

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

OBVLADOVANJE VALUTNEGA TVEGANJA V PODJETJU
Iskra Kondenzatorji d.d.

Ljubljana, maj 2007

ANITA ŽUNIČ

IZJAVA

Študentka **Anita Žunič** izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom **dr. Aljoše Valentinčiča**, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 14.5.2007

Podpis: _____

KAZALO

1	UVOD	1
2	VRSTE FINANČNIH TVEGANJ.....	2
3	PRIMERJAVA IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV	6
4	ZAZNAVA IN OVREDNOTENJE FINANČNIH TVEGANJ	8
4.1	DELEŽ TUJE VALUTE V PODJETJU ISKRA KONDENZATORJI.....	10
4.2	POZITIVNE IN NEGATIVNE TEČAJNE RAZLIKE.....	10
4.3	DELEŽ POSAMEZNIH VALUT	12
4.4	VIŠINA ODPRTE POZICIJE	13
4.5	GIBANJE DEVIZNIH TEČAJEV	14
4.6	KAJ POMENITA PRIČAKOVANA VREDNOST DOLARJA IN ŠVICARSKEGA FRANKA ZA PODJETJE KA ZA PODJETJE	17
5	VALUTNO TVEGANJE V PODJETJU ISKRA KONDENZATORJI D.D.	18
5.1	IZPOSTAVLJENOST VALUTNIM TVEGANJEM	18
5.1.1	<i>TRANSAKCIJSKA IZPOSTAVLJENOST.....</i>	<i>18</i>
5.1.2	<i>TRANSLACIJSKA IZPOSTAVLJENOST</i>	<i>19</i>
5.2	UKREPI ZA OBVLADOVANJE VALUTNEGA TVEGANJA.....	20
5.2.1	<i>NOTRANJE METODE ZA OBVLADOVANJE VALUTNEGA TVEGANJA</i>	<i>20</i>
5.2.2	<i>ZUNANJE METODE ZA OBVLADOVANJE VALUTNEGA TVEGANJA – IZVEDENI FINANČNI INSTRUMENTI</i>	<i>25</i>
6	UTEMELJITEV IZBIRE IN PREDLOGI FINANČNIH INSTRUMENTOV ZA PODJETJE ISKRA KONDENZATORJI D.D.....	36
6.1	PREDLOG VODSTVU PODJETJA IN POTREBNE NALOGE ZA UPRAVLJANJE S TVEGANJI.....	36
6.2	IZBIRA INSTRUMENTA ZA ZAVAROVANJE VALUTNEGA TVEGANJA	38
7	SKLEP	42
8	LITERATURA.....	44
9	VIRI	45

KAZALO TABEL

Tabela 1: Prodaja po tržnih področjih v letu 2005	8
Tabela 2: Delež tuje valutemed terjatvami in obveznostmi podjetja Iskra Kondenzatorji d. d. na dan 30. 6. 2005 in 30. 6. 2006	10
Tabela 3: pozitivne in negativne tečajne razlike iz terjatev po valutah v podjetju iskra kondenzatorji d. d. za leti 2005 in 2006	11
Tabela 4: Delež po posameznih valutah glede na skupno vsoto tujih valut za podjetje Iskra Kondenzatorji d. d. v letih 2005 in 2006.....	12
Tabela 5: Višina odprte pozicije oziroma razlika med terjatvami in obveznostmi v podjetju Iskra Kondenzatorji d. d. po valutah sredi leta 2005 in 2006.....	13
Tabela 6: Vpliv posameznih dejavnikov na premije opcij.....	31

KAZALO SLIK

Slika 1: Delež prodaje po trgih.....	9
Slika 2: Pozitivne in negativne tečajne razlike iz terjatev po valutah v podjetju Iskra Semič d.d. za leti 2005 in 2006	11
Slika 3: Gibanje mesečne povprečne vrednosti EUR/USD v letu 2006 in pričakovanje vrednosti konca leta 2007.....	14
Slika 4: Gibanje mesečne povprečne vrednosti EUR/GBP v letu 2006 in pričakovanje vrednosti konca leta 2007.....	15
Slika 5: Gibanje mesečne povprečne vrednosti EUR/CHF v letu 2006 in pričakovanje vrednosti konca leta 2007.....	16
Slika 6: Povezovanje plačil.....	22
Slika 7: Nakup nakupne opcije.....	33
Slika 8: Knock in forward	35

1 UVOD

V slovenskem gospodarstvu se že nekaj desetletij kaže tendenca po vse intenzivnejšem vključevanju na mednarodna tržišča in povezovanju z njimi. Podjetja namreč kupujejo surovine na tujih trgih, izdelujejo končne izdelke ter polizdelke ter jih ponovno prodajajo izven Slovenije, kjer se posluje s tujimi valutami. Glede na to, da poslovanje večinoma poteka v tujih valutah, ki nenehno spreminjajo svojo vrednost in medsebojna razmerja, so podjetja izpostavljena nenehnemu tveganju spremembe tečaja tuje valute.

Če je valuta, v kateri podjetje plačuje dobaviteljem, usklajena z valuto, v kateri podjetje prejema plačila od kupcev, podjetje ni izpostavljeno tečajnim tveganjem. Je pa ta položaj v poslovnem svetu zelo redek, zato se podjetja, ki delujejo v mednarodnem prostoru, vseskozi srečujejo s tveganjem neugodne spremembe deviznega tečaja. Bolj kot je oddaljen datum plačila, bolj je verjetno, da se bo menjalno razmerje tečajev valut do takrat spremenilo. Podjetju preostaneta dve možnosti, in sicer lahko podjetje čaka na datum poravnave ter upa, da bo tečaj na dan poravnave za podjetje ugoden, ali pa se odloči za varovanje tečajnega tveganja z izvedenimi finančnimi instrumenti. Na ta način si podjetje zagotovi vnaprej znan devizni tečaj.

Zavarovanje finančnih tveganj z izvedenimi finančnimi instrumenti so začela podjetja postopoma uporabljati po razpadu brettonwoodskega sistema v sedemdesetih letih prejšnjega stoletja. Takrat je po uvedbi sistema drsečega deviznega tečaja prišlo do velikih nihanj deviznih tečajev, kar je povečalo tečajno nestabilnost. Podjetja so se torej začela soočati z valutnimi tveganji in s potencialno velikimi izgubami. Izvedeni finančni instrumenti so namreč tisti instrumenti, s katerimi lahko omejimo izpostavljenost pred neugodnimi spremembami deviznih tečajev.

Namen diplomskega dela je predstaviti zunanje in notranje metode, s katerimi se lahko podjetje zavaruje pred valutnimi tveganji, ter podati predlog za uporabo izvedenih finančnih instrumentov podjetju Iskra Kondenzatorji d.d. kot učinkovito zaščito pred tečajnimi oziroma valutnimi tveganji, pred neugodno spremembo deviznega tečaja.

V prvem delu na kratko opisujem posamezne vrste finančnih tveganj ter med drugimi opredelim valutno tveganje, kateremu je namenjena diplomska naloga.

V nadaljevanju sledi primerjavo izvedenih finančnih instrumentov. Te kasneje podrobneje in na konkretnem primeru podjetja tudi opišem.

Tretji del diplomske naloge se nanaša na zaznavanje in vrednotenje finančnih tveganj. Navedenih je nekaj podatkov, ki kažejo na to, da je podjetje izpostavljeno valutnemu tveganju. S pomočjo grafov prikazujem gibanje tečajev, ki so relevantni za podjetje Iskra

Kondenzatorji d.d., ter predstavljam, kako vpliva predvideno gibanje tečaja dolarja in švicarskega franka na poslovanje obravnavanega podjetja.

Četrty del zajema ukrepe za obvladovanje valutnega tveganja. S pomočjo podjetja Iskra Kondenzatorji d.d. so opisane zunanje in notranje metode za obvladovanje valutnega tveganja.

V zadnjem delu diplomskega dela pa se osredotočim na podajanje predlogov za podjetje Iskra Kondenzatorji d.d. Podala sem predlog vodstvu podjetja za upravljanje s finančnimi tveganji ter opisala naloge, ki jih je potrebno opraviti, ko se v podjetju odločijo za upravljanje z valutnim tveganjem. Ta del vsebuje tudi predlagane izvedene finančne instrumente za zavarovanje valutnega tveganja v podjetju Iskra Kondenzatorji d.d. ter pojasnila za tako odločitev.

2 VRSTE FINANČNIH TVEGANJ

Finančna tveganja izvirajo iz finančnih poslov, povzročajo pa jih spremenljivost finančnega trga. Finančne mere, kamor štejemo spremenljivost deviznih tečajev, obrestnih mer, cen surovin itd., pa vplivajo na finančna tveganja oziroma jih povzročajo. V trenutku, ko podjetje sklene pogodbo s tujim kupcem ali dobaviteljem, je izpostavljeno tveganju neugodne spremembe deviznega tečaja.

Finančna tveganja lahko razdelimo na tri zaokrožene skupine (Peterlin, 2005, str.26):

1. Finančna tveganja, pri katerih na dejavnike tveganja podjetje ne more vplivati, ker so neodvisni od njegovega poslovanja. V tem kontekstu lahko omenim obrestno mero, devizni tečaj, ceno surovin itd., ki so rezultat ponudbe in povpraševanja na trgu.
2. Finančna tveganja, pri katerih lahko podjetje vpliva na dejavnike tveganja. Odgovornosti za te dejavnike podjetje torej ne more prenašati na okolje podjetja, ker so posledica odločitev podjetja o zadolževanju, izbiri kupcev itd.
3. Finančna tveganja pri varovanju izpostavljenosti finančnim tveganjem. Nepravilno izbrana orodja za varovanje pred tveganji, napačna ocena tveganja lahko povzročijo še večjo škodo, kot če se podjetje ne bi zavarovalo pred tveganji.

Glede na to, da ni povsem enotne opredelitve finančnih tveganj, navajam nekaj področij, ki jih različni avtorji navadno navajajo v sklopu finančnih tveganj. Predstavila jih bom v naslednjih šestih skupinah.

1. Likvidnostno tveganje

Likvidnostno tveganje je nevarnost (tveganje) neuskklajenosti med dospelimi sredstvi in obveznostmi do virov sredstev, kar lahko pripelje do likvidnostnih težav ali celo do propada podjetja. Podjetje mora imeti takšno politiko poslovanja, da se ne povečujejo samo trajni viri poslovnih sredstev, temveč tudi ustrezen finančno posredniški položaj, ki zagotavlja likvidnost in plačilno sposobnost podjetja. Likvidnostno tveganje je eno bistvenih finančnih tveganj, saj ostala finančna tveganja navadno vplivajo na likvidnost in kasneje plačilno sposobnost podjetja. Zagotavljanje likvidnosti je torej osnovni pogoj za obstoj podjetja. Podjetje gre namreč v stečaj, ko nima dovolj likvidnih sredstev, da bi poravnalo svoje obveznosti.

Ko proučujemo likvidnostno tveganje, je zelo pomembno, da poznamo metode vrednotenja, ki jih uporabljajo v podjetju. V kolikor npr. zaloge vrednotimo po najnižjih cenah in zoženih metodah vrednotenja, le te niso izpostavljene likvidnostnemu tveganju. Njihovo preoblikovanje v denarna sredstva se bo izvedlo po večji vrednosti, kot so vrednotena v računovodskih izkazih.

Če ima podjetje med terjatvami tudi dvomljive in sporne terjatve, obstaja velika verjetnost, da dolžniki ne bodo poravnali svojih obveznosti oziroma terjatev podjetja. Na ta način se preoblikovanje terjatev v denar prekine in podjetje mora sredstva za poravnavo svojih dolgov pridobiti z dodatno zadolžitvijo. Zato je zelo pomembno, da podjetje preverja boniteto poslovnih partnerjev in se na ta način izogne tveganju neplačila.

2. Kreditno tveganje

Kreditno tveganje je tveganje, da dolžnik ne bo mogel in/ali ne bo hotel plačevati obresti in/ali vrniti posojila. Zamujal bo s plačili in morda sploh ne bo plačal.« (Ribnikar, 1994, str.209). Kreditna politika temelji na ocenjevanju in spremljanju bonitete podjetij, s katerimi Iskra Kondenzatorji d.d. poslovno sodeluje, kakor tudi na obsegu in kakovosti medsebojnega poslovnega sodelovanja. Res pa je, da tveganja ne moremo popolnoma odpraviti, saj je kreditna sposobnost podjetij v veliki meri odvisna tudi od dejavnikov, na katere podjetje nima vpliva. Odločamo se namreč na podlagi preteklih podatkov, kar pomeni, da ne moremo z gotovostjo trditi, da bo stanje našega poslovnega partnerja v prihodnost enako, kot je bilo v preteklem obdobju. Boniteta poslovnega partnerja se lahko spremeni, kar pa se pokaže takoj v plačilni (ne)sposobnosti.

