjeno tveganju, ima nalogo znižati stopnjo tveganja in tako prispevati k donosnosti osnovne dejavnosti; takrat se finančna funkcija organizira kot »stroškovno mesto«. To se zgodi, kadar odgovorni mislijo, da na tem področju niso takšni strokovnjaki, da bi z dodatnim izpostavljanjem finančnim tveganjem zaslužili, kar je vloga profitnega centra. Kjer sta dve skrajnosti, je ponavadi ponujena tudi vmesna pot in v našem primeru je med stroškovnim mestom in profitnim centrom t. i. »value-added-service«. To je način dela, pri katerem selektivno pristopamo k varovanju izpostavljenosti finančnim tveganjem, glede na verjetnost nastanka škodljivega dogodka in po uporabi vseh možnih notranjih metod varovanja pred tveganji ter po pobotanju tveganju izpostavljenih postavk. Naloga le-te je dodati vrednost osnovni dejavnosti z aktivnim upravljanjem s finančnimi tveganji, s pomočjo zelo jasno določenih parametrov. Ti centri se ne izpostavljajo novim tveganjem, ampak s kombinacijo notranjih in zunanjih inštrumentov varujejo podjetje pred finančnimi tveganji. Pri »value-added service« ni potrebno zaposliti toliko strokovnega kadra kot pri profitnem centru.

Določitev tehnik zaznave in ovrednotenja izpostavljenosti: letni poslovni načrt je temeljna podatkovna podlaga za zaznavo tveganj. Temeljne informacije o izpostavljenosti podjetja tveganjem so:

- Opredelitev dejavnikov tveganj, ki so prisotni v poslovanju podjetja,
- opredelitev varovane postavke (sredstva, dolgovi, kapital), ki je izpostavljena tveganju,
- opredelitev korelacijske povezave varovane postavke in dejavnika tveganja – korelacijska povezava pove, kako sprememba deviznih tečajev vpliva na spremembo vrednosti varovane postavke,
- opredelitev obdobja, v katerem bo varovana postavka izpostavljena tveganju.

S pomočjo zgoraj pridobljenih podatkov lahko podjetje ovrednoti izpostavljenost tveganju. V literaturi se za ovrednotenje tveganja uporablja model tvegane vrednosti, poznan kot »Value at Risk« ali VaR.

VaR je ponavadi tisti znesek, ki je enak največji možni izgubi v določenem časovnem obdobju v običajnih tržnih razmerah, pri določeni stopnji zaupanja (Pavlin, 2001, str. 31). Tako lahko z VaR ugotovimo, koliko lahko izgubimo zaradi tečajnih razlik ob željeni stopnji gotovosti. Pavlin omenja, da navadno uporabljamo 95% stopnjo zaupanja oziroma 5% stopnjo tveganja. To pomeni, da je verjetnost, da bo izguba manjša od VaR, 95%. VaR lahko opredelimo tudi, kot količnik sorazmernosti spremembe vrednosti portfelja glede na spremembo tečaja valute.

Opredelitev inštrumentov za obvladovanje tveganj poteka glede na opredelitev deleža izpostavljenosti sredstev in dolgov, finančnih možnosti in odnosa podjetja do tveganj. Inštrumente za obvladovanje pred tečajnim tveganjem lahko združimo v dve skupini, to sta skupini notranjih in zunanjih metod. Pri notranjih metodah podjetja ne sklepajo nikakršnih pogodbenih razmerij s podjetji izven medsebojno povezane skupine. Finančni sistem nam na trgu omogoča nakup inštrumentov ali sklenitev dogovorov, s katerimi varujemo izpostavljenost tveganjem ali pa z njimi trgujemo. To so zunanje metode, katerih namen je opredeljen v ciljih politike upravljanja tveganj.

Razsežnosti poročanja o aktivnostih obvladovanja tveganj interesnim skupinam je potrebno jasno opredeliti. Opredeliti je potrebno pogostost poročanja, prejemnike poročil ter vsebino le-teh. Bennett (1997, str. 49) priporoča naslednjo vsebino:

- Stanje izpostavljenih postavk in inštrumentov za varovanje le-teh na koncu obdobja za katerega se poroča in njegove tržne vrednosti,
- napoved neto izpostavljenosti za naslednje obdobje in stanje odprtih inštrumentov zavarovanja,
- napoved bodočih sprememb dejavnikov tveganj prisotnih v poslovanju podjetja,
- analiza izpostavljenosti s pomočjo analize občutljivosti, tvegane vrednosti »VaR« ali drugih metod za merjenje jakosti izpostavljenosti tveganjem,
- predlog aktivnosti varovanja izpostavljenih postavk, katere uprava podjetja sprejme ali zavrne in
- izjava o skladnosti aktivnosti varovanja z nadzornim svetom.

Finančna tveganja, ki so jim podjetja izpostavljena, lahko zaznamo in ovrednotimo na štiri načine (Peterlin, 1999, str. 67):

- Iz računovodskih izkazov podjetja s pojasnili in letnih poročil (bilance stanja, izkaza poslovnega izida in izkaza finančnih tokov),
- z notranjimi merili (statističnimi analizami prihodkov in odhodkov, simulacijskimi analizami),
- z zunanjimi merili (konceptom trenja, faktorskim modelom za kvantificiranje finančnega tveganja) in
- poročila Banki Slovenije (poročilo podjetja o stanju terjatev in obveznosti do tujine).

Na transakcijsko izpostavljenost nas opozarjajo kratkoročne terjatve in obveznosti podjetja, izražene v tujih valutah, katerih vrednost je odvisna od razmer na svetovnih trgih. Podjetje je ponavadi transakcijsko izpostavljeno valutnemu tveganju v primeru neskladnosti med valuto, v kateri prejema plačila, in valuto, v kateri plačuje. Na prevedbeno izpostavljenost pa nas v bilanci stanja opozarjajo vse postavke, ki so izražene v tujih valutah.

Iz samega izkaza poslovnega izida je nemogoče ugotoviti izpostavljenost valutnemu tveganju, tako da imajo pomembno vlogo pojasnila, iz katerih lahko razberemo večjo izpostavljenost, čim večji je (Peterlin, 1999, str. 68):

- Delež prihodkov od prodaje podjetja, ki ga ustvari na tujih trgih,
 - delež virov, ki jih podjetje kupuje na tujih trgih,
 - delež tečajnih razlik med finančnimi prihodki in odhodki
- in težje se je zavarovati pred njim.

4.1. ZAVAROVANJE PRED TEČAJNIM TVEGANJEM

Ko podjetje ugotovi, katerim tveganjem je izpostavljeno in v kolikšni meri, se odloči, katera tveganja bo skušalo obvladovati ali zmanjšati. Pri tem ima podjetje na razpolago več tehnik zavarovanja pred tečajnim tveganjem, med katerimi se v danih okoliščinah odloči za najbolj primerno. Pri tem mora podjetje upoštevati stroške, ki nastanejo s sprejemom neke odločitve. V našem primeru mora podjetje primerjati koristi, ker je zavarovalo svojo tečajno izpostavljenost in stroške, ki jih bo podjetje imelo. V primeru, da podjetje ne bo zavarovalo izpostavljenosti, ne bo imelo nikakršnih stroškov, izpostavljeno pa bo celotnemu tveganju. Če podjetje hoče zavarovati celotno izpostavljenost, bo stopnja tveganja nič, imelo pa bo zelo velike stroške, kateri bodo pretehtali koristi zavarovanja. Tako je smiselno izbrati primerno stopnjo tveganja, ki jo želimo zavarovati.

Tehnike zavarovanja pred finančnimi tveganji, s katerimi se podjetje zavaruje, lahko združimo v dve skupini notranjih ali internih metod in v skupino zunanjih metod za zavarovanje pred tveganji. Delitev tveganj v ti dve skupini je zasnovana glede na to, s kom podjetje sodeluje, da bi zmanjšalo valutno tveganje podjetja. Če podjetje lahko obvladuje tveganje samo, brez pomoči drugih institucij, na primer bank, so to tehnike notranjega zavarovanja pred tečajnimi tveganji. Ko podjetju ne zadostujejo interne tehnike zavarovanja oziroma te niso primerne, začne podjetje sodelovati z bankami ali drugimi podjetji, s katerimi sklepa razmerja – govorimo o zunanjih tehnikah obvladovanja tveganj.

4.1.1. NOTRANJE METODE ZAVAROVANJA PRED TEČAJNIM TVEGANJEM

Notranje metode so skupina metod, ki so na voljo podjetjem kot del finančne funkcije ali v okviru povezanih podjetij, za katera obvladujejo izpostavljenosti. Pri tem podjetja ne vstopajo v nikakršna pogodbeno razmerja s podjetji izven medsebojno povezane skupine.

V to skupino sodijo naslednje tehnike:

- Politika cen,
- predhodno plačevanje in zakasnitve plačil,
- ujemanje ter
- pobot.

4.1.1.1. POLITIKA CEN

Politiko cen, »pricing«, bom opisala na primeru, ki ga navaja Bennett (1997, str. 72). Podjetje, ki je na trgu dovolj močno, lahko izraža cene in prejema denarne tokove v domači valuti, ni izpostavljeno tečajnemu tveganju, ker le-to v celoti prevali na tuje poslovne partnerje. Če to ni mogoče, se mora podjetje prilagoditi tečajnim nihanjem valut, s katerimi se srečuje pri svojem poslovanju. Politika cen poteka tako, da glede na spremembe deviznih tečajev, podjetje spreminja ceno enote proizvoda ali storitve na tak način, da prihodki ostanejo enaki kot pred spremembo tečajev.

Angleško podjetje od ameriškega podjetja kupi komponente, katerih cena je nominirana v britanskih funtih. Cena je določena v višini 1 GBP, tečaj pa je USD/GBP 1,50. Tečaj dolarja se okrepi na 1,40 ameriškega dolarja za britanski funt, hkrati ameriški dobavitelj zviša ceno za 0,07 britanskih funtov, tako da zdaj znaša 1,07 britanskih funtov na enoto. Kupec bo tako v obeh primerih plačal za uvoženo komponento 1,50 ameriških dolarjev.

4.1.1.2. PREDHODNO PLAČEVANJE IN ZAKASNITVE PLAČIL – LEADING IN LAGGING

»Leading« predstavlja predhodno plačilo glede datuma, kateri je določen v pogodbi o nakupu blaga ali storitev. Obratno deluje »lagging«, kar pomeni zakasnitev plačila. Ti dve metodi se uporabljata, kadar podjetje skuša izkoristiti vedenje o pričakovanih gibanjih deviznih tečajev. Ko se osnovna valuta šibi, bo podjetje želelo predhodno plačati obveznosti in kasneje prejeti plačila za izstavljenе terjatve. Nasprotno velja v primeru, če je osnovna valuta trdna.

»Trda valuta je ta, ki glede na druge valute pridobiva na vrednosti, mehka pa je tista, ki izgublja na vrednosti. Gre za relativni odnos med vrednostjo valut, saj je možno in tako tudi praviloma je, da tudi najbolj trda valuta izgublja na kupni moči« (Ribnikar, 1999, str. 16).

Tehniki se lahko uporabljata med podružnicami istega podjetja. Prva podružnica A dolguje en mesec kasneje enak znesek v isti valuti, kot druga podružnica B dolguje podružnici A. Ker je razlika v zapadlosti dolgov en mesec, mora podružnica A poravnati dolg en mesec prej kot podružnica B ali pa mora podružnica B plačati en mesec kasneje. Da ne bi utrpela škode le ena podružnica, se lahko dogovorita, da plačilo obveznosti zapade med obema dospelostma dolgov.

Bennett (1997, str. 75) ugotavlja, da sta predhodno plačevanje in zakasnitve plačil uporabna le v povezanih podjetjih, ne pa tudi zunaj podjetja, kajti to bi lahko škodilo poslovnim odnosom med obema podjetjema. Poleg tega zakasnitev plačila navadno povzroči zaračunavanje zamudnih obresti, kar bi lahko izničilo koristi ugodnejšega deviznega tečaja.