Pri upravljanju s kreditnim tveganjem je treba upoštevati posameznega izdajatelja kakor tudi celoten kreditni portfelj. Pred tem tveganjem se je smiselno zavarovati vnaprej, in sicer z dodelitvijo bonitetnih ocen posameznim kupcem. Tržniki, ki imajo prvi stik s kupci, morajo

preveriti boniteto nasprotne stranke ter na podlagi tveganja njene neizpolnitve, določiti oblike zavarovanja pred kreditno izpostavljenostjo.

3. Valutno tveganje

Valutno tveganje razumemo kot nevarnost spremembe deviznega tečaja od trenutka naložbe do vrnitve kapitala, naloženega v tujo valuto. Zaradi sprememb deviznega tečaja določene valute se torej lahko ustvari dobiček ali izguba. Ravno zaradi slednjega je potrebna ustrežna izbira zavarovanja pred valutnim tveganjem, tako pri izvoznikih kot uvoznikih. Izvedene finančne instrumente za zavarovanje pred valutnimi tveganji bom predstavila v nadaljevanju.

Omenjenemu tveganju so izpostavljene predvsem tiste finančne institucije, ki imajo sredstva in obveznosti denominirane v različnih valutah, kar velja tudi za obravnavano podjetje Iskra Kondenzatorji d.d. Ko so denimo terjatve denominirane v USD, obveznost pa v EUR, je podjetje izpostavljeno deprecijaciji USD, kajti v tem primeru vrednost sredstev več ne zadostuje za pokritje obveznosti v EUR. Moram omeniti tudi dolge in kratke pozicije (oboje pomeni odprtost pozicij) po posameznih valutah, ki so značilne za valutno tveganje. V obeh primerih gre za tveganje v višini odprtosti, saj ne vemo, ali bo vrednost posamezne valute padala ali naraščala. Če ima podjetje dolgo pozicijo v USD, to pomeni, da ima podjetje v dolarjih vezanih več terjatev kakor obveznosti. Podjetje se zato boji, da bo vrednost dolarja padla, saj bi se prilivi, ki jih podjetje pričakuje iz naslova dolarskih terjatev, zmanjšali, obveznosti pa bi se povečale. Ravno nasprotno velja, ko ima podjetje kratko pozicijo v dolarjih. V tem primeru ima podjetje več dolarskih obveznosti kakor dolarskih terjatev, zato se boji naraščanja vrednosti dolarja. Rast vrednosti dolarja v tem primeru namreč poveča odlive podjetja.

Kakor hitro je poslovanje podjetja povezano s tujimi valutami, je podjetje izpostavljeno valutnemu tveganju. To pa pomeni, da vrednost deviznega tečaja ni znana vnaprej. Vrednosti tečaja namreč ne moremo napovedati z gotovostjo, temveč zgolj z večjo ali manjšo stopnjo zaupanja. Če se devizni tečaj spremeni, se spremeni tudi vrednost sredstev in dolgov podjetja, nominiranih v tuji valuti, preračunano v domačo valuto. Tveganje, s katerim se srečuje izvoznik, lahko opredelim kot nevarnost, da bo tečaj tuje valute ob plačilu nižji od tečaja, ki mu še zagotavlja ustrezno donosnost izvoznega posla, prav tako pa tveganje, s katerim se srečuje uvoznik, opredeljujem kot nevarnost, da bo tečaj tuje valute ob plačilu višji od tistega, ki mu še zagotavlja donosnost uvoznega posla (Berk et al., 2005, str. 201). Do valutnega tveganja pride tudi takrat, ko se podjetje zadolži v tuji valuti, ali pa, ko denar naloži v tujo valuto. V prvem primeru podjetje tvega rast, v drugem primeru pa padeč vrednosti tuje valute.

4. Obrestno tveganje

Obrestno tveganje je nevarnost neugodnega ali škodljivega gibanja (spremembe) obrestne mere. Po eni strani gre lahko za znižanje obrestne mere v primeru, ko želi podjetje presežke denarnih sredstev posoditi, po drugi strani pa gre za dvig obrestne mere, če si podjetje želi izposoditi določeno vsoto denarja.

Obrestne mere se na denarnih trgih nenehno spreminjajo zaradi ponudbe in povpraševanja na trgu ter drugih makroekonomskih razmer. Takrat, ko si podjetje sposodi določeno vsoto denarja po trenutni tržni ceni, je ta določena za celotno dogovorjeno posojilno dobo. Posojiljemalec in posojilodajalec sta tako vezana na dogovorjeno obrestno mero. Pri nespremenljivi obrestni meri posojiljemalec tvega, da se bo tržna obrestna mera med trajanjem posojilnega razmerja znižala. Pri sprejemljivi obrestni meri pa tvega, da se bodo obrestne mere zvišale in bo donosnost naložbe, ki je bila financirana pod začetnimi pogoji, ogrožena (Peterlin, 2005, str. 33).

Sprememba obrestnih mer dodatno povzroča povečanje ali zmanjšanje kapitala, kadar podjetje nima usklajenih rokov med dolgovi in sredstvi podjetja. Omenjena neusklajenost v dospelosti sredstev in dolgov je vir obrestnega tveganja.

5. Naložbeno tveganje

Naložbenemu tveganju so bolj kot podjetja izpostavljeni investicijski skladi. Podjetja se s tem tveganjem soočajo takrat, ko se odločijo za nalaganje denarnih presežkov na kapitalski trg. Gre za tveganje, ki izhaja iz nalaganja v delnice, obveznice itd.

6. Tveganje spremembe cene blaga

Pred tveganjem spremembe cene blaga so se še pred podjetji želeli zavarovati kmetje. Pri kmetijskih surovinah namreč negotovost povzroča vreme, razpoložljivost skladiščnih zmogljivosti, večje oziroma manjše zaloge od pričakovanih itd. Zato so kmetje večino pridelkov prodali pred pridelavo. To so jim omogočili terminski blagovni posli, ki so jih zaščitili pred cenovnimi tveganji. Na ta način so že v sedanjosti določili ceno, po kateri bodo v prihodnosti lahko prodali ali kupili svoje blago oziroma pridelke.

Pri podjetjih pa pomembno cenovno tveganje predstavljajo spremembe cene, predvsem tistih surovin, katere podjetje potrebuje za normalno opravljanje svoje poslovne dejavnosti. Podjetje se torej lahko zaščiti pred padanjem in naraščanjem cene surovin odvisno od tega, ali na trgu nastopa kot prodajalec ali kupec surovin ali blaga. Gre za podobno tveganje in zaščito kot pri valutnem tveganju.

Ključna finančna tveganja, ki so jim izpostavljeni v podjetju Iskra Kondenzatorji, so:

- valutno tveganje kot posledica izpostavljenosti v USD
- obrestno tveganje zaradi pričakovane rasti variabilnih obrestnih mer
- kreditno tveganje iz naslova terjatev do kupcev
- likvidnostno tveganje kot posledica zapoznelih plačil s strani kupcev

Odgovorni v podjetju so zainteresirani za uporabo izvedenih finančnih instrumentov, s katerimi bi se zaščitili pred finančnimi tveganji. Le te so v obravnavanem podjetju uporabili le nekajkrat. Na ta način bi odpravili oziroma omilili vplive določenih finančnih tveganj.

3 PRIMERJAVA IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV

Na začetku bom pojasnila razliko med simetričnimi in asimetričnimi izvedenimi finančnimi instrumenti. Značilno je, da je pri simetričnih izvedenih finančnih instrumentih, kamor štejemo terminske posle, terminske pogodbe ter finančne zamenjave, izmenjava sredstev določena za obe stranki v prihodnosti. Običajno zamenjavo opravita hkrati. Iz tega sledi, da sta obe pogodbeni stranki izpostavljeni tveganju neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke. Na drugi strani pa je pri opcijah, ki jih prištevamo k asimetričnim izvedenim finančnim instrumentom, čas izpolnitve pogodbenih strank različen. Kupec opcije plača premijo ob sklenitvi pogodbe, s čimer si pridobi pravico v prihodnosti kupiti ali prodati, v pogodbi določeno sredstvo (v mojem primeru tečaj) po dogovorjeni ceni. Prodajalec opcije pa zaradi prejetja premije prevzame obveznost, katera ga zavezuje k prodaji ali nakupu pogodbenega sredstva (tečaja) po dogovorjeni ceni.

Terminski posel je med vsemi izvedenimi finančnimi instrumenti najbolj preprost za uporabo. Velja za najbolj priljubljen in najpogosteje uporabljen instrument zaščite pred valutnim tveganjem. Slovenska podjetja, ki so izpostavljena valutnemu tveganju, ta instrument večinoma poznajo in ga s pridom tudi uporabljajo.

Terminski posli so za razliko od terminskih pogodb, katerih v diplomski nalogi ne omenjam, ker se z njimi trguje le na borzi, nestandardizirani. Elementi pogodbe so zato odvisni od individualnih potreb posameznika, kar je po eni strani dobro, po drugi strani pa zmanjšuje likvidnost. Pri terminskih poslih, za razliko od terminskih pogodb, ni posredovanja klirinške hiše, kar pomeni, da je tveganje neizpolnitve pogodbe nasprotne stranke nekoliko večje. Ob sklenitvi terminskega posla, v nasprotju s terminskimi pogodbami, ni potrebno vplačati začetnega kritja, ki služi za jamstvo, zato pri terminskem poslu ne prihaja do denarnih tokov vse do zapadlosti pogodbe. Ob roku zapadlosti pride do zamenjave denarja in osnovnega

instrumenta, ki je predmet pogodbe. Pri standardiziranih terminskih pogodbah (futures) pa pogodbe ponavadi prenehajo z vzpostavitvijo nasprotne pozicije.

Nakup valutnih opcij je zanimiv za veliko slovenskih podjetij, ki poslujejo s tujino. Z uporabo le teh imajo že vnaprej znano največjo možno izgubo (premija, ki jo plačajo), podjetja pa so bolj fleksibilna. Opcijo namreč lahko izkoristijo ali pa zavržejo v primeru neugodnih tržnih razmer. Vendar mnogim podjetjem pri njeni uporabi predstavlja težavo plačilo premije in ne dovolj strokovno usposobljen kader, zaradi česar se podjetja ponavadi raje odločajo za zavarovanje z drugim izvedenim finančnim instrumentom.

Pri terminskih poslih podjetje/kupec realizira »dobiček«, če cena sklenjenega terminskega posla naraste in utrpí izgubo, če cena pade. Govorim torej o simetričnem odnosu med tveganjem in donosom. Trg opcij pa se zaradi nesimetričnosti med tveganjem in donosom, glede na ostale izvedene finančne instrumente, razlikuje od drugih trgov. Kupec opcije lahko izgubi največ premijo, ki jo je plačal za opcijo. Največji dobiček, ki ga lahko pričakuje prodajalec opcije, pa je enak znesku premije, katero mu plača kupec. Tisti, ki se odloča med opcijami in terminskimi posli, lahko uporabi termiski posel kot sredstvo za zavarovanje pred simetričnimi tveganji in opcijo za zaščito pred asimetričnimi tveganji. Stopnja varnosti, ki jo pri trgovanju nudijo opsijske pogodbe, je podobna stopnji varnosti, ki jo ponujajo terminske pogodbe (Mrak, 2002, str. 137).

Instrument valutnih zamenjav je zanimiv za prilagajanje dospetij že sklenjenih terminskih poslov. Pogodbe o zamenjavi so tako kot pri terminskih poslih narejene na osnovi individualnih zahtev posameznika. Valutne zamenjave so za finančne posle zelo prilagodljive, stranki imata namreč proste roke, da uredita zamenjavo tako, kakor jima najbolj ustreza.

Kot so mi razložili na banki, ki sem jo obiskala zaradi potrebe diplomskega dela, je največje povpraševanje po sklepanju terminskih poslov, finančnih zamenjav in knock in forward poslov. Pri terminskem poslu banka določi termiski tečaj na podlagi promptnega tečaja ter obrestnih mer obeh valut. Podjetje pa je ob poteku pogodbe zavezano pogodbo po dogovorjenem terminskem tečaju tudi izpolniti, četudi bi bil tečaj ob dospelosti pogodbe za podjetje bolj primeren kot termisko dogovorjen tečaj. Če se podjetje zaradi zakasnelega priliva odloči za sklenitev valutne zamenjave, se termiski tečaj spremeni le za obrestni diferencial. Podjetja se veliko odločajo tudi za sklepanje »knock in forward« poslov, saj lahko sami določijo enega izmed obeh tečajev (zgornja in spodnja meja). Pri nobenem od teh instrumentov tudi ni potrebno plačati premije.

Pri uporabi izvedenih finančnih instrumentih, s katerimi se trguje na bančnem trgu, obstaja večje tveganje neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke kot na organiziranem trgu (borza). Banka se pred tem zavaruje na ta način, da zahteva depozit ali druge oblike zunaj bilančnega zavarovanja kot jamstvo za poravnavo pogodbenih obveznosti. Na drugi strani pa gre za večjo

varnost, kot če bi sklepali pogodbe na trgu neposredno med strankami. Pogodbe, ki jih sklenemo z banko, so namreč predpisane oziroma tipske, kar povečuje varnost.

Podobno kot pri ostalih poslih v podjetju tudi v primeru zaščite poslovanja z izvedenimi finančnimi instrumenti tvegamo, da bo prišlo pri poslovanju do napak, ki so lahko posledica napačnih informacij, različnih metod vrednotenja instrumentov kakor tudi neustrezne organizacije finančne funkcije.

4 ZAZNAVA IN OVREDNOTENJE FINANČNIH TVEGANJ

Če se želi podjetje zavarovati pred finančnimi tveganji in jih obvladovati, jih mora najprej zaznati. Nadalje mora vodstvo podjetja ugotoviti, katerim tveganjem so v podjetju izpostavljeni, kajti lahko so izpostavljeni samo eni ali vsem vrstam finančnega tveganja, kar pa je odvisno od posebnosti podjetja.

Iskra Kondenzatorji d.d. je v letu 2005 dosegla 6.603.448 tisoč SIT čistih prihodkov iz prodaje, od tega 12,0% na domačem trgu, 88,0% čistih prihodkov iz prodaje pa so ustvarili na tujem trgu.

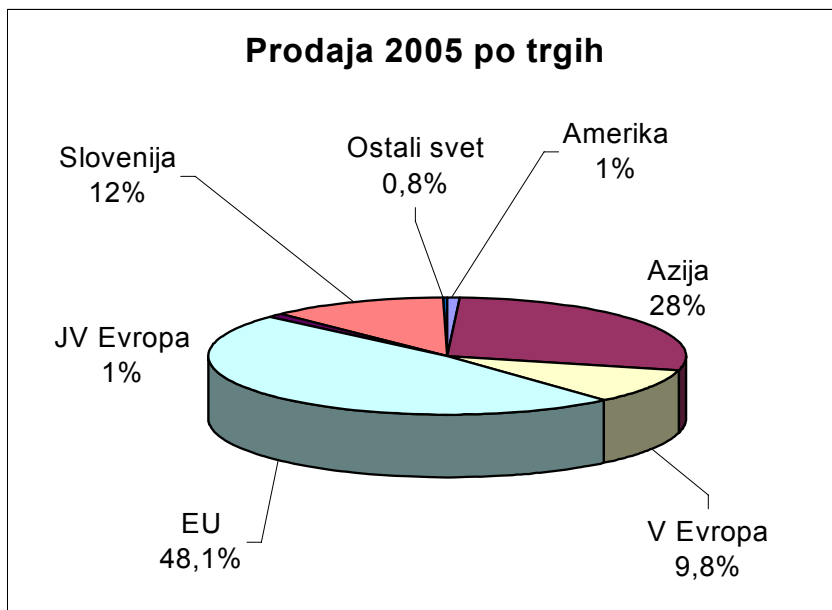
Tabela 1: Prodaja po tržnih področjih v letu 2005

v 000 SIT, v %	Čisti prihodki	Čisti prihodki	Delež
PRODAJA V LETU 2005 PO TRGIH	2005	2004	2005
Slovenija	794.443	756.012	12,00
JV Evropa	66.097	170.631	1,00
EU in ostale evropske države	3.178.755	3.747.659	48,00
V Evropa	645.138	632.856	9,80
Azija	1.847.756	1.453.380	28,00
Amerika	54.157	66.119	0,80
Ostali svet	17.103	9.231	0,30
SKUPAJ	6.603.448	68.358.889	100,00

Vir: Interno gradivo podjetja Iskra Kondenzatorji d.d.

Delež prodaje znotraj skupine Iskra je v letu 2005 znašala 3,46%, v letu 2004 pa 1,80% od vse prodaje.

Slika 1: Delež prodaje po trgih



Vir: Interno gradivo podjetja Iskra Kondenzatorji d.d.

V letu 2005 je bila največja država – partnerica Nemčija, kamor so prodali kar 20,6% celotne prodaje. Na drugem mestu po višini celotne prodaje je Tajvan (14,9% celotne prodaje), na tretjem mestu pa Turčija (9,6%). Na domačem trgu so prodali 12,0% celotne prodaje.

Finančna tveganja, ki so jim podjetja izpostavljena, lahko zaznamo in ovrednotimo na tri načine (Smithson, Smith in Wilford, 1995, 120):

- na podlagi računovodskih izkazov podjetja s pripadajočimi pojasnili in letnih poročil (bilance stanja, izkaza uspeha in izkaza finančnih tokov),
- z notranjimi merili (s statističnimi analizami prihodkov in odhodkov in simulacijskimi analizami),
- z zunanjimi merili (s konceptom trajanja, faktorskim modelom za kvantificiranje finančnega tveganja).

Navajam pa še en način zaznave in ovrednotenja izpostavljenosti finančnim tveganjem, in sicer poročila Banki Slovenije (poročilo o stanju terjatev in obveznosti podjetja do tujine), kar mora podjetje vsak mesec poslati Banki Slovenije.

V nadaljevanju navajam nekaj konkretnih podatkov, ki kažejo na to, ali je obravnavano podjetje Iskra Kondenzatorji d.d. izpostavljeno valutnemu tveganju ali ne. Kot pokazatelj tega dejstva sem uporabila naslednje kazalnike: delež tuje valute (GBP, USD, EUR, CHF) v

primerjavi s tolarjem v podjetju, delež posameznih valut, višino odprte pozicije in tečajne razlike.

4.1 DELEŽ TUJE VALUTE V PODJETJU ISKRA KONDENZATORJI D.D.

Grobo oceno o valutni izpostavljenosti nudi delež tujih valut na aktivni oziroma pasivni strani bilance stanja podjetja. Za prikaz deleža tuje valute med terjatvami in obveznostmi obravnavanega podjetja sem uporabila podatke iz sredine leta 2005 in 2006, ki sem jih prikazala v prilogi 1. Iz teh podatkov vidimo, kakšen je približen odstotek terjatev do kupcev in obveznosti do dobaviteljev, ki jih podjetje ustvari v tujih valutah.

Tabela 2: Delež tuje valute med terjatvami in obveznostmi podjetja Iskra Kondenzatorji d.d. na dan 30.06.2005 in 30.06.2006

	30.06.2005	30.06.2006
% tuje valute med terjatvami	91,12	90,69
% tuje valute med obveznostmi do dobaviteljev	51,79	50,57

Vir: Lasten izračun iz internih podatkov podjetja Iskre Kondenzatorji d.d. za leti 2005 in 2006.

Iz tabele številka 2 je razvidno, da velik del obveznosti do dobaviteljev in terjatev do kupcev predstavljajo tuje valute, s tem da se deleža tuje valute v letu 2005 in 2006 bistveno ne razlikujeta. Zabeležen je le nekoliko manjši delež tuje valute v letu 2006 tako pri terjatvah kot obveznostih. Ne glede na to pa je to višina, ki zahteva posebno pozornost podjetja pri obvladovanju valutnega tveganja. Konkretno podjetje namreč kar 90% svoje proizvodnje izvozi v tujino, kar prestavlja veliko tveganje padca vrednosti tuje valute.

4.2 POZITIVNE IN NEGATIVNE TEČAJNE RAZLIKE

Izpostavljenost valutnemu tveganju je mogoče proučiti z gibanjem pozitivnih in negativnih tečajnih razlik v času, iz česar razberemo translacijsko izpostavljenost valutnemu tveganju (Petelin, 2003, str. 101). To sem za podjetje Iskra kondenzatorji d.d. prikazala v naslednji tabeli.

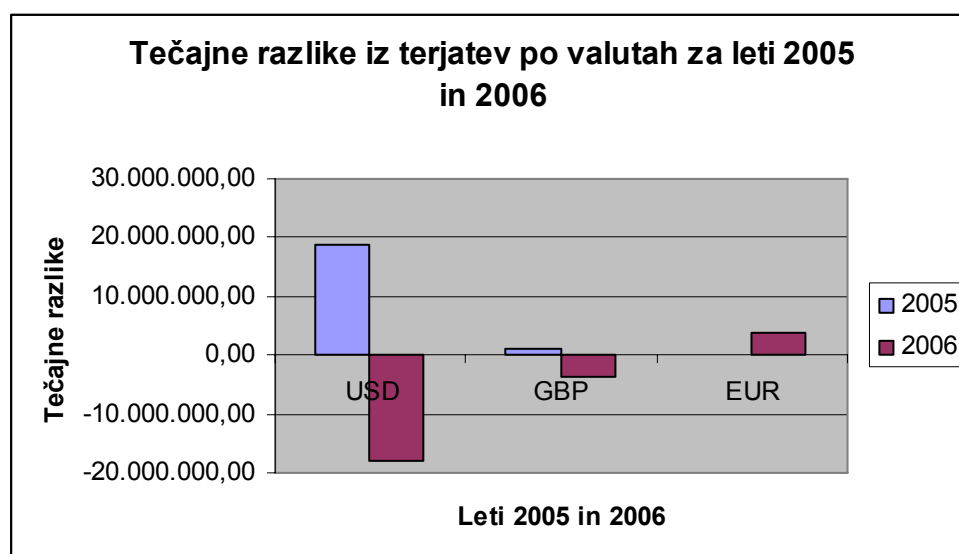
Glede na to, da imajo v podjetju presežek tujih terjatev nad tujimi obveznostmi, sem se osredotočila predvsem na tečajne razlike, ki izhajajo iz tujih terjatev. Te pokažejo kakšnim tečajnim razlikam, glede na posamezno valuto, je bilo podjetje izpostavljeno v preteklih dveh letih.

Tabela 3: Pozitivne in negativne tečajne razlike *iz terjatev* po valutah v podjetju Iskra Kondenzatorji d.d. za leti 2005 in 2006

	Tečajne razlike 2005	Tečajne razlike 2006
USD	18.921.017,15	-17.905.149,87
GBP	1.173.786,35	-3.704.342,53
EUR	-27.986,69	3.648.753,08

Vir: Lasten izračun iz internih podatkov podjetja Iskre Kondenzatorji d.d. za leti 2005 in 2006.

Slika 2: Pozitivne in negativne tečajne razlike *iz terjatev* po valutah v podjetju Iskra Kondenzatorji d.d. za leti 2005 in 2006



Vir: Lasten izračun iz internih podatkov podjetja Iskre Kondenzatorji d.d. za leti 2005 in 2006.

Iz zgornje tabele in grafa lepo vidimo, kakšnim pozitivnim in predvsem negativnim tečajnim razlikam iz naslova terjatev je bilo podjetje izpostavljeno v letih 2005 in 2006. Pozitivne tečajne razlike iz naslova terjatev so za podjetje ugodne, saj se prilivi iz naslova terjatev, zaradi ugodne spremembe deviznega tečaja, povečajo. Negativne tečajne razlike iz terjatev, ki

nastanejo zaradi neugodne spremembe deviznega tečaja, pa manjšajo vrednost prilivov, nastalih iz naslova terjatev. Vidimo, da je imelo podjetje v letu 2005 pozitivne tečajne razlike pri dolarju in funtu, leta 2006 pa je situacija ravno obrnjena, saj v podjetju beležijo negativne tečajne razlike pri obeh valutah. Znesek 18.921.017,15 SIT iz tabele 4 predstavlja pozitivne tečajne razlike iz naslova dolarskih terjatev za leto 2005. Za ta znesek so se v letu 2005 povečali prilivi iz tekoče prodaje v podjetju. Leta 2006, ko je bila situacija zaradi neugodnega gibanja deviznega tečaja ravno obratna, pa so se prilivi in s tem dobiček iz poslovanja v podjetju zmanjšali za 17.905.149,87 SIT.