4.1.1.3. UJEMANJE

Ujemanje oziroma »matching« pomeni, da podjetje skuša uskladiti strukturo aktive in pasive v bilanci stanja in prilive ter odlive v isti valuti. Če podjetje pričakuje plačilo terjatve v določeni valuti, je najbolj smiselno, da znesek porabi za plačilo obveznosti v tej isti valuti in se tako izogne plačilu provizije. Ker navadno prilivi ne predstavljajo točno enakega zneska kot odlivi, bomo morali vseeno del deviz za plačilo kupiti oziroma, če bo priliv večji, prodati za tolarje. Za podjetje je smiselno, da skrbi za optimalno časovno in valutno pokritost prilivov z odlivi po posameznih valutah in s tem odstrani del tveganja. Za prilive in odlive, ki se časovno povsem ne ujemajo, moramo uporabiti druge notranje tehnike kot so predčasno plačevanje in zakasnitev plačil, če gre le za razliko nekajdnevno.

4.1.1.4. POBOT

Namen »nettinga« ali pobota je zmanjšati valutno izpostavljenost z namenom, da bi bila izpostavljenost natančno identificirana in obvladovanje čim bolj učinkovito. Učinkovito obvladovanje v tem primeru pomeni manj transakcij med podjetji, če je to mogoče, in v najbolj ugodnih količinah. Pobot tako izloči hkratno plačilo obveznosti in prejem terjatev v isti valuti, če sta zneska enaka. V primeru, da ima prvo podjetje večji dolg kot drugo, prvo podjetje plača le razliko.

Prednosti pobota (Bennett, 1997, str. 76) so:

- Določi se lahko skupna izpostavljenost podjetij v skupini in primerna strategija zavarovanja pred izpostavljenostjo,
- zaščita v manj poslih, z največjimi zneski, naj bi minimizirala administracijo in stroške poslovanja ter optimizacijo deviznih tečajev,
- tveganje povečanja skupinske izpostavljenosti je zmanjšano, ko je vsa zaščita v neto zneskih.

Proces pobota se lahko izvede na dveh ravneh, primarni in sekundarni. Primarni pobot pomeni, da med podružnicami izločimo transakcije, ki se skupaj izničijo. Če podružnica A

dolguje 2000 ameriških dolarjev, podružnica B pa ima terjatev v višini 1500 dolarjev, je neto izpostavljenost 500 dolarjev dolga.

V primeru, da so terjatve v eni valuti in dolgovi v drugi, obstaja možnost sekundarnega pobota. Zato moramo prevesti vse valutne izpostavljenosti na skupno valuto. Namen sekundarnega pobota je ugotoviti dolgo ali kratko pozicijo podjetja. Kratka pozicija pomeni, da imamo v podjetju več obveznosti kot terjatev, medtem ko dolga pozicija predstavlja več terjatev. Kratka in dolga pozicija sta odprti poziciji, saj vrednost terjatev in obveznosti v določeni valuti nista izenačeni. O zaprti poziciji lahko govorimo, kadar je razmerje med terjatvami in obveznostmi v izbrani valuti ena proti ena.

Glavna prednost primarnega pobota pred sekundarnim je v tem, da je primarni pobot bližji dejanskim denarnim tokovom podjetja.

4.1.2. ZUNANJI INŠTRUMENTI

Dokler podjetje nima primernih zunanjih metod, lahko uporablja le notranje metode zavarovanja pred tečajnim tveganjem, ko pa pridobi znanje in ko trg ponuja zunanje inštrumente, lahko uporabi tudi te. Zunanji inštrumenti za zavarovanje pred tveganji imajo to značilnost, da njihova izvedba zahteva sodelovanje podjetij zunaj matičnega podjetja, čeprav je možno sklepati terminske pogodbe tudi v okviru povezanih podjetij. Finančni sistem nam preko finančnih posrednikov in preko trga omogoča nakup inštrumentov ali sklenitev dogovorov, s katerimi se lahko v celoti zavarujemo pred tveganji.

Pri obvladovanju izpostavljenosti valutnemu tveganju se s terminskimi pogodbami običajno varujemo samo pred delom izpostavljenosti, pred katerim se nismo uspeli zavarovati z notranjimi orodji upravljanja valutnih tveganj. To pomeni, da se z terminskimi pogodbami varujemo le pred neto izpostavljenostjo valutnemu tveganju (Peterlin, 2002, str. 126).

Zunanje inštrumente je mogoče deliti na dve skupini, na simetrične in asimetrične, in sicer glede na potek posla. Pri simetričnih sta obe pogodbeni stranki izpostavljeni tveganju neizpolnitve, v to skupino sodijo standardizirane in nestandardizirane terminske pogodbe ter terminske zamenjave. Poravnava je za obe stranki določena v prihodnosti in običajno jo stranki izvedeta istočasno. Kot bomo videli v nadaljevanju, so asimetrične pogodbe opcije, ki imajo različne čase izpolnitve pogodbe sodelujočih strank.

Preden bom predstavila posamezne zunanje inštrumente, bom predstavila izraza forward in futures pogodbe. Forward pogodbe so terminske pogodbe, katerih nakup in prodaja se skleneta kasneje kot v dveh delovnih dneh po že vnaprej določenem terminskem tečaju. Te pogodbe lahko označimo z izrazom enostavne in nestandardizirane terminske pogodbe ali rokovne pogodbe. Futures pogodbe so prav tako terminske pogodbe in se od

nestandardiziranih terminskih pogodb pogodb ločijo po tem, da so to standardizirane, tipske terminske pogodbe. Za le-te se uporablja izraz standardizirane terminske pogodbe.

4.1.2.1. NESTANDARDIZIRANE TERMINSKE POGODBE

Uporabljajo se za zavarovanje pred tečajnim tveganjem, ker je devizni tečaj valute za posel, ki bo izvršen v prihodnosti, določen vnaprej (Veselinovič, 1991, str. 39).

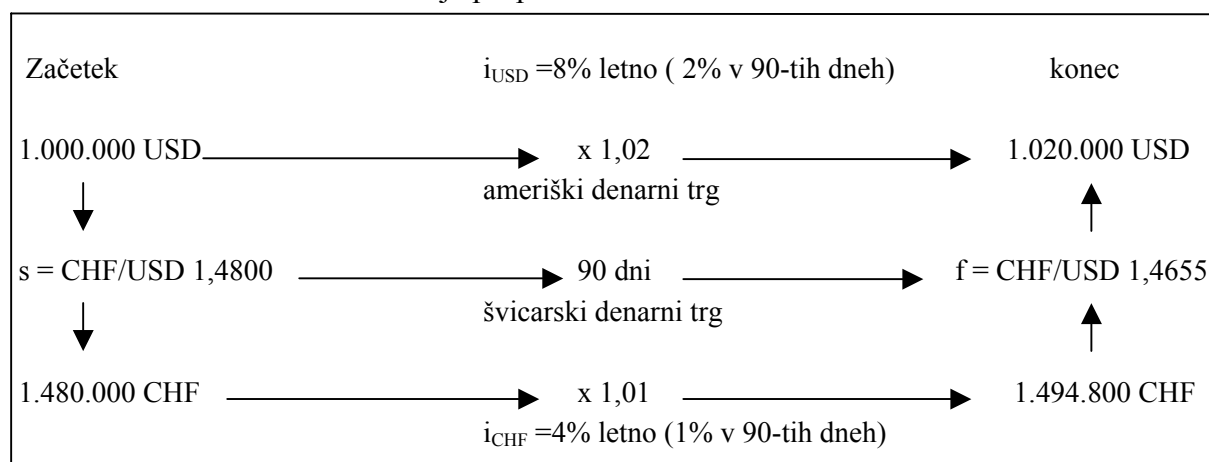
Nestandardizirane terminske pogodbe so najpreprostejši izvedeni finančni inštrument za zaščito pred valutnim tveganjem. Večina podjetij, ki so izpostavljena tečajnemu tveganju, ta inštrument dobro pozna in ga s pridom uporablja v vsakodnevni praksi, vendar je takih še vedno premalo. Za vsako podjetje, ki je izpostavljeno tečajnemu tveganju, bi bilo smiselno, da se zavaruje pred njim.

Nestandardizirane terminske pogodbe so pravno zavezujoči sporazumi med banko in njeno stranko, o nakupu ali prodaji vnaprej določene količine valut danes po fiksnem tečaju, z rokom izvršitve, daljšim od dveh delovnih dni. Terminski devizni tečaji, po katerih se sklepajo nestandardizirane terminske pogodbe, kotirajo za naslednja obdobja: 30, 60, 180, 270 in 360 dni. Pri tem moramo upoštevati le delovne dni, ne pa tudi državnih praznikov, in v tem primeru se torej posel zaključi prvi naslednji delovni dan. Daljši roki so možni le izjemoma, in sicer le za pomembnejše svetovne valute kot sta ameriški dolar in angleška funt. Pogodbe so sestavljene v formalizirani obliki, njihov delež pa je leta 1995 na trgu znašal manj kot 10% (Mrak, 2002, str. 127).

Terminski tečaj izhaja iz teorije paritere obrestnih mer. Teorija trdi, da se razlika med obrestnima merama, ki veljata v dveh državah za vrednostne papirje podobnega tveganja in zapadlosti, natanko ujema z diskontom oziroma s premijo pri terminski kotaciji obeh narodnih valut (Zbašnik, 1991, str. 157).

Pariteta obrestnih mer vključuje tokove kapitala, ki povzročajo spremembe obrestnih mer v dveh državah in te razlike v obrestnih merah vplivajo na razliko med promptnim in terminskim tečajem valut.

Slika 2: Dve alternativni investitorja pri pariteti obrestnih mer



Vir: Mrak, 2002, str. 170.

Primer daje možnost investiranja na ameriškem trgu za določeno obdobje treh mesecev ali nakup švicarskih frankov sedaj in investiranje le-teh na švicarskem denarnem trgu za isto obdobje, nato pa naložbo po terminkem tečaju spremeniti nazaj v dolarje. V sliki 2 lahko vidimo, da investitor beleži enak donos na ameriškem kot na švicarskem denarnem trgu, s tem, da ne upoštevamo transakcijskih stroškov.

Odnos med terminkim tečajem in promptnim tečajem je povezan z obrestnimi merami v obeh državah. Razlika med letnim terminkim in promptnim tečajem med dvema valutama, izražena v odstotkih, je enaka razliki med njunima letnima obrestnima merama (Mrak, 2002, str. 171):

$$\frac{f}{s} = \frac{(1 + i_{CHF})}{(1 + i_{USD})}$$

Kjer so: f = terminski tečaj CHF/USD,
 s = promptni tečaj CHF/USD,
 i_{USD} = obrestna mera v ZDA,
 i_{CHF} = obrestna mera v Švici.

Če sta rezultata investiranja na ameriškem in švicarskem denarnem trgu enaka, potem za promptni in terminski devizni tečaj velja pariteta obrestnih mer.

Veselinovič (1991, str. 40) navaja tri kriterije, ki jih mora banka upoštevati, če hoče kotirati terminski tečaj, ti pa so:

- Razlika med obrestnima merama zadevanih valut,
- prihodnje povpraševanje in ponudba teh valut,
- »tržno« ali svoje mnenje o prihodnjem gibanju teh valut (t. i. »pričakovanje«).

Glede na razmerje med promptnim in terminskim tečajem, ločimo tri možnosti:

- promptni in terminski tečaj sta enaka in takrat govorimo o pariteti valut,
- če je valuta terminsko dražja kot promptno ima valuta premijo (report, pribitek, premium),
- če je valuta terminsko cenejša, govorimo o diskontu (eskontu, eskompt, deport, odbitek, discount) valute.

Višino terminske premije ali diskonta lahko izračunamo iz promptnega in terminskega tečaja (Shapiro, 2002, str. 162):

$$\text{Terminska premija/diskont} = \frac{(\text{terminski tečaj} - \text{promptni tečaj})}{\text{promptni tečaj}} \times \frac{360}{\text{št. dni terminske pogodbe}}$$

Terminski tečaj je izračunan tako, da promptnemu tečaju prilagodimo točke, ki predstavljajo razliko med promptnim in terminskim tečajem za določeno obdobje. Oglejmo si spodnje, celovite in točkovne tečaje za USD/EUR:

<u>Promptni tečaj EUR/USD</u>	<u>1,5360/1,5366</u>
1 mes. terminski tečaj	26/25
2 mes. terminski tečaj	57/56
<u>12 mes. terminski tečaj</u>	<u>376/366</u>
1 mes. terminski tečaj	1,5334/1,5341

V navedenem primeru je EUR v premiji glede na USD, ker so obrestne mere za EUR nižje kot v ZDA. Premijo ali diskont valute lahko ugotovimo tudi iz samega zapisa. Nakupna cena mora biti vedno nižja od prodajne, ne glede ali gre za promptni ali terminski tečaj.