Iz grafa je lepo vidno predvsem zelo ekstremno »nihanje« dolarja v zadnji dveh letih, kar kaže na to, da je dolar zelo nepredvidljiva valuta. Razmišljanje o zaščiti pred neugodnim nihanjem, zlasti vrednosti dolarja, je zato smiselno.

Delež negativnih tečajnih razlik iz celotnih dolarskih prihodkov v letu 2006 znaša 1,14%, malo manj (1,12%) pa znašajo negativne tečajne razlike iz celotnih funtovskih prihodkov v letu 2006.

4.3 DELEŽ POSAMEZNIH VALUT

Podjetje posluje v glavnem v štirih tujih valutah, zato je smotno izračunati delež posameznih valut v skupni vsoti tujih valut, kar omogoča boljši vpogled v dejansko izpostavljenost valutnemu tveganju. Toliko bolj je za konkretno podjetje to aktualno zaradi padanja vrednosti USD v letu 2006, saj je gibanje dolarja zelo nepredvidljivo. Naslednji podatki povedo, v kateri tuji valuti se izvaja največji delež poslovanja konkretnega podjetja.

V spodnji tabeli, zaradi potreb analiz, kateri sta delani za leti 2005 in 2006, še predpostavljam, da je EUR tuja valuta.

Tabela 4: Delež po posameznih valutah glede na skupno vsoto tujih valut za podjetje Iskra Kondenzatorji d.d. v letih 2005 in 2006

	30.06.2005	30.06.2006
GBP (%)	3,04	2,65
USD (%)	11,12	11,02
EUR (%)	84,46	84,79
CHF (%)	1,37	1,54

Vir: Lasten izračun iz internih podatkov podjetja Iskre Kondenzatorji d.d. za leti 2005 in 2006.

V zgornji tabeli prikazujem, da podjetje Iskra Kondenzatorji d.d. največ posluje z evri, sledijo dolarji, funti in švicarski franki. Ker je z novim letom kot plačilno sredstvo stopil v veljavo evro, ki je zamenjal tolarje, pomeni, da ta ne bo več tuja valuta, še vedno pa bo podjetje izpostavljeno neugodnemu nihanju dolarja, britanskega funta, švicarskega franka ter ostalim valutam.

4.4 VIŠINA ODPRTE POZICIJE

V kolikor valute, v katerih so izražene terjatve in obveznosti, niso časovno usklajene, pride do transakcijske izpostavljenosti. V primeru podjetja Iskra Kondenzatorji d.d. pa lahko že iz tabele o deležu tuje valute med terjatvami in obveznostmi ugotovimo, da valute ne morejo biti v celoti usklajene, saj izvoz v tujino predstavlja kar okrog 90% celotnega izvoza, medtem ko znaša tuj uvoz le približno 50% celotnega uvoza. Iz tega sledi da so terjatve v celoti večje od obveznosti.

Tabela 5: Višina odprte pozicije oziroma razlika med terjatvami in obveznostmi v podjetju Iskra Kondenzatorji d.d. po valutah sredi leta 2005 in 2006

	30.06.2005	30.06.2006
GBP (%)	65.578.948,50	59.023.812,36
USD (%)	269.407.542,00	266.174.822,25
EUR (%)	1.305.920.432,10	1.155.745.744,18
CHF (%)	-36.556.007,40	-41.298.257,50

Vir: Lasten izračun iz internih podatkov podjetja Iskre Kondenzatorji d.d. za leti 2005 in 2006.

Tabela 5, ki se navezuje na tabelo iz priloge 2, nam razkriva, da so terjatve v vseh valutah, razen pri švicarskih frankih, večje od obveznosti, kar pomeni, da so presežne terjatve izpostavljene padcu vrednosti GBP, USD in EUR. V primeru padca vrednosti omenjenih valut se zmanjša vrednost prejetih terjatev v primerjavi s pričakovanim zneskom terjatev. Švicarski frank pa je izpostavljen rasti vrednosti CHF, kar pomeni, da bi se v tem primeru podjetju povečale obveznosti, vezane na švicarski frank. Obveznosti, ki izhajajo iz švicarskih frankov, se na našajo na dolgoročno posojilo, najeto v švicarskih frankih.

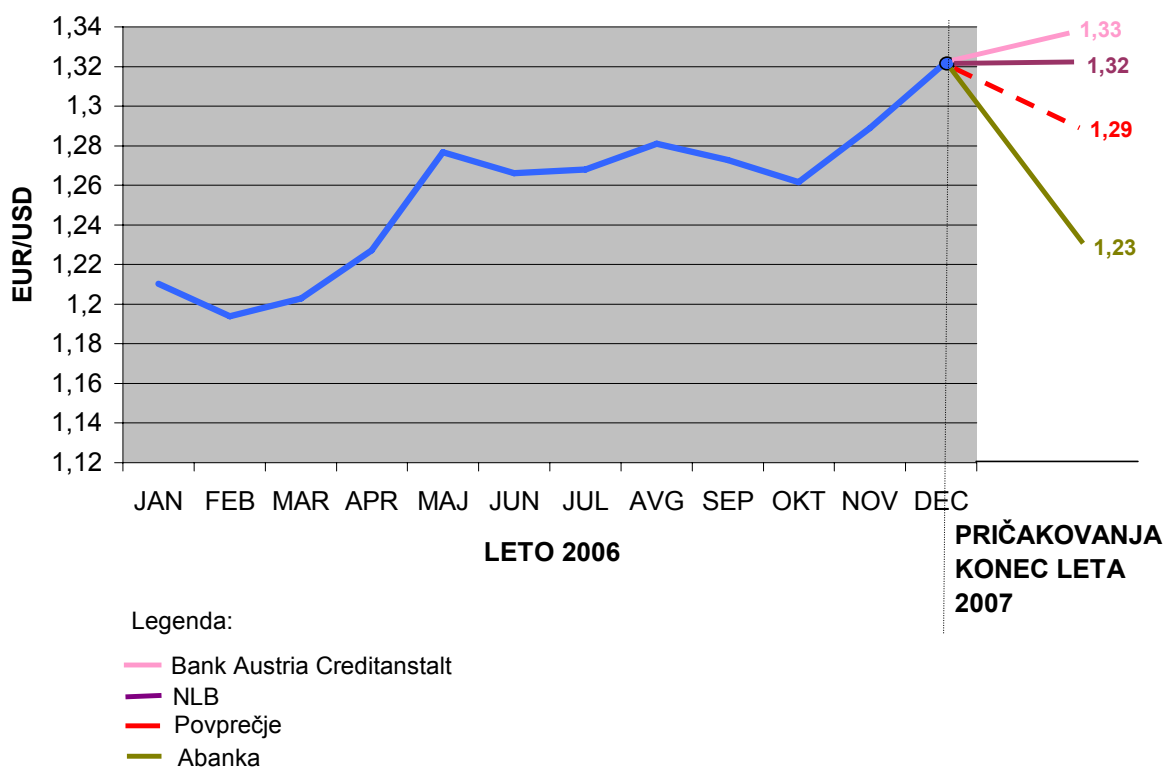
4.5 GIBANJE DEVIZNIH TEČAJEV

Poslovanje s tujino je za slovenska podjetja dokaj tvegano ravno zaradi tega, ker so valute, med katerimi je najpomembnejši ameriški dolar, v odnosu do evra zelo spremenljive. Tečaj dolarja se namreč prosto giblje in je odvisen od ponudbe in povpraševanja na svetovnem trgu.

Iz predhodnih tabel je jasno razvidno, da je v podjetju Iskra Kondenzatorji d.d. prisotno valutno tveganje, za katerega je potrebno oblikovati določeno strategijo obvladovanja tveganja.

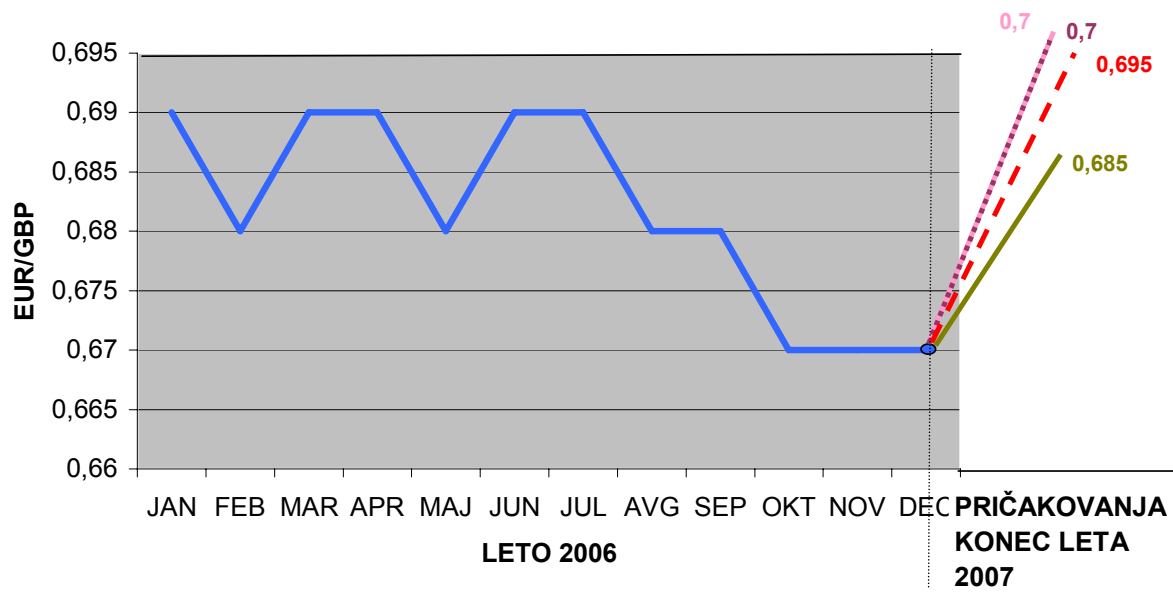
V naslednjih grafih je prikazano gibanje tečaja EUR/USD, EUR/GBP in EUR/CHF po mesecih v letu 2006 in pričakovan devizni tečaj konec leta 2007. Vse te valute so namreč pomembne za poslovanje podjetja Iskra Kondenzatorji d.d., vendar je še najbolj pomembno nihanje vrednosti dolarja.

Slika 3: Gibanje mesečne povprečne vrednosti EUR/USD v letu 2006 in pričakovanje vrednosti konec leta 2007



Vir: Spletna stran x-rates in Moje finance, 2007.

Slika 4: Gibanje mesečne povprečne vrednosti EUR/GBP v letu 2006 in pričakovanje vrednosti konec leta 2007

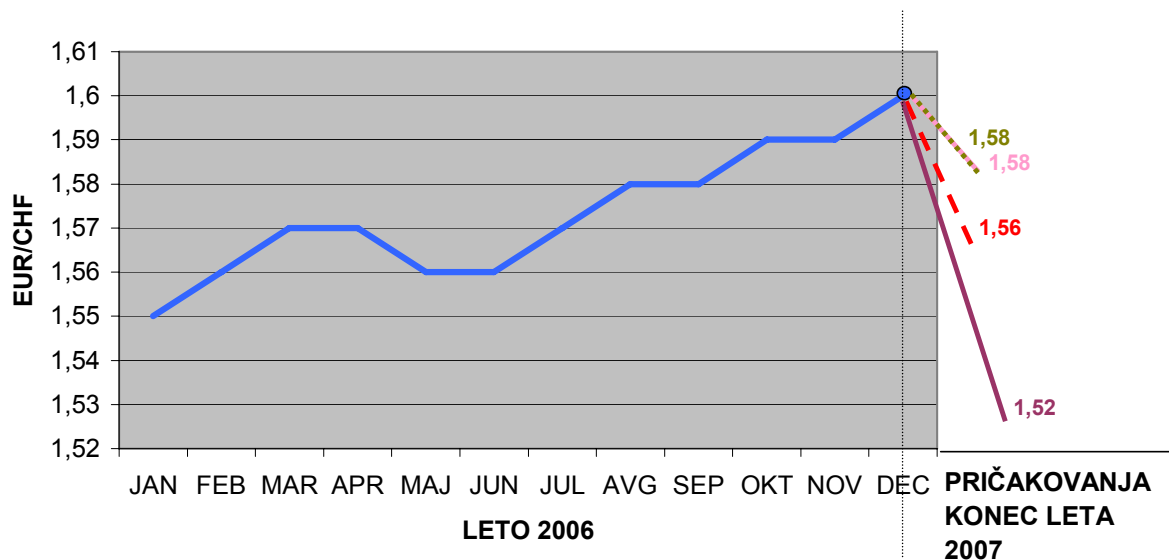


Legenda:

- Bank Austria Creditanstalt
- ... NLB
- Povprečje
- Abanka

Vir: Spletna stran x-rates in Moje finance, 2007.

Slika 5: Gibanje mesečne povprečne vrednosti EUR/CHF v letu 2006 in pričakovanje vrednosti konec leta 2007



Legenda:

- Bank Austria Creditanstalt
- NLB
- Povprečje
- Abanka

Vir: Spletna stran x-rates in Moje finance, 2007.

Kot sem že omenila, na poslovanje obravnavanega podjetja najbolj vplivajo nihanja vrednosti GBP in USD, do začetka letošnjega leta 2007 tudi gibanje EUR. Zaradi obsega in valutne strukture izvoznih in uvoznih dejavnosti bi morali v podjetju aktivno upravljati tveganja, ki so povezana s spremembami vrednosti obeh valut. Menim, da mora podjetje izpostavljenost tveganju sprememb deviznih tečajev na ravni podjetja uravnati bilančno (valutna usklajenost terjatev in obveznosti) ter s pomočjo izvedenih finančnih instrumentov, ki jih bom v nadaljevanju podrobneje opisala.

Za podjetje je zelo pomembno, da razpolaga z informacijami o nestanovitnosti posamezne valute, s katero posluje, saj bolj nestanovitne valute pomenijo za podjetje večjo nevarnost spremembe pošteno vrednosti tuje valute v primerjavi z domačo valuto. Glede na podatke iz leta 2006 to posledično pomeni, da je bilo poslovanje, zaradi gibanja deviznega tečaja, v dolarjih bolj tvegano kot poslovanje v evrih. Glede na to, da je z začetkom leta 2007 evro postal domača valuta za vsa slovenska podjetja kakor tudi za obravnavano podjetje, evro v poslovanju več ne predstavlja tveganja. Mora pa podjetje nameniti več pozornosti nihanju preostalih valut.

Ko pogledam zgornje grafe, lahko iz njih razberem, da sta dolar in švicarski frank v letu 2006 močno izgubljala v primerjavi z evrom, med tem ko se je britanski funt nekoliko okrepil.

Premiki na deviznem trgu se dogajajo zelo hitro, kar pomeni, da so tudi valutna tveganja velika. To zato zahteva konstantno spremljanje gospodarskih gibanj v najpomembnejših svetovnih gospodarstvih, saj se devizni trg zelo hitro odziva na objave ameriških, evropskih, kakor tudi japonskih gospodarskih podatkov. Na gibanje tečajev vplivajo tudi informacije vodilnih centralnih bank.

Trgovanje s švicarskim frankom se ponavadi poveča ob večjih svetovnih krizah (11. september, napetost na Bližnjem vzhodu, teroristične akcije), saj zaradi švicarske nevtralnosti in dolgoročne bančne tradicije velja za sinonim za najbolj varno svetovno valuto (Huber, 2007, 29.).

Kot sem že omenila, je najpomembnejši Iskrin trg Nemčija, sledita pa Tajvan in Turčija. Plačilni roki so na nekaterih trgih relativno dolgi, zato obstaja velika možnost spremembe deviznih tečajev od dneva, ko podjetje proda blago na trgu v lokalni valuti, do dneva plačila. Plačilni roki se zelo razlikujejo med zahodnimi državami, katere imajo plačilni rok predvidoma 45 do 60 dni, ter vzhodnimi državami, ki imajo daljše plačilne roke.

Od vrednosti posameznih valut, za katere so, kot rečeno, značilna nihanja, je odvisna donosnost naložb. Prav tako pa je od nihanja odvisna tudi cena posojil, ki jih podjetje najema. Iz zgornjih grafov, ki kažejo napovedi deviznega tečaja v prihodnosti, razberem da si trgovci, ki se ukvarjajo z devizami, niso enotni, ko napovedujejo gibanje dolarja glede na evro za leto 2007. V Abanki namreč pričakujejo trend upadanja tečaja EUR/USD, kar pomeni krepitev dolarja. V Novi ljubljanski banki napovedujejo podobno gibanje tečaja EUR/USD kot je bil konec leta 2006. V Bank Austria Creditanstalt pa predvidevajo naraščanje tečaja EUR/USD oziroma padanje vrednosti dolarja. Vse tri prej omenjene banke kar enotno napovedujejo gibanje švicarskega franka in funta glede na evro. Ne pričakujejo večjih sprememb tako vrednosti funta kakor vrednosti švicarskega franka v odnosu do evra. Švicarski frank naj bi po napovedih nekoliko okrepil vrednost, saj napovedujejo manjši padeč tečaja EUR/CHF. Na drugi strani pa pričakujejo manjši upad vrednosti funta. Na grafu je to prikazano kot naraščanje tečaja EUR/GBP.

4.6 KAJ POMENITA PRIČAKOVANA VREDNOST DOLARJA IN ŠVICARSKEGA FRANKA ZA PODJETJE

Glede na to, da ima podjetje Iskra Kondenzatorji najeto dolgoročno posojilo v CHF, večino terjatev pa nominiranih v USD, je smiselno pogledati, kaj pomeni pričakovano gibanje tečajev

EUR/USD in EUR/CHF za podjetje. Neenotno napovedovanje gibanja tečaja dolarja v odnosu do evra kaže na to, da se mora podjetje Iskra Kondenzatorji d.d. začeti ukvarjati z obvladovanjem valutnega tveganja, saj so napovedi zelo raznolike in nejasne. Devizni trgovci očitno nimajo jasne slike, kaj bi se v prihodnosti lahko dogajalo z vrednostjo dolarja, na katerega še posebej vplivajo različni dejavniki, kot so razmere na Bližnjem vzhodu, teroristični napadi,...Terjatve, nominirane v dolarjih, so zaradi tega še toliko bolj izpostavljene valutnemu tveganju oziroma tveganju zmanjšanja vrednosti terjatev na dan zapadlosti.

Napovedi gibanja tečaja EUR/CHF, ki kažejo na padanje omenjenega tečaja oziroma na povečanje vrednosti švicarskega franka, so za podjetje Iskra Kondenzatorji d.d. neugodne. Pričakovano gibanje tečaja namreč kaže na povečanje vrednosti obveznosti, ki jih bo moralo plačati omenjeno podjetje iz naslova posojila, nominiranega v švicarskih frankih. Lahko pa iz grafa, ki prikazuje gibanje švicarskega franka v letu 2006, vidimo, da se je podjetje pred dvema letoma dobro zadolžilo, saj je ves ta čas vrednost CHF padala.

Na koncu moram zavzeti stališče, da je napovedovanje gibanja deviznega tečaja nehvaležno delo, ker je težko predvideti, kaj vse se bo v prihajajočem letu dogajalo v gospodarstvu. Zato tudi ne moremo z gotovostjo trditi, da se bodo napovedi uresničile.

5 VALUTNO TVEGANJE V PODJETJU ISKRA KONDENZATORJI D.D.

V tem delu diplomske naloge sem se osredotočila na valutno tveganje v podjetju Iskra Kondenzatorji d.d. Glede na to, da sem valutno tveganje opredelila že pod 2. točko, sem se v tem poglavju osredotočila na konkretno izpostavljenost obravnavanega podjetja valutnemu tveganju. Na konkretnem primeru bom opisala ukrepe, tako notranje kot zunanje, za obvladovanje valutnega tveganja.

5.1 IZPOSTAVLJENOST VALUTNIM TVEGANJEM

Valutno tveganje se v podjetju odraža v dveh oblikah.

5.1.1 TRANSAKCIJSKA IZPOSTAVLJENOST (TRANSACTION EXPOSURE)

Podjetje mora plačati svoje obveznosti v tuji valuti ali pa prejme plačilo kupca v tuji valuti; gre za tveganje spremembe vrednosti denarnega toka (Stephens, 2001, str. 9). Do spremembe

pa pride zaradi spreminjanja vrednosti deviznega tečaja od dneva prodaje oziroma nabave do dneva plačila. Ko Iskra Kondenzatorji d.d. proda blago npr. v Kitajsko, znaša tejatev do kitajskega kupca 100.000 USD in zapade v plačilo čez 90 dni. Če tečaj dolarja v tem času od prodaje do plačila pade, bo podjetje Iskra Kondenzatorji d.d. utrpelo transakcijsko izgubo v vrednosti spremembe tečaja.

Transakcijsko tveganje imenujemo tudi kratkoročno tveganje, saj je posledica kratkoročnih sprememb deviznih tečajev, do katerih pride v času od sklenitve pogodbe do dejanske poravnave obveznosti .

Po Eiteman et al. (2001, str. 156) transakcijsko tveganje nastane::

- zaradi prodaje in nakupa blaga in storitev na kredit, če so cene izražene v tuji valuti;
- zaradi posojanja sredstev, če je odplačilo izvedeno v tuji valuti;
- pri udeležencih nestandardizirane terminske pogodbe;
- če so na kateri koli drugi način pridobljena sredstva in obveznosti denominirane v tuji valuti.

Transakcijska izpostavljenost valutnemu tveganju predstavlja namreč nastanek tečajnih razlik, ko gre za izvajanje tekočih poslov v tujih valutah. Spremembe povzročajo spreminjanje vrednosti deviznega tečaja od dneva prodaje ali nakupa blaga do dneva plačila. Transakcijska izpostavljenost je torej možnost spremembe vrednosti neplačanih dolgov in terjatev, za katere obstaja nevarnost, da bodo poravnane šele po spremembi deviznega tečaja (Peterlin, 2005, str.44).

Ko podjetje nastopa v vlogi prodajalca, je izpostavljeno tveganju spremembe cene blaga, do katere lahko pride v času med ponudbo in prejemom plačila. Pogodba, ki jo sklenemo s kupcem, nas namreč zavezuje. Podjetje tvega, da se bodo tržne razmere od ponudbe do plačila spremenile. Ko nam kupec pošlje naročilo, nas namreč le to zavezuje. Podobno je tudi, če se podjetje postavi na stran kupca.

5.1.2 TRANSLACIJSKA IZPOSTAVLJENOST (TRANSLATION EXPOSURE)

Translacijska izpostavljenost valutnemu tveganju je nevarnost bilančnih sprememb, ki so posledica razlik v vrednotenju terjatev in dolgov, izraženih v tujih valutah. Ta izpostavljenost se kaže v poslovnem izidu, v obliki pozitivnih ali negativnih tečajnih razlik (Peterlin, 2005, str. 45).

Translacijsko izpostavljenost lahko imenujemo bilančna ali davčna izpostavljenost. Gre za bilančne spremembe zaradi spremembe tržne cene. V bilanci stanja nas na translacijsko izpostavljenost opozarjajo postavke na aktivni in pasivni strani bilance stanja, ki so nominirane v tujih valutah. Spremembe vrednosti naložb in obveznosti, ki se pojavijo zaradi sprememb deviznih tečajev, povzročajo spremembe vrednosti podjetja. Gre za potencialno bilančno spremembo zaradi spremembe tržne cene.

Zaradi spremembe deviznega tečaja pride do prevrednotenja sredstev in dolgov in prevrednotovalnih odhodkov in prihodkov, ki se odražajo v izkazu poslovnega izida. (Stephens, 2001, str. 9). Prevrednotovalni popravki kažejo spremembo poštenih vrednosti podjetja ob koncu poslovnega leta.

5.2 UKREPI ZA OBVLADOVANJE VALUTNEGA TVEGANJA

Iskra Kondenzatorji d.d. je bila v poslovnem letu 2005 izpostavljena kar močnemu valutnemu tveganju, saj je skoraj 1/3 svoje prodaje realizirala na trgih USD in GBP. Večino reprodukcijskih materialov pa družba nabavlja na trgih EUR. Tovrstno valutno tveganje delno obvladujejo z nabavljanjem repromateriala, plačljivega v USD.

Med valutnimi tveganji prevladujejo tveganja, ki izvirajo iz izvajanja poslovnih aktivnosti na trgih Azije, Amerike, Švice. Z izbiro ustreznega instrumenta za obvladovanje valutnega tveganja bi podjetje lahko zmanjšalo izpostavljenost spremembam deviznih tečajev.