Če so točke na levi strani večje od tistih na desni strani točkovne kotacije, je to diskont za osnovno valuto (in hkrati premija za kotirajočo valuto) in točke tako odštejemo od promptnega tečaja. Kadar pa so točke na desni strani točkovne kotacije večje od točk na levi strani, je to premija osnovne valute in točke prištejemo ter ugotovimo, da je osnovna valuta terminsko dražja.

Kadar je nakupna terminska cena, dogovorjena v pogodbi, višja od promptnega tečaja na dan izvršitve, je kupec izgubil in ima izdatke v višini razlike med cenama.

Primer: Izvozno podjetje je sredi septembra izvozilo stroj, za katerega se je s kupcem dogovorilo za prodajno ceno 1 mio USD in za plačilo čez tri mesece od dneva dobave stroja. Podjetje se je odločilo, da bo bodoči priliv ščitilo s terminsko prodajo ameriških dolarjev. S poslovno banko bo sklenilo terminski posel za prodajo enega milijona ameriških dolarjev, na natančno določen dan v prihodnosti (dan planiranega priliva). Podjetje mora vedeti, da bo

prejelo priliv v dolarjih točno na dan, ki ga je določilo s kupcem, ker drugače ne bo moglo izvesti nestandardizirane terminske pogodbe.

4.1.2.2. OUTRIGHT IN VMESNI ROKI

Za vsak delovni dan je znan 1, 2, 3, 6, 9 mesečni in letni terminski tečaj, če pa se posel zaključi zunaj teh standardnih rokov, čez na primer 1 mesec in 12 dni, transakcijo imenujemo »broken date«, vmesni rok. Njihov izračun je nekoliko drugačen od nestandardizirane terminske pogodbe, čeprav izhaja iz iste osnovne formule. Vzameta se dva swap tečaja, med katerima je t. i. vmesni rok. Nato se ekstrapolira razlika v dnevih za razliko v tečajih. To je potrebno storiti, ker ne obstajajo obrestne mere za vmesne roke in ne moremo direktno uporabiti formule. Lahko tudi najprej izračunamo obrestni meri za vmesne roke in potem uporabimo formulo.

Outright posli so tisti, pri katerih hočemo poudariti, da gre le za sklenitev terminske pogodbe, ki hkrati ne bo del klasičnega deviznega swap posla ali pokrite obrestne arbitraže. Torej gre za nestandardizirano terminsko pogodbo, s točno določenim datumom izvršitve v prihodnosti, ki je lahko tudi vmesni rok in ki ni del klasičnega deviznega swapa (Veselinovič, 1991, str. 45).

4.1.2.3. STANDARDIZIRANE TERMINSKE POGODBE

Vsebina standardiziranih terminskih pogodb je enaka kot pri nestandardiziranih terminskih pogodbah. Bistvo je v tem, da so to standardizirane ali tipske terminske pogodbe glede valutnega zneska, datuma zapadlosti (štirikrat na leto – vsaka tretja sreda tretjega meseca) in stroškov za posamezno pogodbo. Te lastnosti se navajajo tudi kot pomanjkljivosti v primerjavi z nestandardiziranimi terminskimi pogodbami. S standardiziranimi terminskimi pogodbami s se trguje le preko posebnih borz in ne v neposrednih kontaktih med bankami. Tudi tu je cena določena preko obrestnih mer.

Cena standardizirane terminske pogodbe konvergira k promptnemu tečaju, ko se bliža rok zapadlosti, toda v praksi so možna tudi drugačna gibanja. Ta inštrument se v večini uporablja v špekulativne namene.

Mrak (2002, str. 134) navaja, da so standardizirane terminske pogodbe redko uporabljene kot inštrument zavarovanja pred valutnim tveganjem, ker so rigidni instrument, neprilagodljiv konkretnim potrebam posameznega podjetja, trgovanje z njim pa je omejeno na nekaj vodilnih svetovnih valut. Tako je bolj primeren za podjetja, ki imajo stabilne in kontinuirane denarne tokove v tujih valutah.

4.1.2.4. VALUTNE OPCIJE

Opcija je poseben inštrument deviznega terminskega poslovanja, ki daje imetniku pravico, ne pa tudi obveznost, kupiti ali prodati tuje valute, s katerimi posluje, na točno določen dan ali

do tega dne v prihodnosti, po danes dogovorjeni ceni. Ta pravica je povezana z vplačilom premije (plača se vnaprej), ki do zapadlosti predstavlja vrednost opcije. Na drugi strani ima izdajatelj dolžnost, da kupi ali proda določeno valuto po dogovorjenem tečaju, če kupec opcije to zahteva.

Premija je nepovraten strošek, saj predstavlja izdatek, ne glede na to, ali bomo pravico do nakupa oziroma prodaje izkoristili ali ne. V primeru, da opcije ne izkoristimo, ker so nihanja na trgu za nas neugodna, imamo fiksno določen strošek, ki je manjši, kot če se ne bi zavarovali z opcijo. Te možnosti ne dopuščata niti standardizirana niti nestandardizirana terminska pogodba.

Izvršilna cena (*exercise ali strike price*) je cena, po kateri je mogoče tujo valuto kupiti ali prodati.

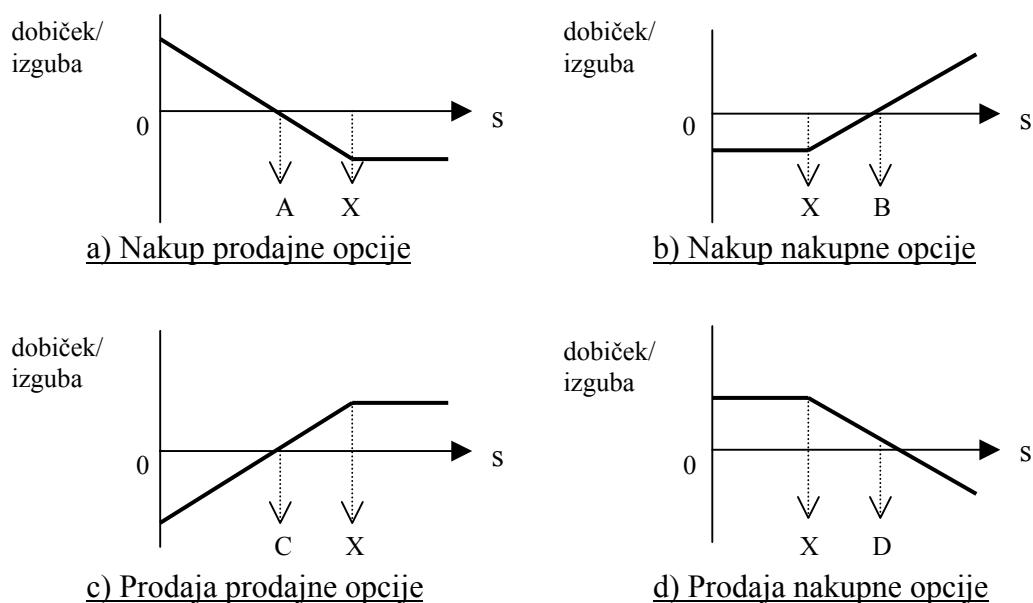
Pri ameriški opciji ima kupec opcije možnost prodati ali kupiti določeno valuto v določenem roku – katerikoli dan, pri evropski opciji pa po preteku določenega roka na točno določen dan.

Valutna opcija je sestavljena iz dveh pogodb, to sta nakupna (*call*) in prodajna (*put*) opcija. Kupec (*holder*) nakupne opcije ima pravico kupiti določeno valuto in kupec prodajne opcije ima možnost prodaje le-te. Izdajatelj instrumenta (*writer*) ima obveznost prodati ali kupiti določeno valuto, če se za to odloči imetnik, ki zato plača premijo. Premija je večja, če je (Levi, 1996, str. 90):

- Daljši čas do izvršitve opcije,
- večja notranja vrednost (*intrinsic value*), ki pomeni razmerje med tržno ceno in tečajem, s katerim je lahko opcija unovčena,
- večja nominalna obrestna mera,
- večja nestanovitnost valute, ki je predmet opsijske pogodbe,
- ameriška opcija, saj se lahko izvrši pred dogovorjenim datumom in
- večji, kot je pričakovan padec vrednosti valute pri prodajni opciji – porast vrednosti pri nakupni opciji, ker je s tem večja verjetnost izvršitve te opcije.

Poznamo štiri možne uporabe opcij, ki so na voljo za nakup ali prodajo nakupne oziroma prodajne opcije. Možni izidi pri nakupnih in prodajnih opcijah ob spreminjanju promptnega tečaja so prikazani v sliki 3 na strani 26. Nakup nakupne opcije kupcu omejuje izgubo, ki je fiksna in omogoča neomejen obseg dobička. Isto situacijo predstavljajo kupcu prodajne opcije. Prodajalec nakupne opcije ali prodajne opcije je omejen na strani dobička in lahko pričakuje neomejeno izgubo.

Slika 3: Možni rezultati pri nakupni in prodajni opciji



Legenda:

s – promptni tečaj,

A, B, C in D – tečaj, pri katerem se opcija splača, ob tem, da ne upoštevamo premije,
X – izvršilna cena.

Vir: Shapiro, 2002, str. 176.

Na zgornji sliki 3 na abscisno os nanašamo promptne tečaje, na ordinatno os pa pozitivni ali negativni izid v odvisnosti od terminskega tečaja. V točki, kjer graf seka abscisno os, se opcija spremeni od ugodne v neugodno opcijo. V primeru, da je opcija neugodna, je ne bomo izkoristili in plačamo le fiksno premijo.

Na primeru nakupne opcije bom razložila razmerja med promptnim tečajem in možno izvršilno ceno. V primeru, da sta enaki, je opcija »at the money«. Opcija ne prinese niti dobička niti izgube. Če je izvršilna cena nižja od tržne cene – promptnega tečaja, v trenutku sklepanja pogodbe pravimo, da je opcija ugodna, opcija je »in the money«. Ko velja nasprotno, da je izvršilna cena višja od tržne cene, je opcija neugodna – »out of the money«.

Notranjo vrednost imajo samo opcije, ki so »in the money«, kajti notranja vrednost je razlika med izvedbeno ceno in tržno ceno.

Primer: Vzemimo podjetje, ki se je v tujini udeležilo razpisa za gradbena dela, rezultati tega razpisa bodo čez pet mesecev, izbranemu izvajalcu pa bo osem dni po tem nakazano prvo plačilo ter podane bančne garancije za sledeča plačila. Podjetje lahko računa z 200 mio USD celotnih prilivov, če bo seveda izbrano. Ker se podjetje zaveda tečajnega tveganja, saj so bilicena in stroški v oddani ponudbi fiksni, bo svojo izpostavljenost skušalo zavarovati. Podjetje bi se rado zavarovalo, vendar dejansko ne ve, če bo v prihodnosti resnično

izpostavljeno, saj je konkurenca na razpisu močna. Zaradi tega se ne bo zavarovalo s terminskimi pogodbami ali terminskimi posli, temveč s pomočjo valutne opcije, ki daje njenemu kupcu pravico do prodaje dolarjev po vnaprej določenem tečaju, ne pa tudi obveznosti. Podjetje kupi prodajno opcijo (graf a v sliki 3 na strani 26) v višini 200 mio USD, s katero lahko pokrije svojo potencialno izpostavljenost. Z opcijo kupi pravico, da bo v prihodnjih šestih mesecih prodalo 200 mio USD po določeni izvršilni ceni. Podjetje bo, ob morebitnem padcu tečaja ameriškega dolarja, pod izvršilno ceno (levo od točke X) unovčilo opcijo, ne glede na to, ali prodaja devize iz priliva ali le zapira opsijsko pozicijo (če ni bilo izbrano na natečaju). Če je podjetje dobilo naročilo na natečaju, bo dobiček iz naslova opcije porabilo za pokrivanje izgube prodaje deviz na promptnem trgu. Če pa se tečaj zviša nad izvršilno ceno (desno od točke X), je podjetje pridobilo na promptnem trgu, pravica iz opcije pa ni vredna nič in opcija se zavrže. Podobno je tudi v primeru, ko podjetje na natečaju ni bilo izbrano. Opcijo lahko proda po nižji ceni nekemu na trgu oziroma jo v primeru, da ni več časa do dospelja, zavrže (v takem primeru utrpí škodo v višini plačane premije).

4.1.2.5. VALUTNE ZAMENJAVE

Valutno zamenjavo »swap« predstavljata promptna transakcija, povezana s terminsko transakcijo v nasprotni smeri. Ko želimo preložiti zapadlost v preteklosti terminsko prodanih deviz na kasnejši datum, moramo z dnem zapadlosti prvotnega terminskega posla devize kupiti in jih prodati z naslednjim, plačilu finančnega ali blagovnega posla prilagojenim dospeljem. V tem primeru sklenemo zamenjavo s promptnim nakupom in terminsko prodajo (Nova Ljubljanska banka d.d., 2003).

Podjetje A danes kupi dolarje po promptnem tečaju ter se z banko dogovori za terminsko prodajo čez n dni po terminskem tečaju. Ko preteče to obdobje, se izvrši terminski posel po tečaju, ki je bil določen za prodajo ameriških dolarjev.

Danes: podjetje A ←^{USD} banka

(A kupi USD po promptnem tečaju)

Danes + n dni: podjetje A →^{USD} banka

(A proda USD po terminskem tečaju).

Prav tako je lahko swap posel sestavljen iz dveh terminskih poslov. Če se ti posli uporabljajo med centralnimi bankami, navadno pride do uradnih intervencij na deviznih trgih in vplivov na tečaje. Zamenjave se odvijajo še med centralno in poslovno banko, med poslovno banko in podjetji ter med podjetji samimi. Stroški teh poslov so povezani z razlikami med valutama: promptna prodaja valute in istočasni terminski nakup v primeru, da je valuta terminsko v premiji, povzroči poleg običajnih poslovnih stroškov še plačilo swap tečaja. Swap tečaj je razlika med terminskim in promptnim tečajem, če pa to razliko izrazimo v odstotkih, jo

imenujemo swap mera. Swap točke se prištejejo ali odštejejo od promptnega tečaja, da se določi terminski tečaj.

Primer: Izvozno podjetje je 1. septembra sklenilo prodajno pogodbo s tujim partnerjem o izvozu stroja za ceno 1 mio USD in plačilnim rokom tri mesece od dneva dobave stroja. Stroj je dejansko dobavljen kupcu šele 10. novembra. Zaradi tega se je prestavil tudi rok plačila. Glede na to, da je podjetje že sredi septembra sklenilo s poslovno banko terminski posel z dospeljem 15. decembra, ga mora v začetku novembra podaljšati. S poslovno banko sklene devizno zamenjavo nakupa in prodaje ameriških dolarjev (buy sell swap), in sicer nakup 1 mio USD s 15. decembrom (kar zapre sklenjeni terminski posel iz sredine septembra) in prodajo 1 mio USD na dan 10. februarja, ko bo dejanski priliv ameriških dolarjev.

4.1.3. PONUDBA SLOVENSКИH BANK

Banke so tiste, ki narekujejo uporabo inštrumentov za zavarovanje pred tečajnim tveganjem in omogočajo njihovo uporabo, če te inštrumente vključijo v svojo ponudbo.

Nova Ljubljanska banka d.d. na svojih internetnih straneh pravnim osebam ponuja štiri inštrumente za zavarovanje pred valutnim tveganjem. Ti so devizni terminski posel, devizna zamenjava, valutna opcija in sintetični terminski posel.

Prve tri inštrumente sem že opisala, zato bom v tem delu razložila še sintetični terminski posel (Synthetic Forward Contract). Sintetični terminski posel je dogovor med banko in stranko, ki ima tudi nekatere značilnosti finančnih terminskih pogodb (Nova Ljubljanska banka d.d., 2003):

- Količina trgovanja in dan dospelja sta standardizirana,
- ob odpiranju pozicije stranka banki vnaprej plača začetno kritje,
- tečajne razlike se obračunavajo dnevno prek gibanja kritij in
- poravnava odprtih pozicij se izvrši najkasneje na dan dospelja posla. Tu ne gre za fizično dobavo deviz ampak, za denarno poravnavo razlike v cenah, ki se plačajo prek sistema gibljivih kritij.

Logika zaščite je enaka kot pri terminskem poslu. Izvozniki prodajajo devize, opredeljene v sintetičnih terminskih poslih, uvozniki pa jih kupujejo. Sintetični terminski posli se morajo glasiti na valutno razmerje, ki ustreza uvozniku oziroma izvozniku. Bistvena razlika v primerjavi z nestandardizirano terminsko pogodbo je, da trgovanje ne poteka na organiziranem trgu, ampak je z njimi mogoče trgovati le z Novo Ljubljansko banko d.d., ki opravlja tudi obračune teh poslov.

Dospelja sintetičnih terminskih poslov so koncentrirana na štiri dospelja v letu (tretja sredi četrtletnega meseca). Podjetje mora imeti pred sklenitvijo sintetičnega terminskega posla

podpisano Pogodbo o okvirnih pogojih sklepanja sintetičnih terminskih poslov z banko ter vplačano začetno kritje, ki se ne obrestuje in lahko obstaja samo v denarni obliki.

Smiselno je, da je število pogodb čim bližje dejanskemu znesku plačila in da je dospelje sintetičnega terminskega posla čim bližje dejanskemu plačilu. Če je na primer dospelje plačila 1.230.000 USD 30. novembra, je najbližje dospelje sintetičnega terminskega posla tretja sredi v decembru. V primeru uvoznika torej stranka kupi 12 pogodb z decembrskim dospeljem (1,2 mio USD) in jih na dan dejanskega plačila računa (nakupa na promptnem trgu deviz) v tujino proda (in tako zapre terminsko pozicijo). Če je dan dejanskega plačila računa po 3. sredi v decembru, uvoznik hkrati proda pogodbe in kupi marčevske pogodbe, ob zapadlosti posla pa proda marčevske pogodbe in kupi devize na promptnem trgu (dva dni pred deviznim odlivom).

4.1.4. ZAVAROVANJE PRED TEČAJNIMI TVEGANJI IN UPORABA IZVEDENIH FINANČNIH INŠTRUMENTOV V SLOVENIJI

Na podlagi izjav finančnikov v Krki, Leku in Petrolu (Pavlin, 2001, str. 31) lahko ugotovimo, da imajo slovenska podjetja različne prijeme pri zavarovanju pred tečajnim tveganjem. Prvi dve podjetji uporabljata le tako imenovano bilančno zavarovanje, ki temelji na zneskovni in terminski usklajenosti terjatev in obveznosti podjetja. Leta 2001 je izvoz Krke znašal 80% prodaje. Od tega prejme podjetje dve tretjini plačila v dolarjih, s katerimi plačujejo tuje dobavitelje, del pa prodajo na deviznem trgu za tolarje. Razliko med odlivi in prilivi v dolarjih zmanjšujejo z dolgoročnimi dolarskimi posojili. Podobno je v Leku, kjer fakturirajo 75% prodaje v tujih valutah, predvsem v ameriškem dolarju in EUR. Del tveganja skušajo odstraniti z usklajevanjem terjatev in obveznosti, časovno in po valutah. Niti v Leku niti v Krki pa niso uporabljali terminskih nakupov in prodaj. Petrol je poleg tečajnega tveganja izpostavljen tveganju spremembe tečaja nafte in njenih derivatov, saj kupuje na svetovnih trgih in plačuje v ameriških dolarjih, doma pa prejema tolarje. V podjetju dnevno varujejo vse dolarske nabave, zmanjšane za vrednost dolarskih naložb, da bi dosegli nevtralne dolarske pozicije. Tako v podjetju niso omejeni le z notranjimi inštrumenti, temveč uporabljajo predvsem terminske inštrumente evro-dolar pa tudi evro-tolar, tolar-evro in valutne opcije.

Izvedeni finančni inštrumenti pri nas še niso tako dobro uveljavljeni in ostaja precej možnosti za razvoj terminskega trga. Doles (2000, str. 36) je navedel pet glavnih razlogov za manjšo uporabo le-teh na slovenskem finančnem prostoru. Kot prvi razlog navaja izkušnje zaščitnikov. Zaščitniki, ki so se zavarovali na terminskem trgu, da bi pokrivali izgube na promptnem trgu, so utrpeli izgube, ker se je tečaj na promptnem trgu gibal v njihovo korist, na terminskem trgu pa so utrpeli izgubo. Tako so se zaščitniki raje odrekli zavarovanju pred tečajnim tveganjem in poslujejo brez zaščite. Pri večini izvedenih finančnih inštrumentov velja pravilo, da je potrebno dnevno pokrivati dnevne izgube, kar lahko za podjetje predstavlja veliko likvidnostno breme. Kot pomemben razlog za manjšo uporabo izvedenih finančnih inštrumentov predstavljajo neprilagojenost inštrumentov slovenskim razmeram, ki

se nanaša na razmerje tujih valut proti tolarju in anomalije bančnega sistema. Tretji razlog je majhno število pravnih subjektov pri trgovanju na promptnem trgu in še manjše na terminskem trgu. Naslednji razlog je pomanjkljivo znanje o teh inštrumentih, tako managementa bank kot podjetij. Zadnji razlog pa predstavlja slaba informacijska podpora večine slovenskih bank in podjetij. Pri tem Doles (2000, str. 36) poudarja, da je v podjetjih premalo planiranja in simuliranja različnih scenarijev glede razvoja posameznih dogodkov v prihodnosti.

5. PRIMER PODJETJA ETI d.d.

V drugem delu naloge bom ugotovitve iz teoretičnega dela prenesla na praktičen primer obvladovanja tečajnega tveganja v konkretnem podjetju. Izbrala sem si podjetje ETI d.d. iz Izlake, kjer so mi ponudili možnost mentorstva pri nalogi. Preden opišem tečajno tveganje v podjetju ETI d.d. je prav, da najprej podjetje predstavim, kasneje pa bom nakazala, katere metode zavarovanja pred omenjenim tveganjem so primerne za podjetje samo.

5.1. PREDSTAVITEV PODJETJA ETI d.d.

Zgodovina podjetja ETI d.d. sega v povojno leto 1950, saj so bila v okolici ležišča gline, primerna za keramiko, na voljo pa tudi opuščeni prostori nekdanje tovarne zaščitnih barv in tako so začeli s keramično proizvodnjo v Tovarni keramičnih izdelkov Izlake. V prvih letih so imeli velike težave zaradi pomanjkljivega znanja ter opreme in niso dosegali načrtovane letne proizvodnje keramičnih ploščic. Z novo poslovno filozofijo in vodstvom so po štirih letih postavili prvo peč za izdelavo elektroporcelana, njihov prvi proizvod pa je bila Bergmanova pipica. Postal so hitro rastoče podjetje elektrokeramičnih izdelkov. Odločili so se za samostojno izdelavo kompletne varovalke in leta 1974 postopno prešli na elektrotehnične izdelke ter se tako preimenovali v Tovarno elektroporcelana Izlake, a že dve leti kasneje je sledilo novo preimenovanje v Tovarno elektrotehničnih izdelkov – Elektroelement Izlake.

Leta 1981 je prišlo do prve združitve s podjetjem Keramika Svit Kamnik, čez desetletje je podjetje spremenilo statut in tako postalo delniška družba ter se tudi ustrezno preimenovala v ETI Elektroelement d.d. ali krajše ETI d.d. Po Zakonu o lastninskem preoblikovanju podjetij se je 1995 podjetje lastninsko preoblikovalo in zaposleni so postali večinski lastniki. Leta 1997 je podjetje ustanovilo še dve hčeri, ETI Gum in ETI Polam, čez dve leti pa še ETI Norton in ETI Svit. V letu 2001 je ETI d.d. prodajal svoje izdelke v 59 državah sveta, kar zahteva stalno vlaganje v razvoj, nove tehnologije in proizvode ter močno inovacijsko dejavnost. Dinamična rast in stabilen gospodarski položaj sta glavni značilnosti 50-letnega obstoja podjetja. Omenjena dejavnika sta mu zagotovila enakovreden položaj med vodilnimi svetovnimi proizvajalci elektroinstalacijskega materiala in izdelkov tehnične keramike.

Poslanstvo družbe ETI d.d. je, da ponuja kompletne izdelke in storitve za elektroenergetske inštalacije, izdelke tehnične keramike ter zagotavljanje varnosti, rasti in donosnosti kapitala delničarjev, z ustvarjanjem optimalnega dobička na dolgi rok. Vizija podjetja je (Letno poročilo ETI 2001, str. 7):

- Utrditi položaj enega glavnih proizvajalcev talilnih varovalk in zaščitnih stikalnih naprav,
- povečati delež proizvodnje in prodaje visokotehnološko zahtevne tehnične keramike ter orodij in naprav ter
- doseganje evropsko primerljivih rezultatov.