Za obvladovanje valutnega tveganja sta na razpolago dve skupini instrumentov:

- notranje metode, ki jih uporabljamo v okviru podjetja
- zunanje metode, ki jih ponuja finančni sistem

5.2.1 NOTRANJE METODE ZA OBVLADOVANJE VALUTNEGA TVEGANJA

Tovrstne metode so podjetju na voljo kot sestavni del finančnega upravljanja, pri čemer podjetje ne rabi sklepati pogodbenih razmerij z drugimi podjetji.

V nadaljevanju navajam pomembnejše notranje metode, ki sem jih podkrepila s konkretnimi primeri.

5.2.1.1 NARAVNO VAROVANJE OZIROMA POVEZOVANJE PLAČIL (POBOT – NETTING)

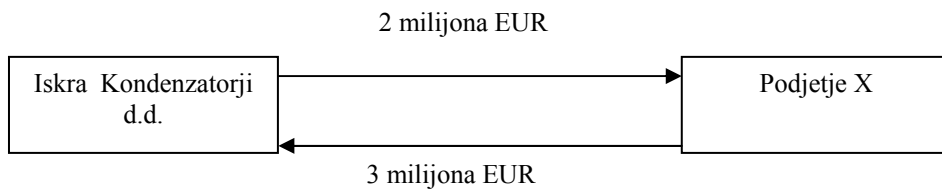
Naravno zavarovanje (pobot) je omogočeno zgolj podjetjem, ki imajo terjatve in obveznosti nominirane v isti valuti ter imajo enako zapadlost. Omenjena metoda se lahko uporablja le pri povezanih podjetjih, ki med seboj trgujejo, saj se na ta način terjatve in obveznosti med seboj pobotajo. Izpostavljenost tečajnim razlikam je na ta način odpravljena ali pa vsaj zmanjšana v primeru, da zneska terjatev in obveznosti nista enako visoka.

Izbrano podjetje veliko posluje s tujimi podjetji in pobot je eden od načinov poravnavanja medsebojnih obveznosti brez prenosa denarnih sredstev. Korist pobotanja se kaže v tem, da izboljšuje likvidnost sodelujočih podjetij, saj se medsebojne obveznosti zapirajo na podlagi knjigovodskih vnosov in količina denarnih sredstev na TRR oziroma drugih manj likvidnih sredstev, ki jih ima podjetje na razpolago za pokrivanje dospelih obveznosti, ne igra nobene vloge.

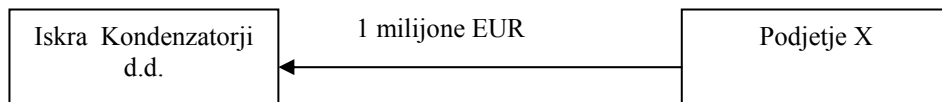
Pobotanje je možno v primeru, ko sta podjetje Iskra Kondenzatorji d.d. in določeno podjetje X drug drugemu upnik in dolžnik hkrati. Slika 6 prikazuje povezovanje plačil med dvema podjetjema. Iskra Kondenzatorji d.d. proda podjetju X za 2.000.000 EUR izdelkov, hkrati pa podjetje X proda podjetju Iskra Kondenzatorji d.d. blago vredno 3.000.000 EUR. Vidimo, da znaša denarni tok 5.000.000 EUR. Brez uporabe metode povezovanja plačil mora vsako podjetje nakazati znesek, ki ga dolguje drugemu podjetju. Vendar pa tovrstno prenašanje denarnih zneskov preko bančnih računov ni smotrno zaradi nastajanja nepotrebnih neposrednih in oportunitetnih stroškov. Dvostranska poravnava plačil oziroma pobot je namreč primernejša rešitev, saj mora v tem primeru podjetje Iskra Kondenzatorji d.d. podjetju X nakazati le razliko v plačilu, ki znaša 1.000.000 EUR. Ni pa mogoče pobotati nedospelih terjatev. Terjatev je dospela, ko poteče rok za izpolnitev. Terjatve ne prenehajo avtomatično, ko se pojavijo zakoniti pogoji za kompenzacijo, temveč mora eno izmed podjetij (Iskra Kondenzatorji d.d. ali podjetje X) to izrecno izjaviti drugemu podjetju. Podjetje v tej izjavi navede, katero terjatev želi pobotati, kar stori z navedbo številke računa, datumom zapadlosti ter zneskom pobota.

Slika 6: Povezovanje plačil

Denarni tok brez uporabe metode povezovanja plačil



Denarni tok z uporabo metode povezovanja plačil



Vir: Peterlin, 2005, str. 126.

V podjetju se srečujejo s čistimi in z delnimi kompenzacijami. Za čiste kompenzacije gre takrat, kadar sta zneska obveznosti in terjatev enako visoka in se s pobotom medsebojne obveznosti v celoti zaprejo. Pogosteje pa se srečujejo z delnimi kompenzacijami, kjer se zaradi različne višine medsebojnih obveznosti in terjatev pobota samo del terjatev. Preostanek večje terjatve ostane nepobotan in je lahko vključen v naslednji pobot ali pa ga podjetje plača.

V podjetju se poslužujejo tako medsebojnih kompenzacij (sodelujeta le dva udeleženca) kot multilateralnih oz. večstranskih kompenzacij. Pri slednjih sodeluje večje število upnikov in dolžnikov, vendar njihove terjatve niso medsebojne ali vzajemne, kar pomeni, da vsi udeleženci pobota niso med seboj v upniško-dolžniških razmerjih.

Kompenzacije v Iskri Kondenzatorji d.d. izvaja ta Agencija za javnopravne evidence in storitve (AJ PES) in podjetje E-kompenzacije. Podjetje z AJ PES sklene pogodbo o izvajanju večstranskega pobotanja obveznosti in terjatev, s čimer izvajalca pooblašča, da podatke o obveznostih, ki mu jih predloži, vključi v sistem večstranskega pobotanja. Agenciji prijavljajo obveznosti enkrat mesečno, in sicer 1. sredo v mesecu, podjetju E-kompenzacije pa 3. ali 4. četrtek v mesecu. To je eno izmed podjetij, ki ponuja večstranske kompenzacije preko interneta samostojnim podjetnikom in pravnim osebam.

Podjetje omenjeno metodo s pridom in uspešno uporablja, vendar pa bi se moralo posluževati tudi zunanjih instrumentov za zavarovanje tečajnih tveganj.

5.2.1.2 TERMINSKO USKLAJEVANJE PLAČIL

Terminsko usklajevanje plačil se nanaša na prilagajanje kreditnih pogojev oziroma rokov plačil med podjetji (Berk et al., 2005, str. 227). Podjetje skuša izkoristiti vedenje o pričakovanih gibanjih deviznih tečajev z:

- zavlačevanjem plačila obveznosti v tistih valutah, katerih vrednost naj bi se zmanjšala, in pospeševanjem plačila obveznosti v valutah, za katere pričakujemo, da bo njihova vrednost narasla
- zavlačevanjem izterjave terjatev v močnejših valutah ter pospeševanjem izterjave tistih terjatev, ki so nominirane v šibkih valutah

Podjetje Iskra Kondenzatorji d.d. tovrstne metode ne uporablja, vendar lahko to kljub temu ponazorim s konkretnim primerom izbranega podjetja. V kolikor bi imelo omenjeno podjetje obveznosti v tuji valuti in bi pričakovalo deprecijacijo domače valute, kar hkrati pomeni apreciacijo tuje valute in zvišanje obveznosti podjetja, bi lahko izkoristilo skrajšanje plačilnega roka in kot uvoznik plačalo svoje obveznosti pred rokom zapadlosti. Na ta način bi podjetje izkoristilo bolj ugoden devizni tečaj. Vendar v podjetju Iskra Kondenzatorji d.d. to ni izvedljivo zaradi slabe likvidnosti podjetja. V podjetju namreč ne poravnajo niti vseh zapadlih obveznosti, kar pomeni, da niso sposobni predčasnega plačevanja. Zaradi tega podjetje načeloma zavlačuje pri plačilu računov, vendar ne zaradi pričakovanega ugodnega zmanjšanja vrednosti tuje valute, v kateri ima izražene obveznosti, pač pa zaradi prej omenjene slabše likvidnosti. Na drugi strani bi lahko podjetje Iskra Kondenzatorji d.d. kot izvoznik v tujino svojemu dolžniku ponudilo možnost unovčenja določenega popusta za predčasno plačilo. Omenjeno podjetje bi se tako do neke mere izognilo nevarnosti valutnega tveganja, saj bi takoj prejelo terjani znesek v tuji valuti, ki bi ga zamenjalo v domačo valuto po veljavnem tržnem tečaju. Seveda mora Iskra Kondenzatorji d.d. ponuditi dovolj velik popust za predčasno plačilo, ki bo zanimiv za dolžnika. To pa za sabo potegne tudi vprašanje, kako velik popust si izbrano podjetje še lahko privošči, da ne bo poslovalo z izgubo.

Zaradi uravnavanja likvidnosti se terminsko usklajevanje plačil zelo pogosto uporablja pri medsebojno odvisnih podjetjih. Pri neodvisnih podjetjih pa je ta način nekoliko bolj občutljiv. Omenjena metoda je v praksi uporabna za uravnavanje tečajnih razlik v kratkem časovnem roku. V kolikor podjetje opazi dvigovanje deviznega tečaja, naj bi plačilo v tujino izvedlo nekaj dni prej in se na ta način zavarovalo pred neugodnim nihanjem tečaja.

5.2.1.3 POLITIKA CEN (PRICING)

Politika cen zajema dva pristopa, in sicer:

- prilagajanje cen
- določanje denarne valute poslovanja s kupci

Uporaba prvega pristopa je odvisna od politike podjetja kakor tudi od konkurenčnega položaja, ki ga podjetje uživa na trgu ali v panogi. Podjetje bi moralo cene svojih izdelkov sproti prilagajati razmeram na trgu, da bi se zavarovalo pred tečajnimi tveganji. Obravnavano podjetje tovrstne politike ne more uporabljati v celoti. Ugotavljajo namreč, da je povpraševanje po njihovih izdelkih dokaj elastično, glede na spremembo cen, kar pomeni, da bi takšna poslovna politika povzročila manjšo prodajo in s tem manjši poslovni izid. Zaželeno pa je, da podjetje, v kolikor je to mogoče, že pri oblikovanju cen svojih izdelkov upošteva ekonomsko izpostavljenost tečajnim tveganjem. Vendar pa je jasno, da na ta način prenašamo spremembo deviznega tečaja na kupca ali dobavitelja. Razumljivo je, da se s tem načinom naši kupci ne bodo strinjali. To so odločitve, ki so za podjetje zelo tvegane, kajti s tem načinom lahko izgubi zaupanje ter dobro ime zanesljivega poslovnega partnerja, kar zahteva veliko previdnost pri posluževanju te metode.

Kar se tiče drugega pristopa, pa je jasno, da je za podjetje najbolj ugodno, če lahko svoje proizvode oziroma izdelke proda v lastni valuti. Težava se torej pojavi, ko želi kupec plačati v lastni ali neki tretji valuti, kajti prodajalčevo nestrinjanje lahko vodi do izgube posla. Izbira denarne valute torej vpliva na izpostavljenost podjetja gibanjem deviznih tečajev. V kateri valuti se bodo opravljale transakcije, je odvisno od pogajalske moči poslovnih partnerjev in predmeta trgovanja (Winstone, 1995, str. 13). Glede na to, da ima izbrano podjetje, kakor tudi ostala slovenska podjetja, zelo slabo pogajalsko moč, ko gre za določanje denarne valute (tolar je namreč minorna valuta), se v podjetju do sedaj niso mogli posluževati navedenega pristopa. Z letom 2007, ko je v Sloveniji stopil v veljavo euro kot zakonito plačilno sredstvo, bodo imela slovenska podjetja nekoliko olajšano poslovanje, saj je euro močna valuta, v kateri plačujejo mnogi tuji kupci. Podjetja bodo torej večji delež izdelkov in storitev lahko prodajala v svoji valuti. Še vedno pa bo potekalo poslovanje v tujih valutah, kot so ameriški dolar, švicarski frank, angleški funt, katere je obravnavano podjetje uporabljalo že do sedaj. Podjetja težijo k temu, da izberejo valuto, ki je na mednarodnem deviznem trgu čim bolj stabilna, ker na ta način zmanjšajo tveganje. Poleg poslovanja v svoji valuti pa skušajo svoj izvoz fakturirati v močnih valutah in plačevati obveznosti v šibkih valutah.