Do danes se je marsikaj spremenilo in danes ima podjetje ETI d.d. šest hčerinskih družb in eno povezano podjetje. Hčerinske družbe so (ETI d.d., 2003):

- 1999 Eti Svit d.o.o.,
- 1997 Eti Polam d.o.o.,
- 1997 Eti Gum d.o.o.,
- 2000 Eti Sarajevo d.o.o.,
- 2002 Eti Steatit d.o.o. in
- 2002 Eti ELB z.o.o., ki skupaj z matičnim podjetjem tvorijo Skupino ETI.

Glinek d.o.o. pa je povezano podjetje.

5.2. POSLOVANJE PODJETJA

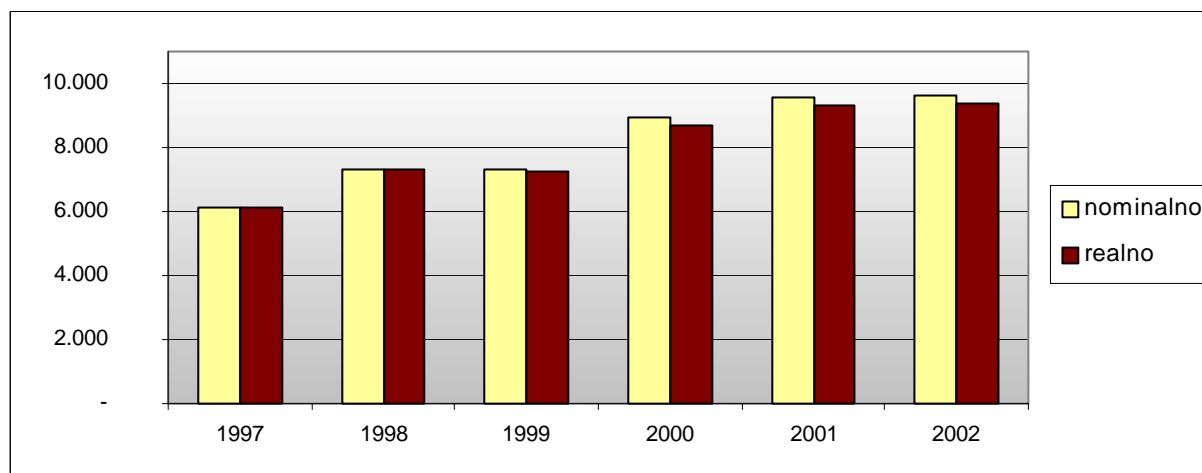
Prodajni program podjetja sestavljajo elektrotehnični izdelki, ki so leta 2001 predstavljali 72% vseh eksternih prihodkov, tehnična keramika 12%, ostalo predstavljata prodaja eksternih orodij, blaga in storitev.

Podjetje zaposluje predvsem prebivalce Izlake in ostalih delov Zasavja; tako je v letu 2001 zaposlovalo 1048 ljudi, od tega 56% žensk. Izobrazbena struktura kaže, da ima kar 66% zaposlenih s dokončano osnovno šolo ali nižjo izobrazbo, 21% jih je s srednješolsko izobrazbo, 5% ima dokončani visoko šolo, 6% fakulteto, trije so magistri, en zaposleni pa ima naziv doktor. Največ delavcev je zaposlenih v proizvodnji.

Družba še ne posluje na borzi, je pa delniška družba, katere največji delež lastništva imajo notranji lastniki (59%).

Prodaja se je od leta 1997 do danes povečevala, kar lahko vidimo v sliki 4 na strani 32. V prvem stolpcu je prikazana vrednost prodaje za leto 1997, ki je znašala 6.135 milijonov tolarjev. V zadnjem letu je vrednost prodaje za 53% presežala vrednost prodaje v letu 1997.

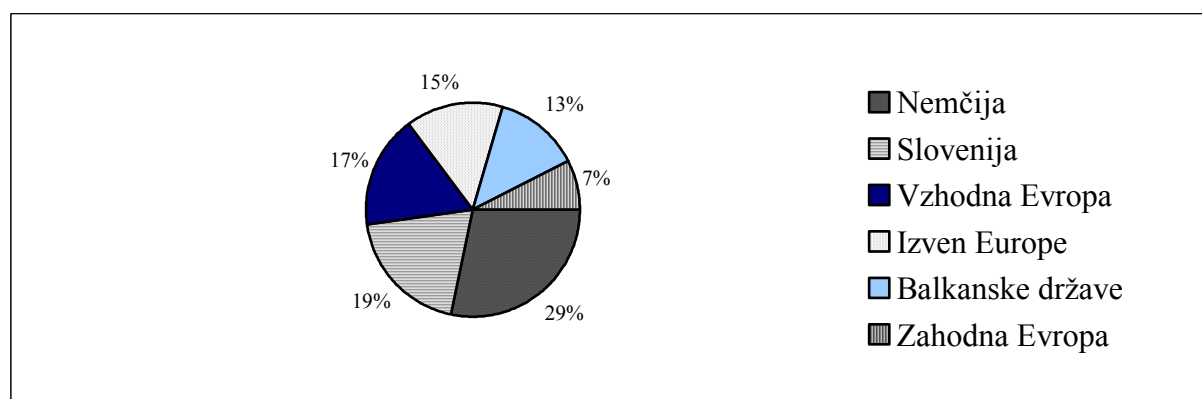
Slika 4: Gibanje prodaje od leta 1997 do 2002 v mio SIT



Vir: Letno poročilo ETI 2001, interno gradivo podjetja ETI d.d., Statistični letopis 2002, lastni izračuni.

Podjetje je usmerjeno v tujino in tako je na največjem trgu, v Nemčiji, ustvarilo največji delež v strukturi celotnih prihodkov. V letu 2002 je nemški trg predstavljal skoraj 30% celotne prodaje in se je glede na prejšnje leto zmanjšal. Na domačem trgu je podjetje doseglo drugi največji delež prodaje. Na trgu preostale Vzhodne Evrope (brez balkanskih držav) je bil delež prodaje za dve odstotni točki manjši kot v Sloveniji. V Vzhodni Evropi podjetje prodaja vedno več, predvsem preko hčerinske družbe ETI Polam d.o.o. Pomemben delež prodaje predstavlja tudi trg balkanskih držav. Glede na leto 2001 se je povečal delež prodaje izven evropskih držav. Prodaja v Zahodni Evropi pa podjetju predstavlja najmanjši delež. Struktura prodaje je prikazana na spodnji sliki 5.

Slika 5: Struktura prodaje podjetja ETI d.d. po trgih za leto 2002



Vir: Interno gradivo podjetja ETI d.d., lastni izračuni in prikaz.

Glede na podatke iz razdeljene bilance stanja in izkaza poslovnega izida podjetja ETI d.d. za leto 2001 in 2002, je že na prvi pogled opazna razlika. V prilogi 2 so nazorno prikazani podatki iz bilance stanja po valutah, s katerimi se v svojem poslovanju srečuje podjetje ETI d.d. Najbolj opazno je to, da so v letu 2001 poslovali z več različnimi valutami kot leta 2002,

kar je očitna posledica uvedbe EUR v državah EMU. Tako v naslednjem letu zasledimo namesto ITL, ESP, DEM, ATS in DKK eno samo valuto, oziroma košarico valut, to je EUR.⁷

V Sloveniji je danes uradna valuta slovenski tolar, toda z vstopom v Evropsko monetarno unijo bo tudi pri nas postala uradna valuta EUR in takrat podjetje ne bo izpostavljeno tveganju spremembe tečaja SIT/EUR. Bistveno se bo spremenila valutna struktura bilance stanja in izkaza poslovnega izida. Ker pa se to še ne bo zgodilo takoj, je potrebno danes ta tečaj spremljati, saj pomembno vpliva na poslovni izid podjetja ETI d.d.

Da ETI d.d. sodi med pomembne slovenske izvoznike, potrjuje tudi podatek, da je podjetje na 36. mestu med največjimi čistimi izvozniki v letu 2002 in na 51. mestu med izvozniki, sodeč po podatkih zbranih v Gospodarskem vestniku (2003, str. 50), kar lahko vidimo v tabeli 4. V zasavski regiji je ETI d.d. na prvem mestu z 34,6% izvoza.

Tabela 4: Podatki za leto 2002 o izvozu in uvozu v mio SIT, deleži in odstotki

Uvrstitev		Izvoz	Rast izvoza 02/01 v %	Uvoz	Delež prihodkov na tujih trgih	Delež prihodkov od izvoza				Načrt izvoza v letu 2003	Načrt uvoza v letu 2003
2002	2001					V EU	V državah nekdanje Jugoslavije	V državah Cefte	Na drugih trgih		
51.	54.	8.100	8%	1.800	85%	42%	22%	14%	7%	8.600	2.000

Vir: 300 največjih, 2003, str. 50.

ETI d.d. je izvozno podjetje, ki se srečuje s tujimi poslovnimi partnerji in tujimi valutami. Tako se sooča s tečajnim tveganjem, katerega se podjetje zaveda, več o tem pa bom navedla v naslednji točki.

5.3. ZAVEDANJE IN UGOTAVLJANJE TEČAJNEGA TVEGANJA V PODJETJU ETI d.d.

Kot smo lahko ugotovili iz prvega dela naloge, je pomembno zavedanje tveganj, katerim je podjetje izpostavljeno.

Najprej smo omenili odnos podjetja do tveganj. Med finančnimi tveganji, s katerimi se srečuje podjetje ETI d.d., je podjetje ugotovilo, da se mora posvečati tako kreditnemu, obrestnemu in tečajnemu tveganju. V podjetju se zavedajo tečajnega tveganja in ga skušajo omejiti oziroma zmanjšati negativne tečajne razlike, ki nastajajo zaradi tečajnega tveganja.

⁷ Ker se je Evropska monetarna unija odločila za skupno valuto EUR, so se s tem počasi valute, ki so jih države imele za uradne valute in jih uporabljale, umaknile novi valuti. EUR sestavlja 11 valut držav članic EMU, ki so določila fiksna in nepreklicna konverzijska razmerja in so na dan 1. 1. 1999 sledeča (Mrak, 2002, str. 406):

1 EUR = DEM	1,95583	FRF	6,55957
ATS	13,7603	ITL	1936,27
ESP	166,386	PTE	200,482
IEP	0,787564	NLG	2,20371
FIM	5,94573	LUF, BFR	40,3399.

Vedo tudi, da je tečajno tveganje potrebno spremljati konstantno, čeprav nimajo posebnega centra za spremljanje tečajnega tveganja. Temu tveganju daje podjetje velik pomen predvsem v zadnjem letu, ko so začeli natančneje spremljati tečajna tveganja. O velikosti tečajnega tveganja lahko iz bilance stanja za leto 2002 ugotovimo, da 23% celotne aktive predstavljajo tuje valute, med njimi predstavlja največji delež EUR. Na strani, ki prikazuje obveznosti do virov sredstev, je delež tujih valut le dobrih 4% celotne pasive. To je po oceni podjetja dovolj velik odstotek, da mu je potrebno pripisati posebno pozornost. Kljub temu podjetje obvladuje tečajno tveganje le v okviru finančne funkcije, čeprav si pomaga tudi z nasveti, predlogi in ugotovitvami zunanjih svetovalcev. Da bi tečajno tveganje v celoti prepustili zunanjim svetovalcem, trenutno ne razmišljajo.

Vloga finančne službe pri obvladovanju tečajnega tveganja. Finančna služba podjetja se zaveda tečajnega tveganja in tudi drugih finančnih tveganj, ki jih spremlja finančna služba, ta tveganja pa želi omejiti oziroma zmanjšati. Podjetje se ne želi dodatno izpostavljati tečajnemu tveganju in delujejo bolj v smislu stroškovnega mesta kot »value-added-service«.

Določitev tehnik zaznave in ovrednotenje izpostavljenosti tečajnemu tveganju. Dejavniki, ki vplivajo na tečajno tveganje so devizni tečaji, kateri spreminjajo vrednost sredstev ter obveznosti do virov sredstev. Podjetje določa izpostavljenost glede na delež tujih valut v bilanci stanja, na katera lahko vplivajo devizni tečaji, in glede na delež prodaje v tujih valutah, katerih gibanje spremlja. V primeru (povečanja vrednosti) apreciacij tujih valut v določenem obdobju se povečuje vrednost aktivnih postavk, kar prinaša korist, povečuje pa se tudi vrednost pasivnih postavk, kar povečuje naše obveznosti. Nasprotno velja v primeru (zmanjšanja vrednosti) deprecij tujih valut.

O inštrumentih za obvladovanje tveganj, ki se jih poslužujejo v podjetju ETI d.d., več v poglavju 5.5., sedaj pa bom opredelila izpostavljenost tečajnemu tveganju.

5.4. IZPOSTAVLJENOST TEČAJNEMU TVEGANJU V PODJETJU ETI d.d.

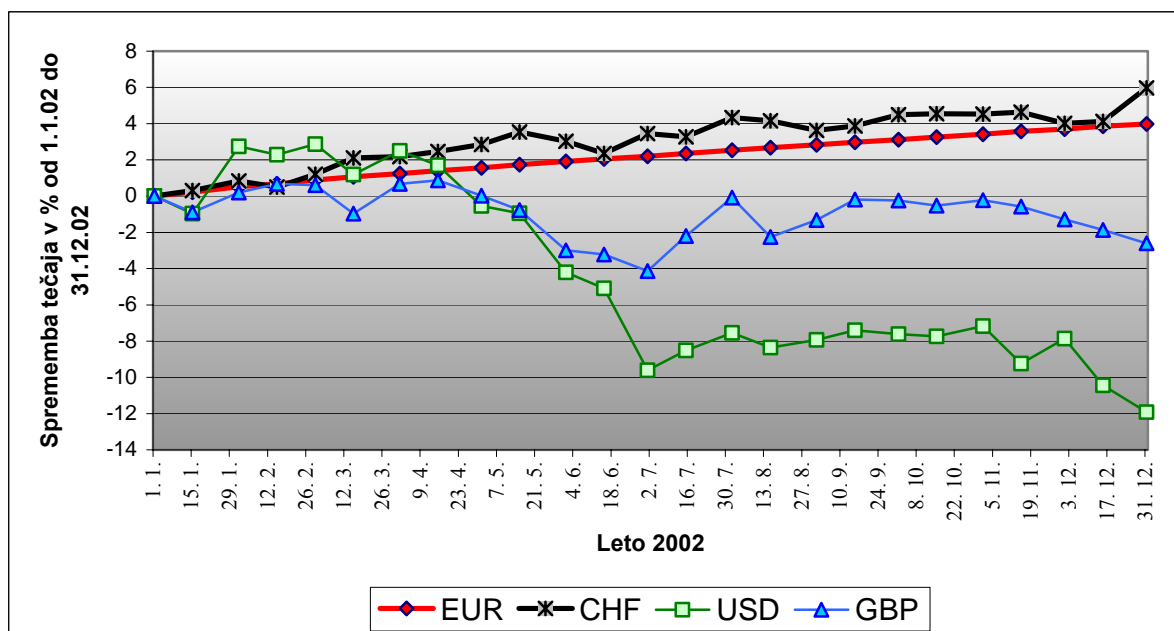
1. 1. 2002, ko je EUR stopil v veljavo tudi v fizični obliki kovancev in bankovcev, se je nekoliko spremenil odnos do tečajnega tveganja. Prej je moralo podjetje spremljati dogajanje za posamezno valuto glede na dogajanje v vsaki državi, glede na to, s kolikimi državami je podjetje sodelovalo. Ko sedaj spremljamo vrednost EUR, hkrati spremljamo spremembe vseh valut, ki jih košarica EUR zajema. Iz slike 5 na strani 32 je vidna razporeditev prodaje po trgih, za katere bi lahko pred letom 2001 našli ravno toliko valut kot je držav, v katere izvaža podjetje ETI d.d. Omenjeno bi lahko prikazali z zelo pisanim strukturnim krogom prodaje po valutah. Če isto strukturo naredimo za leto 2002, bo ta zelo monotona, saj trg Evrope predstavlja skoraj ena sama valuta, to je EUR.

V podjetju so se odločili za ugotavljanje izpostavljenosti iz računovodskih izkazov podjetja, predvsem iz bilance stanja in tudi izkaza poslovnega izida. Med notranjimi merili bom uporabila analizo prihodkov od prodaje in odhodkov.

Iz bilance stanja sem ugotovila, da imajo kratkoročne terjatve in obveznosti iz poslovanja precej različno strukturo glede valut, v katerih bodo prejeta oziroma morajo biti izvedena plačila. Podjetje kupuje surovine in prejema storitve v veliki meri od domačih dobaviteljev. V prilogi 2 lahko vidimo, da ima podjetje več kratkoročnih obveznosti v tolarjih kot v drugih valutah. Med tujimi valutami prevladuje EUR, ki predstavlja 93% prometa s tujimi valutami ali 14% vseh kratkoročnih obveznosti iz poslovanja. Da je ETI d.d. veliko izvozno podjetje, potrjujejo podatki o kratkoročnih terjativah iz poslovanja. 77% izdelkov je prodanih na tujih trgih. Tudi tu v strukturi po valutah prevladuje EUR, ki predstavlja 99% tujih valut. Poleg EUR zasledimo še USD in GBP ter CHF.

Večji del obveznosti in terjatev iz poslovanja zapade v plačilo nekaj dni po izdaji ali prejemu računa in v tem času pride do sprememb tečaja določene valute. Dejstvo, da podjetje izdaja račune v EUR, se je v preteklih dveh letih izkazalo za ugodno, ker je tečaj EUR v primerjavi s tolarjem ves čas vztrajno rasel in je podjetje na strani terjatev beležilo pozitivne tečajne razlike. Hkrati je podjetje na strani obveznosti zaznalo negativne tečajne razlike, ker je tečaj EUR rasel in so se obveznosti do dobaviteljev večale. Gibanje tečaja EUR v letu 2002 je razvidno iz slike 6, kjer je poleg gibanja tečaja EUR prikazano tudi gibanje tečaja USD, CHF in GBP, ki predstavljajo le manjši delež poslovanja podjetja.

Slika 6: Gibanje valut, s katerimi posluje podjetje ETI d.d. v letu 2002



Vir: Tečaj Nove Ljubljanske Banke d.d., 2003, lastni izračuni in prikaz.

Iz slike 6 zgoraj je razvidna konstantna rast EUR. Za gibanje USD lahko razberemo trend padanja, pri čemer padcu tečaja sledi rahel vzpon in ponovni padec; oboji si namreč z različno

intenziteto sledijo in se medsebojno dopolnjujejo. Sredi leta 2002 je bil opazen močnejši padec, kateremu je sledila rahla umiritev in nadaljevanje trenda padanja tečaja. Če predvidevamo, da se bo trend rasti tečaja nadaljeval tudi v prihodnje, lahko pričakujemo pozitivne tečajne razlike na strani terjatev in negativne tečajne razlike na strani obveznosti.

Podjetje se srečuje z vsemi tremi izpostavljenostmi tečajnemu tveganju: s transakcijsko, ekonomsko in prevedbeno izpostavljenostjo. Osredotočila se bom predvsem na transakcijsko izpostavljenost, ki jo bom predstavila na primeru podjetja ETI d.d. kot prvo.

Transakcijska izpostavljenost podjetja nastaja zaradi nakupa in prodaje blaga in storitev v tujini ter zaradi sredstev pridobljenih in danih v tujino. Transakcijska izpostavljenost nastane tudi v primeru, če podjetje samo izvažata ali samo uvažata blago ter storitve in takrat je izpostavljenost še večja. Za primer si lahko pogledamo tabelo 5 spodaj, ki prikazuje vzorec prejetih in izdanih računov podjetja ETI d.d.

Tabela 5: Primer ugotavljanja tečajnih razlik pri poslovanju z EUR

Izdan račun	Tečaj	Plačano	Tečaj	Vrednost v EUR	Rok plačila	Tečajne razlike
2.12.02	229,65	12.12.02	229,92	6.300,00	10 dni	1.701,00
2.12.02	229,65	31.1.03	230,99	515,00	60 dni	690,10
3.12.02	229,69	1.1.03	230,31	2.511,82	29 dni	1.557,33
3.12.02	229,69	2.1.03	230,31	69.333,10	30 dni	42.986,52
3.12.02	229,69	1.2.03	230,99	9.597,77	60 dni	12.477,10
Pozitivne tečajne razlike				88.257,69		59.412,05
Prejet račun	Tečaj	Prejeto	Tečaj	Vrednost v EUR	Rok plačila	Tečajne razlike
2.12.02	229,65	1.1.03	230,31	22.392,09	30 dni	-14.778,78
3.12.02	229,69	2.1.03	230,31	3.046,88	30 dni	-1.889,07
3.12.02	229,69	17.1.03	230,73	3.685,77	45 dni	-3.833,20
3.12.02	229,69	1.2.03	230,99	5.949,14	60 dni	-7.733,88
4.12.02	229,72	3.1.03	230,31	13.743,67	30 dni	-8.108,77
4.12.02	229,72	18.1.03	230,74	756,76	45 dni	-771,90
5.12.02	229,75	4.1.03	230,31	30.785,00	30 dni	-17.239,60
Negativne tečajne razlike iz poslovanja				80.359,31		-54.355,19

Vir: Interno gradivo podjetja ETI d.d., lastni izračuni.

Kot vidimo iz zgornje tabele 5, je podjetje pri plačilu računov, kateri so bili plačani v dogovorjenem roku, ki je bil kasnejši od izdaje računov, prejelo dodatnih 59.412,05 SIT prihodkov. Za račune, ki jih je podjetje prejelo iz tujine v EUR in jih je plačalo v dogovorjenem roku od izdaje računa, je moralo plačati dodatnih 54.335,19 SIT zaradi spremembe tečaja EUR. V skupnem znesku lahko vidimo, da je imelo podjetje ETI d.d. 5.056,86 SIT korist. Prejeti računi predstavljajo 8,5% kratkoročnih obveznosti, izdani pa le slab 1% kratkoročnih terjatev. Ker vzorec računov predstavlja le del vseh računov, moram omeniti, da ima v celotnem mesečnem poslovanju podjetje račune izdane v večji vrednosti kot znašajo prejeti računi in tako je konec meseca lahko ugotovljen večji presežek pozitivnih tečajnih razlik nad negativnimi.

Tabela 6: Kratkoročna izravnava terjatev in obveznosti

Kratkoročne terjatve in obveznosti iz poslovanja po valutah				
Vrednost v valuti	Terjatve	Obveznosti	Pokritje v %	Nepokrita valuta
	1	2	(1:2)*100	1-2
SIT	636.891.960	1.272.799.840	50,04	-635.907.880
EUR	8.912.338	942.889	945,22	7.969.449
GBP	58.525	18.499	316,37	40.026
USD	31.521	31.077	101,43	444
CHF	268	14.619	1,83	-14.351

Vir: Interno gradivo podjetja ETI d.d., lastni izračuni.

Iz zgornje tabele 6 je vidno veliko neskladje med kratkoročnimi obveznostmi in kratkoročnimi terjatvami iz poslovanja, kar opozarja na transakcijsko izpostavljenost podjetja ETI d.d. Kratkoročne terjatve v domači valuti predstavljajo le 23% vseh kratkoročnih terjatev; večina terjatev je torej v drugih valutah, saj ETI d.d. veliko izvažajo. Med tujimi valutami, v katerih podjetje prejema plačila, daleč največji delež predstavlja poslovanje z EUR. Terjatve v EUR predstavljajo več kot tri četrtine vseh kratkoročnih terjatev iz poslovanja in blizu 99% terjatev v tujih valutah (priloga 2). Če si ogledamo strukturo kratkoročnih obveznosti, je slika precej drugačna. 84% vseh obveznosti je v tolarjih. Vsega pa vendarle ne kupujejo doma in tako je bilo 31. decembra 2002 ugotovljenih 15% kratkoročnih obveznosti iz poslovanja v tujih valutah. Med temi zopet močno izstopajo obveznosti v EUR z 93% tujih obveznosti ali 14% vseh obveznosti. Če primerjamo kratkoročne poslovne terjatve in obveznosti iz tabele 6 na strani 36 vidimo, da obveznosti v tolarjih in švicarskih frankih presegajo terjatve, pri ostalih valutah pa so obveznosti v celoti pokrite s terjatvami oziroma jih le-te močno presegajo.