5.2.1.4 UPRAVLJANJE SREDSTEV IN OBVEZNOSTI

Bistvo metode upravljanja s sredstvi in obveznostmi je v uravnoveženju prilivov in odlivov po posameznih valutah, v katerih posluje podjetje. Odlive poskuša v npr. ameriških dolarjih pokriti s prilivi v tej isti valuti. Za podjetje bi bilo idealno, če bi poiskalo čim več dobaviteljev, ki prodajajo surovine v dolarjih, da bi obveznosti lahko pokrivali z dolarji, ki jih pričakujejo od dolarskih terjatev. Vendar pa je to v veliki meri odvisno od dolgotrajne

pretekle politike poslovanja podjetja in sklenjenih pogodb ali dogovorov z dolgoletnimi dobavitelji in kupci. S pokritjem vsaj dela odlivov v USD s prilivi v isti valuti bi podjetje delno zmanjšalo svoje tečajno tveganje. Preostanek tveganja bo poskušalo zmanjšati z drugimi metodami.

Upravljanje sredstev in obveznosti je metoda, ki se deli na:

- agresivni in
- obrambni pristop.

Prvi pristop se nanaša na povečevanje pritokov svojih terjatev v močnih valutah (npr. USD) in zmanjšati zadolženost v šibkih oziroma tistih valutah, kjer pričakujejo, da bo njihova vrednost padla.

Pri obrambnem pristopu pa gre predvsem za izenačevanje pritokov in odtokov po posameznih valutah. V tem primeru torej nista pomembni trenutna moč valut in predvideno gibanje vrednosti.

Podjetje se s to metodo izogne bančnim stroškom zamenjave ene valute v drugo, v kolikor načrtuje prilive in odlive tako, da se časovno pokrivajo, po drugi strani pa to zahteva sprotno in natančno napovedovanje bodočih denarnih tokov v podjetju.

5.2.2 ZUNANJE METODE ZA OBVLADOVANJE VALUTNEGA TVEGANJA – IZVEDENI FINANČNI INSTRUMENTI

Med zunanje metode obvladovanja tveganja uvrščamo tiste instrumente, s katerimi lahko spremembe deviznega tečaja prenesemo na nasprotno stranko. Pogodbe za zavarovanje pred finančnimi tveganji lahko podjetje sklepa na borzi, kjer je zelo malo prostora za dogovarjanje, ter preko banke, kjer so vse sestavine pogodb stvar pogodbenih strank.

Izveden finančni instrument je instrument, katerega vrednost je odvisna od vrednosti osnovnega instrumenta. Osnovni instrument je lahko valutni tečaj, obrestna mera, cena blaga, indeks itd.

Tako pri nas kot v svetu se najpogosteje trguje z valutnimi in obrestnimi izvedenimi finančnimi instrumenti. V diplomski nalogi se bom osredotočila na valutne izvedene finančne instrumente, ki jih ponujajo na bančnem trgu. V nadaljevanju bom vsak instrument, s katerim lahko zavarujemo valutno tveganje, tudi predstavila na konkretnem primeru.

5.2.2.1 VALUTNI TERMINSKI POSEL (*nestandardizirana termimska pogodba – forward*)

Forward je nakup ali prodaja valute danes po fiksnem (znanem) tečaju z rokom izvršitve (datumom valutacije), ki je daljši od dveh delovnih dni (Veselinovič, 1991, str. 43). Če torej kupec plača blago takoj oziroma v dveh delovnih dneh po dobavi, gre za gotovinski posel, pri terminskem poslu pa se datum sklenitve in izvršitve pogodbe razlikujeta oziroma sta daljša od dveh delovnih dni. Terminski nakup ali prodajo deviz (forward pogodbe) ponuja svojim komitentom večina svetovnih poslovnih bank ter vse več slovenskih.

Terminski posel skleneta izključno dva partnerja, to sta ponavadi podjetje in banka, elementi termimske pogodbe pa niso standardizirani. Podjetje lahko pri tem poslu nastopa kot kupec ali prodajalec. Ko kupec in prodajalec skleneta pogodbo, le-te ne moreta več razveljaviti ali pa prenesti svoje obveznosti na drugo osebo. Prekinitev se izvrši le v primeru, ko z njo soglašata obe pogodbeni stranki.

Tega instrumenta se poslužujejo predvsem uvozniki in izvozniki, kateri se z njim zavarujejo pred tečajnimi tveganji. V primeru, ko podjetje nastopa v vlogi izvoznika, hkrati na deviznem trgu nastopa kot prodajalec tuje valute (deviz), in obratno, ko je podjetje v vlogi uvoznika. Pomembno je poudariti, da je terminski posel zavezujoča finančna pogodba med dvema strankama s poravnavo v prihodnosti. Terminski tečaj, ki se določi ob sklenitvi termimskega posla, izhaja iz teorije paritete obrestnih mer.

Vrednost termimskega (forward) tečaja določajo naslednji dejavniki (Readhead, 1992, str. 29):

- razlika (diferencial) med obrestnima merama valut,
- razmerje med ponudbo in povpraševanjem po valuti na dan poravnave,
- pričakovanja glede bodočega gibanja obrestnih mer in medsebojnih vrednosti valut na trgu.

Terminski tečaj, ki se določi ob sklenitvi termimskega posla, izhaja iz teorije paritete obrestnih mer. Obstaja pravilo, da je valuta, ki je terminsko dražja (kot promptno) v premiji, terminsko cenejše valute pa so v diskontu. V diskontu je torej tista valuta, ki ima na trgu višjo nominalno obrestno mero. Če sta terminski in promptni tečaj enaka, to pomeni, da imata valuti teoretično enaki obrestni meri za določeno obdobje.

Glavni razlog za sklepanje forward pogodb je zavarovanje pred neugodnim gibanjem deviznih tečajev v prihodnosti. Podjetje sklene z banko prodajno forward pogodbo v primeru, ko pričakuje plačilo v devizah in se boji znižanja deviznega tečaja. Obratno pa bo podjetje, ki ima obveznosti do tujine in se boji, da se bo devizni tečaj do zapadlosti zvišal, sklenilo nakupno forward pogodbo.

Podjetje Iskra Kondenzatorji d.d. nastopa v vlogi izvoznika izdelkov v tujino. Podjetje ima namreč kar okrog 90% svojih terjatev vezanih v tujih valutah in je izpostavljeno tveganju depreciacije tuje valute. Pred tveganjem padca deviznega tečaja se lahko zavaruje s sklenitvijo prodajne forward pogodbe. Ko podjetje torej terminsko prodaja npr. USD, morata podjetje in banka skleniti pogodbo o sklepanju terminskih poslov. Navedla bom konkretne zahteve in dogovore, ki jih navaja ena izmed slovenskih bank. Ta zahteva najnižji znesek terminskega posla 50.000 EUR ter datum zapadlosti terminskega posla ne sme biti daljši od enega leta.

Podjetje se z banko na dan sklenitve posla dogovori o:

- natančnem znesku prodaje USD
- datumu zapadlosti terminske prodaje USD
- terminskem tečaju prodaje USD

Bistvene prednosti terminske prodaje USD so naslednje:

- podjetje si že danes zagotovi tečaj, po katerem bo USD konvertirala v EUR na izbrani dan v prihodnosti
- podjetje se s terminsko prodajo USD izogne negotovosti in možnosti izgube iz poslovanja, ki bi jo utrpelo zaradi neugodnega premika deviznih tečajev
- podjetje ni obremenjeno s tečajnim tveganjem in se lahko osredotoči na svojo ključno dejavnost
- kadarkoli do datuma zapadlosti lahko podjetje z nasprotnim poslom nakupa enakega zneska USD na isti dan v prihodnosti zapre svojo terminsko pozicijo
- ni plačila premije

Slabosti terminskega posla:

- če je promptni tečaj ob dospelosti ugodnejši kot v pogodbi, so v podjetju pridelali oportunitetno izgubo
- obojestransko zavezujoč dogovor

➤ **PRIMER TERMINSKEGA POSLA – ISKRA KONDENZATORJI D.D.**

Izbrano podjetje je torej izvoznik blaga, kar pomeni da so njegove terjatve do kupcev nominirane v USD. V prilogi 3 so navedeni predvideni prilivi v USD podjetja Iskra Kondenzatorji d.d. Kot primer bom uporabila terjatev v višini 65.016,66 USD s plačilnim rokom 90 dni. V kolikor se podjetje odloči za varovanje pred nevarnostjo valutnega tveganja, se mora z banko dogovoriti o prodaji 65.016.66 USD s terminskim poslom. Ker se je podjetje odločilo za varovanje valutnega para EUR/USD, je potrebno pogledati, kakšna je kotacija za

valutni par EUR/USD in izračunati/določiti terminski tečaj. Ta torej ni poljubno izbran, ampak ga banka izračuna na podlagi trenutnega tečaja na trgu in razlike v obrestnih merah do datuma zapadlosti posla. Kot sem že na začetku omenila, izhaja izračun terminskega tečaja iz paritete obrestnih mer, iz česar izhaja, da je v skladu z omenjeno teorijo terminski tečaj enak trenutnemu tečaju, povečanemu ali zmanjšanemu za obrestni diferencial.

$$\text{Približni terminski tečaj} = \text{spot tečaj} + \frac{(O^a - O^b) * \text{spot teč.} * \text{zapadlost}}{100 * 360}$$

Sledi pojasnilo v tabeli navedenih oznak. Osnovno valuto A, v konkretnem primeru, kjer je vzeta kotacija EUR/USD, predstavlja valuta USD. Kotirano valuto B pa predstavlja EUR. Z oznako o^a sem označila letno obrestno mero valute USD, z oznako o^b pa letno obrestno mero valute EUR.

Omenjeno podjetje je na dan 16.01.2007 izvozilo blago v vrednosti 65.016,66 USD z valuto 15.04.2007. Trenutni tečaj na dan sklenitve posla znaša 1,2953 USD za EUR, terminsko dogovorjen tečaj, glede na ponudbo prikazano v prilogi 4, ki nam jo je posredovala banka, znaša 1,3053 USD za EUR. Po pregledu tečajnic in analizi gibanja tečaja se podjetje znajde pred dilemo, kaj storiti.

Na voljo sta dve možnosti:

- prodaja USD čez 3 mesece in upa, da bo tečaj ostal nespremenjen ali da bo padel
- sklene terminski (forward) posel in si zagotovi devizni tečaj čez 3 mesece

Če se podjetje odloči za sklenitev forward pogodbe, sta možna naslednja dva scenarija:

- v kolikor je spot tečaj EUR/USD (1,3000) na dan zapadlosti nižji od terminsko dogovorjenega tečaja (1,3053), to pomeni, da bi bilo za podjetje boljše, če ne bi sklenilo valutnega terminskega posla. Nižji spot tečaj EUR/USD namreč pomeni, da se je vrednost USD zvišala, kar pa z drugimi besedami pomeni, da bi se omenjenemu podjetju bolj splačalo prodati USD na spot trgu, ker bi zanje iztržilo več EUR kot s terminsko pogodbo. Je pa treba pri tem upoštevati dejstvo, da podjetje s sklenitvijo terminskega posla prodaja USD po vnaprej znanem terminskem tečaju in na ta način izključi nevarnost pred padcem vrednosti dolarja.
- če se zgodi, da bo tečaj EUR/USD (1,3080) na dan zapadlosti višji, kot je terminsko dogovorjen tečaj (1,3053), potem se je podjetju splačalo skleniti valutni terminski posel. Podjetje se je v tem primeru namreč odločilo pravilno, ker je predvidevalo, da bo vrednost

dolarja na dan zapadlosti padla. Višji tečaj EUR/USD torej pomeni, da se je vrednost dolarja zmanjšala, iz česar sklepamo, da bi podjetje na spot trgu ob zapadlosti terjatve dolarje prodalo po tečaju, ki bi bil slabši od terminsko dogovorjenega tečaja.

Ali je bila izbira omenjenega instrumenta za varovanje pred valutnim tveganjem uspešna, bomo v podjetju lahko ocenili šele ob zapadlosti valutnega terminskega posla. Šele takrat bomo namreč lahko primerjali terminski ali vnaprej določen tečaj in trenutni tržni tečaj. Vendar pa se je treba zavedati, da se terminski posli ne sklepajo z namenom dodatnega zaslužka, temveč zaradi ščitenja pred neugodnim gibanjem deviznega tečaja. Pomembno je torej, da se v podjetju zavedamo valutnega tveganja ter se pred njim zavarujemo. Terminsko dogovorjen tečaj je torej vnaprej dogovorjen in znan tečaj, po katerem bo podjetje preoblikovalo prejete dolarje v evre. Daljša kot je ročnost terminskega posla, slabši je terminski tečaj.