Tabela 7: Izravnava med kratkoročnimi finančnimi naložbami in kratkoročnimi obveznostmi iz financiranja

Kratkoročne finančne naložbe in kratkoročne obv. iz financiranja				
Vrednost v valuti	Naložbe	Obveznosti	Pokritje v %	Nepokrita valuta
	1	2	(1:2)*100	1-2
SIT	540.667.470	740.332.700	73,03	-199.665.230
EUR	265.915	1.000.000	26,59	-734.085

Vir: Interno gradivo podjetja ETI d.d., lastni izračuni.

V strukturi kratkoročnih finančnih naložb v tabeli 7 zgoraj, je 89% le-teh v domači valuti za posodobitev opreme in proizvodnje, vse ostale naložbe so v EUR. Kratkoročne obveznosti iz financiranja predstavljajo 76% obveznosti v tolarjih, vse ostalo so zopet EUR. Struktura obeh ni tako različna, vendar je zaradi vrednosti obeh različna pokritost. Če gledamo po valutah, so v obeh primerih, tako v tolarjih kot v EUR, obveznosti večje od naložb.

Ob koncu leta je potrebno prevesti terjatve in obveznosti v tujih valutah v tolarje, kjer imajo svojo vlogo dolgoročne naložbe in terjatve, ki se prenesejo v prihodnje poslovno leto. V ETI d.d. morajo prevesti EUR in PLN.

Tabela 8: Izravnava med dolgoročnimi terjatvami iz poslovanja in dolgoročnimi obveznostmi iz poslovanja

Dolgoročne terjatve in obveznosti iz poslovanja				
Vrednost v valuti	Terjatve	Obveznosti	Pokritje v %	Nepokrita valuta
	1	2	(1:2)*100	1-2
SIT	0	1.979.900	-	-1.979.900
EUR	612.034.000	0	-	612.034.000

Vir: Interno gradivo podjetja ETI d.d., lastni izračuni.

V tabeli 8 zgoraj je prikazana dolgoročna izravnava terjatev in obveznosti iz poslovanja. Vse dolgoročne terjatve so v EUR, pokritost je ničelna. Na drugi strani imamo dolgoročne obveznosti iz poslovanja, ki so izključno v tolarjih in ne predstavljajo tečajnega tveganja. Tu ima podjetje odprto dolgo pozicijo v EUR.

Tabela 9: Izravnava med dolgoročnimi finančnimi naložbami in dolgoročnimi obveznostmi iz financiranja

Dolgoročne finančne naložbe in obveznosti				
Vrednost v valuti	Naložbe	Obveznosti	Pokritje v %	Nepokrita valuta
	1	2	(1:2)*100	1-2
SIT	925.690.110	0	-	925.690.110
EUR	1.105.892	0	-	1.105.829
PLN	4.430.000	0	-	4.430.000

Vir: Interno gradivo podjetja ETI d.d., lastni izračuni.

V tabeli 9 vidimo, da ima podjetje ETI d.d. le dolgoročne finančne naložbe. Med naložbami je 64% naložb v tolarjih, po 17% v EUR in v PLN, ker ima podjetje hčer tudi na Poljskem.

Iz vseh štirih tabel o kratkoročni in dolgoročni pokritosti obveznosti s terjatvami lahko vidimo, da je le-ta neuravnotežena in da metoda pobota ne zavaruje vseh postavk, ki so izpostavljene tečajnemu tveganju. Terjatve v tuji valuti presegajo obveznosti, ki jih lahko podjetje plačuje z plačanimi terjatvami, presežne terjatve pa so izpostavljene padcu EUR, kar bi pomenilo zmanjšanje vrednosti prejetih terjatev v primerjavi s pričakovanimi.

Izpostavljenost podjetja ETI d.d. tečajnemu tveganju lahko ponazorim tudi z analizo prihodkov prodaje za leti 2001 in 2002 ter odhodkov za leto 2002. Podjetje je v letu 2002 povečalo prodajo. Očitna pa je razlika med navedenima letoma zaradi že omenjene konverzije valut v košarico valut – EUR.

V letu 2001 se je prodaja izvrševala predvsem v DEM in je predstavljala polovico prodaje v tuji valuti, takoj mu sledi EUR, ostale valute pa so skupaj predstavljale 7,39% prodaje. V naslednjem letu je EUR predstavljal že tri četrtine celotne prodaje. Prodaja po valutah v letih 2001 in 2002 in odhodki od prodaje brez amortizacije so predstavljeni v tabeli 10 na strani 39.

Tabela 10: Primerjava prihodkov od prodaje po valutah za leti 2001, 2002 in odhodki iz prodaje za leto 2002

PRIHODKI OD PRODAJE 2001	VREDNOST V TUJI VALUTI 2001	TEČAJ 31.12.2001	VREDNOST V SIT 2001	ODSTOTEK PRIH. PRODAJE
DEM	46.735.379	113,2049	5.290.673.906	55,64
EUR	6.010.648	221,4095	1.330.814.568	14,14
ITL	3.450.006.765	0,1143	394.335.773	4,13
GBP	408.450	363,5027	148.472.678	1,51
USD	314.431	250,9458	78.905.139	0,81
ATS	2.194.869	16,0905	35.316.540	0,36
ESP	23.877.948	1,3307	31.774.385	0,33
DKK	807.633	29,7709	24.043.961	0,25
TUJINA			7.334.336.951	77,16
DOMA			2.238.738.269	22,84
SKUPAJ			9.573.075.220	100
PRIHODKI OD PRODAJE 2002	VREDNOST V TUJI VALUTI 2002	TEČAJ 31.12.2002	VREDNOST V SIT 2002	ODSTOTEK PRIH. PRODAJE
EUR	31.025.609	230,2673	7.144.183.215	74,16
GBP	427.540	354,094	151.389.349	1,57
CHF	500	158,51	79.255	0
USD	250.135	221,0708	55.297.545	0,57
TUJINA			7.350.949.364	76,31
DOMA			2.282.665.904	23,69
SKUPAJ			9.633.615.268	100
ODHODKI IZ PRODAJE BREZ AM 2002	VREDNOST V TUJI VALUTI 2002	TEČAJ 31.12.2002	VREDNOST V SIT 2002	ODSTOTEK ODH. PRODAJE
EUR	8.313.677	230,2673	1.914.367.956	21,93
GBP	115.745	354,094	40.984.610	0,47
CHF	108.245	158,51	17.157.915	0,2
USD	210.007	221,0708	46.426.415	0,53
TUJINA			2.018.936.896	23,13
DOMA			6.710.246.000	76,87
SKUPAJ			8.729.182.896	100

Vir: Interno gradivo podjetja ETI d.d., lastni izračuni.

V podjetju je iz podatkov o prodaji podjetja po posameznih valutah ugotovljena transakcijska izpostavljenost.

5.5. ZAVAROVANJE PRED TEČAJNIM TVEGANJEM V ETI d.d.

Vse odločitve v podjetju so povezane s stroški, ki jih te odločitve povzročajo. To dejstvo bom upoštevala tudi pri analiziranju možnih metod za zavarovanje pred tečajnim tveganjem. Če se podjetje ne zavaruje pred tečajnim tveganjem, potem nima nikakršnih stroškov, vendar je izpostavljeno negativnim tečajnim razlikam. V nasprotnem primeru, ko hoče podjetje izničiti tečajno tveganje v celoti, bo imelo velike stroške (stroške zavarovanj, dela), kateri bodo presegali pozitivni učinek zavarovanja valutnega tveganja. Potrebno je natančno preučiti, kolikšen delež izpostavljenih terjatev in obveznosti je še smiselno zavarovati.

Podjetja pogosto najprej poiščejo rešitve znotraj podjetja, to so t. i. notranji inštrumenti za zavarovanje pred tečajnim tveganjem. Pri tem ni potrebno vložiti veliko denarja za dodatna znanja in ni se potrebno povezovati s drugimi podjetji.

Politika cen je prva izmed notranjih metod zavarovanja pred tečajnim tveganjem. Možnost, da bi podjetje ETI d.d. izdajalo račune v domači valuti, to je v tolarjih, ni smiselno, saj tolar ne sodi med konvertibilne valute. Slovenski tolar sodi med minorne valute, ki se ne uporabljajo v mednarodnem poslovanju. Potencialni kupci bi se verjetno raje odločili za druge dobavitelje, ki svoje izdelke in storitve zaračunavajo v bolj uveljavljenih in konvertibilnih valutah kot pa za valuto kot je slovenski tolar. Na drugi strani si podjetje ne more dovoliti, da bi naknadno zviševalo ceno, ki je bila že določena, ker bi izgubilo dobro ime zanesljivega partnerja in ker podjetje nima dovolj velike moči na svetovnem trgu.

Predhodno plačevanje in zakasnitev plačil lahko podjetje uporablja, kadar lahko predvidi nihanje deviznih tečajev. V kolikor bo podjetje upoštevalo predhodne plačevanje, ne bo imelo težav z poslovnimi odnosi z dobavitelji. Drugače je, kadar podjetje v prakso vnese zakasnitev plačil in je tako deležno tudi kazni, ki se kažejo v plačevanju zamudnih obresti. Zamudne obresti lahko izničijo koristi ugodnejšega deviznega tečaja ob kasnejšem plačilu. Nekoliko lažje je to v okviru skupine ETI, ki jo sestavljajo hčerinska podjetja, s katerimi se lažje dogovarja.

Ujemanje kot tehniko zavarovanja pred tečajnim tveganjem podjetje ETI d.d. uporablja, z njo pa skuša uskladiti strukturo bilance stanja tako kratkoročnih kot dolgoročnih postavk. Vendar pa podjetje pri poslovanju v prvi vrsti upošteva kakovost blaga in plačilne pogoje, nato pa v kateri valuti bo posel sklenjen.

Podjetje ETI d.d. uporablja tudi tehniko pobota, ki se je izkazala za uspešno. Podjetje poslovanje s hčerinskimi podjetji usklajuje tako, da medsebojne posle pobota in se izogne tečajni izpostavljenosti. Ker zneski terjatev in obveznosti navadno niso enaki, je podjetje izpostavljeno tveganju v višini neto vrednosti presežka ali primanjkljaja terjatve nad obveznostmi.

Toda interni inštrumenti za zavarovanje pred tečajnim tveganjem niso vedno dovolj. Ko jih izkoristimo, pridejo na vrsto zunanji inštrumenti. Verjetno bo potrebno za uporabo le-teh nekaj dodatnega znanja in sodelovanje z drugimi podjetji ali bankami.

Nestandardizirane terminske pogodbe se lahko uporabljajo le za določena obdobja in tako se v primeru, da je rok plačila daljši ali krajši od tega obdobja, uporablja outright. Oba inštrumenta sta v praksi pogosto uporabljena. Če se podjetje zavaruje, potem ve, koliko bo moralo plačati v prihodnosti. Vendar je lahko ta možnost slabša, kakor če bi plačali po dejanskem promptnem tečaju na dan plačila. V podjetju ETI d.d. so z novim poslovnim letom začeli uporabljati nestandardizirane terminske pogodbe za zavarovanja pred tečajnim tveganjem.

Standardizirane terminske pogodbe se od nestandardiziranih terminskih pogodb razlikujejo v standardiziranosti pogodbe. Podjetje mora z gotovostjo vedeti, da bo v določenem obdobju prejelo denarni tok, ki ga bo nato uporabilo pri standardizirani terminski pogodbi, kajti če tega denarnega toka podjetje ne bo dobilo pravočasno, se bo moralo zadolžiti, da bo izvršilo zavezujočo pogodbo. Ravno zaradi navedenega podjetje ne uporablja tega inštrumenta.

Naslednji zunanji inštrument zavarovanja pred tečajnim tveganjem so valutne opcije, ki so zanimive predvsem zaradi imetnikove možnosti, da se sam odloči, ali bo pravico iz opcije izkoristil ali ne. Seveda mora podjetje plačati premijo. Finančni trg še ni dovolj razvit, premije pa so visoke, zato podjetju ETI d.d. trenutno ne priporočam tega inštrumenta. V prihodnje so bo podjetje morda odločilo tudi za opcije in tako še bolj optimalno izkoristilo možne inštrumente zavarovanja.

Ker je precej možnosti za izvedbo zamenjav, jih podjetja večkrat sklepajo. Podjetju ETI d.d. bi priporočila valutne zamenjave za zavarovanje pred tečajnim tveganjem.

6. SKLEP

V današnjem času smo izpostavljeni tveganju prav vsi, pa čeprav se tega ne zavedamo vedno, saj to jemljemo kot danost. Nekoliko drugače je v podjetjih, kjer so njihove poslovne odločitve povezane s tveganji, ki prinašajo koristi ali škodo za podjetje kot celoto. Takrat tveganja zahtevajo dodatno pozornost. Da bi lahko v danih situacijah primerno ravnali, morajo v podjetju poznati tveganja, katerim so izpostavljeni. Prva naloga podjetja je poznavanje tveganj, ki lahko nastopijo. V podjetju se morajo zavedati tveganj, katerim so izpostavljeni, jih proučevati in skušati omejiti, za to pa je potrebno poiskati primerne rešitve. Med finančnimi tveganji sem proučevala tečajno tveganje na primeru izbranega podjetja, ETI d.d.

Podjetje ETI d.d. je veliko izvozno podjetje, katerega vrednost prodaje izdelkov v tujino je trikrat večja kot vrednost prodaje na domačem trgu. Obratno velja pri odhodkih od prodaje

brez amortizacije, kjer odhodki v domači valuti trikrat presegajo odhodke v tuji valuti. Podjetje je soočeno z vsemi tremi vrstami izpostavljenosti tečajnemu tveganju; s transakcijsko, prevedbeno in ekonomsko izpostavljenostjo. Izpostavljenost se kaže v valutni in časovni neusklajenosti postavk iz bilance stanja in izkaza poslovnega izida.

Med valutami, s katerimi posluje ETI d.d., močno prevladuje EUR, ki je nasledil raznolikost valut v preteklih letih pred uvedbo EUR, skupne valute v državah EMU. S sprejetjem Slovenije v Evropsko Unijo se slovenska podjetja nadejajo povečanja izvoza v države EU in tako se lahko tudi v proučevanem podjetju poveča delež prodaje v EUR. Z vstopom v EMU in uvedbo EUR tudi v Sloveniji, se bo zmanjšala izpostavljenost tečajnemu tveganju, ker bo takrat nastopila situacija sklepanja prodajnih pogodb, kjer bosta partnerja iz različnih držav uporabljala isto, domicilno valuto.

V finančni službi podjetja ETI d.d. so v preteklih letih uporabljali predvsem notranje metode zavarovanja pred tečajnim tveganjem. Ponudba slovenskih bank obsega tudi zunanje inštrumente zavarovanja pred tečajnim tveganjem, ki jih nekatera podjetja pri nas že s pridom uporabljajo. Med zunanjimi inštrumenti so za podjetje ETI d.d., glede na ugotovljeno tečajno izpostavljenost, primerne nestandardizirane terminske pogodbe in devizne zamenjave.

Podjetje bo nadgradilo znanje zaposlenih, ki spremljajo tečajno tveganje, na področju zunanjih metod zavarovanja pred tečajnim tveganjem. Proučiti in izbrati je potrebno primerno finančno institucijo na slovenskem finančnem prostoru, s katero bodo sodelovali pri terminskih prodajah in nakupih tujih valut.

7. LITERATURA

1. BENNETT Dominic: Managing foreign exchange risk. London (etc.) : Pitman, 1997. 224 str.
2. DOLES Jernej: Izvedeni finančni instrumenti. Bančni vestnik, Ljubljana, 9 (2000), str. 36-38.
3. EITEMAN K. David, STONEHILL I. Arthur, MOFFETT H. Michael: Multinational business finance, 9. izdaja. Boston : Addison-Wesley, 2001. 694 str.
4. JEPMA J. Catrinus, JAGER Henk, KAMPHUIS Elise: Introduction to international economics. London, New York : Longman, 1996. 391 str.
5. KOS Suzana: Operacija BS končana, bančniki šokirani. Finance, Ljubljana, 31. 3. 2003, str. 2.
6. LEVI Maurice: International finance, 3. izdaja. New York (etc.) : McGraw-Hill, 1996. 630 str.
7. MRAK Mojmir: Mednarodne finance. Ljubljana : GV založba, 2002. 682 str.
8. PAVLIN Aleš: Drsečo izpostavljenost zavarujemo s kombinacijo pogodb forward in opcij. Finance, Ljubljana, 17. 9. 2001, str. 31.
9. PETERLIN Jožko: Finančna tveganja. Revizor, Ljubljana, 10 (1999), str. 58-79.
10. PETERLIN Jožko: Rokovna pogodba – orodje finančne politike. Revizor, Ljubljana, 2 (2002), str. 111-129.
11. PROHASKA Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.
12. RIBNIKAR Ivan: Devizni tečaj. Bančni vestnik, Ljubljana, 9 (1998), str. 76-79.
13. RIBNIKAR Ivan: Monetarna ekonomija II, Mednarodni denarni sistem. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 169 str.
14. RIBIČ Mirjana: Terminski trg drobi kameno dobo. Manager, Ljubljana, 1997, str. 22-25.

15. SHAPIRO C. Alan: Foundations of multinational financial management, 4. izdaja. New York : J. Wiley, cop, 2002. 634 str.
16. VESELINOVIČ Draško: Devizno trgovanje, 2. izdaja. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1991. 191 str.
17. ZBAŠNIK Dušan: Mednarodne poslovne finance. Maribor : Ekonomska poslovna fakulteta, 1991. 152 str.

8. VIRI

1. ETI d.d., spletna stran podjetja. [[URL:http://www.eti.si](http://www.eti.si)], 26. 3. 2003.
2. Interno gradivo podjetja ETI d.d.
3. Letno poročilo ETI 2001. Izlake : ETI d.d., 2002. (28 str.)
4. Nova Ljubljanska banka d.d., spletna stran s podatki o valutnih izvedenih finančnih inštrumentih. [[URL:http://www.nlb.si/cgi-bin/nlbweb.exe?doc=2024&SeS=PpU4PArPHwEAAE3Taps00000](http://www.nlb.si/cgi-bin/nlbweb.exe?doc=2024&SeS=PpU4PArPHwEAAE3Taps00000)], 29. 5. 2003.
5. Tečajna lista Nove Ljubljanske banke d.d., spletna stran s podatki o tečajih. [[URL:http://www.nlb.si/cgi-bin/nlbweb.exe?doc=3411&SeS=PpU4PArPHwEAAE3Taps00000](http://www.nlb.si/cgi-bin/nlbweb.exe?doc=3411&SeS=PpU4PArPHwEAAE3Taps00000)], 29. 5. 2003.
6. Statistični letopis 2002. [[URL:http://www.stat.si/letopis_n.htm](http://www.stat.si/letopis_n.htm)], 10. 5. 2003.
7. Vodič za zaposlene v ETI Elektroelement d.d. 1999.
8. 300 najboljših. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 13 (2003), str. 30-50.

SLOVARČEK

accounting exposure – računovodska izpostavljenost
ask – cena, po kateri je dealer pripravljen prodati
at the money – opcija na meji
balance sheet exposure
izpostavljenost bilance stanja
bid – cena, po kateri je dealer pripravljen kupiti
call option – nakupna opcija
cross-rate – navzkrižni tečaj
economic exposure – ekonomska izpostavljenost
exercise price – pogodbeni cena
forward – nestandardizirane terminske pogodbe
futures – standardizirana terminska pogodba
holder – imetnik opcije
in the money – opcija, ki se splača
intrinsic value – notranja vrednost
invoice currency – valuta, v kateri je izdana faktura
lagging – zakasnitev plačila obveznosti
leading – predhodno plačevanje obveznosti
netting – pobot
out the money – opcija, ki se ne splača
pricing – politika cen
put option – prodajna opcija
spot rate – promptni tečaj
strike price – izvršilna cena
swap – zamenjava
transaction exposure – transakcijska izpostavljenost
translation exposure – prevedbena izpostavljenost
value added service – storitev z dodano vrednostjo
value at risk – VaR – model tvegane vrednosti
writer – izdajatelj opcije

PRILOGE

Priloga 1: Bilanca stanja podjetja ETI d.d.

	BILANCA STANJA	31.12.2000	31.12.2001	OCENA 31.12.2002	PLAN 2003
	v 1000 sit			v 1000 sit	
	SREDSTVA	9.038.981	9.869.104	10.188.036	10.617.301
A	Stalna sredstva	4.254.608	4.716.394	4.980.584	5.411.292
	Neopredmetena dolgoročna sredstva	4.562	376	-	-
	Opredmetena osnovna sredstva	3.247.938	3.621.981	3.544.943	4.013.661
	Dolgoročne finančne naložbe	947.069	1.089.003	1.435.641	1.397.631
	Popravek kapitala	55.039	5.034		
B	Gibljava sredstva	4.784.373	5.152.710	5.203.798	5.206.009
	Zaloge	1.987.622	1.885.257	1.740.363	1.704.772
	Dolgoročne terjatve iz poslovanja	350.077	347.012	140.933	121.859
	Kratkoročne terjatve iz poslovanja	2.160.083	2.530.195	2.716.846	2.838.119
	Kratkoročne finančne naložbe	227.096	367.072	601.899	513.063
	Denarna sredstva	16.058	3.448	-3.757	28.196
	Aktivne časovne razmejitev	43.437	19.726	3.654	-
	OBVEZNOSTI	9.038.981	9.869.104	10.188.036	10.617.301
A	Kapital	6.808.104	7.393.589	7.672.071	7.894.440
	Osnovni kapital	1.993.000	1.993.000	1.993.000	1.993.000
	Vplačani presežek kapitala	6.520	22.777		
	Rezerve	564.901	704.787		
	Preneseni čisti dobiček prejšnjih let	645.506	716.791		
	Revalorizacijski popravek kapitala	3.400.108	3.839.401		
	Nerazdeljeni čisti dobiček poslovnega leta	198.069	116.833		
B	Dolgoročne rezervacije	18.906	10.640	7.980	5.320
C	Dolgoročne obveznosti iz financiranja	-	-	-	-
Č	Dolgoročne obveznosti iz poslovanja	22.285	21.044	19.799	8.689
D	Kratkoročne obveznosti iz financiranja	476.678	999.224	970.600	897.529
E	Kratkoročne obveznosti iz poslovanja	1.672.537	1.395.651	1.506.159	1.811.323
F	Pasivne časovne razmejitve	40.471	48.956	11.427	-

Vir: Interno gradivo podjetja ETI d.d.

Priloga 2: Postavke iz bilance stanja na dan 31. 12. 2002 razdeljene po valutah

Bilance stanja na dan 31.12.2002 razdeljena po valutah					
Postavka	Valuta	Tečaj 31.12.2002	Vrednost v 1000 sit in sit	Struktura v %	Delež v bilanci stanja
AKTIVA			10.188.036,00		
Kratkoročne terjatve iz poslovanja			2.716.846,00	100	26,67
Domači trg			636.891,96	23,44	6,25
Tujina:			2.079.954,04	76,56	20,42
CHF	268	158,5099	42,48	0,00	0,00
GBP	58.524,51	354,094	20.723,18	1,00	0,20
USD	31.521,01	221,0708	6.968,37	0,34	0,07
EUR	8.912.338,00	230,2673	2.052.220,01	98,67	20,14

Kratkoročne obveznosti iz poslovanja			1.506.159,00	100	14,78
Domači trg			1.272.799,84	84,51	12,49
Tujina:			233.359,16	15,49	2,29
SEK	20.065,33	25,1675	504,99	0,22	0,00
CHF	14.619,23	158,5099	2.317,29	0,99	0,00
GBP	18.498,86	354,094	6.550,34	2,81	0,00
USD	31.076,60	221,0708	6.870,13	2,94	0,00
EUR	942.888,60	230,2673	217.116,41	93,04	0,00

Kratkoročne finančne naložbe			601.899,00	100	5,91
Domači trg			540.667,47	89,83	5,31
Tujina:			61.231,53	10,17	0,6
EUR	265.915,00	230,2673	61.231,53	100	0,6

Dolgoročne finančne naložbe			1.435.641,00	100	14,09
Domači trg			925.690,11	64,48	9,09
Tujina:			509.950,89	35,52	5,01
EUR	1.105.829,00	230,2673	254.636,26	49,93	2,5
PLN	4.430.000,00	57,6331	255.314,63	50,07	2,51

Kratkoročne obveznosti iz financiranja			970.600,00	100	9,53
Domači trg			740.332,70	76,28	7,27
Tujina:			230.267,30	23,72	2,26
EUR	1.000.000,00	230,2673	230.267,30	100	2,26

Dolgoročne poslovne terjatve			140.933,00		1,38
Domači trg			-	-	-
Tujina:			140.933,00	100	1,38
EUR	612.034,00	230,2673	140.933,00	100	1,38

Vir: Interno gradivo podjetja ETI.d.d., lastni izračuni in prikaz.