5.2.2.2 VALUTNA ZAMENJAVA (SWAP)

Izraz zamenjava je bil prvotno povezan z deviznim trgovanjem. Pomenil je hkratno promptno prodajo (prompten nakup) in terminski nakup (terminsko prodajo) določenega zneska tujega denarja. Naslednji pomen je zamenjava dobila leta 1967, ko je šlo za zamenjavo denarja med centralnimi bankami. O nastanku valutne zamenjave pa govorimo od leta 1981, ko je bil prvi posel sklenjen med Svetovno banko in IBM-om. Svetovna banka je imela svoj dolg denominiran v USD, IBM pa v nemških markah (DEM) in švicarskih frankih (CHF). Ker je Svetovna banka želela imeti svoj dolg denominiran v DEM in CHF, IBM pa v USD, sta obe stranki sklenili posel valutne zamenjave, pri katerem je Svetovna banka plačevala IBM-ove obveznosti od posojila v DEM in CHF, med tem ko je IBM plačeval obveznosti posojila Svetovne banke denominiranega v USD. Danes največji tržni delež zamenjav predstavljajo obrestne zamenjave, sledi pa jim valutna zamenjava.

Devizna zamenjava je dogovor med dvema strankama o promptnem nakupu (prodaji) določenega zneska neke valute in istočasni terminski prodaji (nakupu) enakega zneska te valute (Bishop, 1992, str. 234).

Valutna zamenjava zavezuje pogodbeni stranki, da zamenjata eno sredstvo za drugo. Podjetja uporabljajo valutne zamenjave za preoblikovanje posojila, nominiranega v eni valuti, v posojilo, izraženo v drugi valuti. Valutna zamenjava (swap) je namreč največkrat uporabljena kot zavarovanje pred tečajnimi tveganji, nemalokrat pa tudi pri kratkoročnem financiranju poslovanja v tuji valuti. Stranki se pri valutni zamenjavi dogovorita za zamenjavo glavnice in obresti za posojilo v eni valuti, za glavnico in obresti za enakovredno posojilo v drugi valuti.

➤ UPORABA VALUTNIH ZAMENJAV V PRAKSI

Obravnavano podjetje lahko uporablja instrument devizne zamenjave za:

- **prilagajanje dospelja terminskega posla**

Dejanski prilivi in odlivi deviz podjetij in bank včasih ne sovpadajo z dospelji v preteklosti sklenjenih poslov. V primeru, ko želi podjetje preložiti dospelje v preteklosti terminsko prodanih deviz na kasnejši datum, mora z dnem dospelja prvotnega terminskega plana 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. V primeru, da podjetje Iskra Kondenzatorji d.d. z banko sklene terminsko prodajo USD za EUR z datumom dospelosti čez mesec dni, USD pa bodo na računu podjetja šele čez dva meseca, lahko podjetje z valutno zamenjavo preloži dospelje prvotnega terminskega posla. Tako se lahko podjetje z banko dogovori za ponoven odkup USD za EUR na datum dospelosti terminskega posla čez mesec dni in jih nato ponovno proda na dejanski datum priliva USD, ki bo čez dva meseca. Tečaj se pri tem poslu razlikuje le za obrestni diferencial.

- **upravljanje likvidnosti**

Devizne zamenjave je mogoče uporabljati tudi za uravnavanje devizne in evrske likvidnosti. V primeru primanjkljaja sredstev v domači valuti lahko izbrano podjetje za potrebe dnevne likvidnosti zamenja tuji valuto v domačo in jo po določenem času odkupi nazaj (sell buy swap).

V primeru zakasnitve deviznega priliva v EUR in nujnega deviznega plačila v EUR danes je uporaba valutne zamenjave na mestu. Podjetju omogoča takojšnji nakup EUR po današnjem tečaju za plačilo obveznosti in hkrati prodajo EUR na dan zakasnelega priliva po terminskem tečaju.

Pri valutni zamenjavi gre za zamenjavo tako obresti kot glavnice, kar predstavlja tudi največjo razliko med valutno in obrestno zamenjavo, pri kateri se zamenjajo samo obresti. Za razliko od obrestne zamenjave je pri valutni zamenjavi tudi glavnica izpostavljena tveganju spremembe deviznega tečaja. Poleg deviznega tečaja se torej spreminja tudi obrestna mera. Gre torej za sintezo obrestne in valutne zamenjave.

Bistveni prednosti valutne zamenjave sta:

- uravnavanje likvidnosti podjetja oziroma prilagajanje datuma zapadlosti že sklenjenih terminskih poslov
- ni plačila premije

Valutne zamenjave se sklepajo za daljša časovna obdobja in so primerne za zaščito dolgoročnih naložb in obveznosti.

5.2.2.3 VALUTNE OPCIJE (OPTIONS)

Po razpadu Brettonwoodskega sistema, ko je bil uveljavljen sistem drsečega deviznega tečaja, so mnoga podjetja minimizirala svoje izgube s pomočjo valutnih forward in futures instrumentov, ki pa podjetjem niso omogočali realizacije dobičkov ob pozitivnih nihanjih, temveč zgolj zavarovanje pred tečajnimi tveganji. Valutne opcije pa so združile oboje. Trgovanje z valutnimi opcijami se je pojavilo leta 1982 v Amsterdamu.

Opcija je finančni instrument, ki daje lastniku proti plačilu premije pravico, ne pa tudi obveznost, da v prihodnosti na dogovorjen datum kupi ali proda natančno določen osnovni instrument po ceni, dogovorjeni ob sklenitvi pogodbe (Berk et. al., 2005, str. 237).

Obstaja trg opcij za različne namene (delniške, surovinske, obrestne,...), vendar bom v tej diplomski nalogi temeljno pozornost namenila valutnim opcijam.

5.2.2.3.1 PARAMETRI, KI VPLIVAJO NA OPCISKO PREMIJO

Na opcijsko premijo vplivajo parametri, ki jih navajam v spodnji tabeli. Prikazano je tudi, kako posamezen parameter vpliva na premijo nakupne in prodajne opcije.

Tabela 6: Vpliv posameznih dejavnikov na premije opcij

Spremenljivka	Premija nakupne opcije	Premija prodajne opcije
Spot cena delnice (S)	povečanje	Zmanjšanje
Izvršilna cena – strike price (X)	zmanjšanje	Povečanje
Obrestna mera (r)	povečanje	Zmanjšanje
Čas do dospelosti (T)	povečanje	Povečanje
Volatilnost (δ)	povečanje	Povečanje

Vir: Prohaska, 1999, str. 175.

Tako kot pri ostalih izvedenih finančnih instrumentih se tudi pri uporabi opcij ugotavljajo določene prednosti in slabosti. Opcije namreč dajejo možnost zaslužka v primeru ugodnih sprememb tečajev, prav tako tudi ščiti podjetje pred neugodnim gibanjem deviznega tečaja. V kolikor pa opcije ne potrebujemo, jo lahko prodamo in s tem prihranimo nekaj stroškov, povezanih s premijo. Slabost opcije pa se kaže predvsem v premiji za osnovni instrument,

katera je lahko zaradi velike volatilitnosti zelo visoka. To spremeni prag rentabilnosti in poveča tveganje.

Podjetje pred iztekom opcije primerja opsijsko izvršilno ceno s ceno, ki takrat velja na trgu. Glede na rezultate primerjave se podjetje nato odloči, ali bo opcijo izkoristilo ali ne.

5.2.2.3.2 NASTOP INVESTITORJA NA INVESTICIJSKEM TRGU - DOBIČKI & IZGUBE

Odvisno od valutne izpostavljenosti se v podjetju odločajo, ali bodo kupili pravico do nakupa oziroma do prodaje deviznih sredstev na termin. Podjetje mora za to pravico prodajalcu valutne opcije plačati premijo.

Vsak investitor lahko na opsijskem trgu nastopa v štirih vlogah, in sicer kot kupec nakupne in prodajne opcije ter kot prodajalec nakupne in prodajne opcije. V nadaljevanju bom podrobno predstavila samo investitorja v vlogi kupca nakupne opcije.

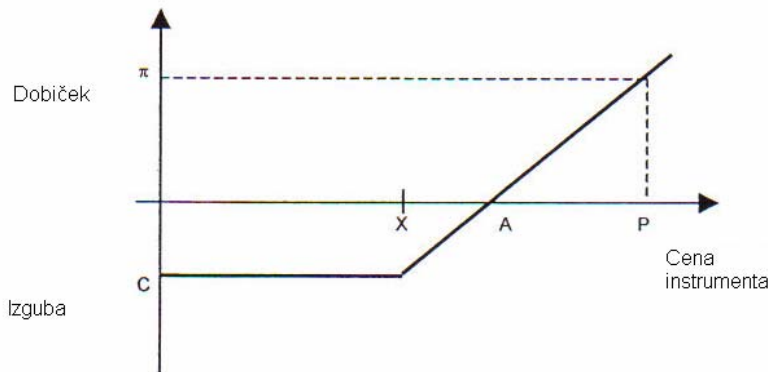
➤ PRIMER NAKUPA NAKUPNE OPCIJE (CALL OPTION)

Uvoznik je kupec nakupne opcije. Z njo si zavaruje nakup zneska tuje valute, ki ga bo potreboval za plačilo uvoza. Dogovori se za izvršilni oziroma devizni tečaj, po katerem ima potem pravico kupiti devize na določen dan v prihodnosti, in za to plača premijo. Pred datumom izteka opcije podjetje primerja opsijsko izvršilno in gotovinsko ceno, ter se odloči, ali bo izkoristil opsijsko pravico ali ne.

Na tem mestu bom pojasnila oznake, ki jih bom uporabila pri naslednjem opsijskem grafu:

- X – izvršilna cena
- A – prag rentabilnosti
- P – možen dobiček
- C – premija

Slika 7: Nakup nakupne opcije



Vir: Lasten prikaz.

Strategija kupca nakupne opcije je unovčenje nakupne opcije, ko je tržna cena valute nad izvršilno ceno. Ko torej kupi valuto po izvršilni ceni, ki je pod tržno ceno, s tem realizira dobiček. Naložba pa je profitabilna, ko je izvršilna cena vključno s premijo nižja od tržne cene.

Kupec ima dobiček, ko tržna cena valute glede na izvršilno ceno raste za več, kot znaša znesek plačane premije. Dokler pa je tržna cena valute nižja od izvršilne cene, povečane za premijo, pa imetnik nakupne opcije beleži izgubo. Njegova potencialna izguba je torej omejena na znesek premije, ki jo mora plačati za nakupno opcijo.

Kot primer bom vzela podjetje Iskra Kondenzatorji d.d., ki kupuje material v tujini. Podjetje izstavi Iskri Kondenzatorji d.d. račun v USD, katerega mora omenjeno podjetje plačati v roku devetdesetih dni. Tečaj EUR/USD na dan, ko je bilo naročilo izvedeno, je bil 1,3006 (08.01.2007) USD za EUR oziroma 0,7688 EUR za USD. Ob izvršilni ceni (X) 1,3050 USD za EUR oziroma 0,7663 EUR za USD, ki nam jo je posredovala banka, znaša premija (C) 700 EUR. Če tečaj na dan plačila pade, na npr. 1,2990 USD za EUR ali naraste na 0,7698 EUR za USD, bi podjetje utrpelo izgubo, ker se vrednost dolarja poveča in bi podjetje moralo plačati več evrov za nakup dolarjev. Torej se z opcijo zavarujemo pred padcem tečaja EUR/USD.

Kdaj bo podjetje izvršilo opcijo?

- Če bi vrednost dolarja narasla nad izvršilno ceno 0,7663 EUR za USD (izvršilna cena mora biti skupaj s premijo nižja od trenutnega tržnega tečaja), bi podjetje opravilo svojo nakupno opcijo, kajti podjetju se bolj splača kupiti dolarje po nižji izvršilni ceni, ki je za podjetje bolj ugodna. Pravimo, da je opcija »in the money« oziroma se opcija splača.
- Če bi vrednost dolarja padla pod izvršilno ceno, podjetje ne bi izvršilo nakupne opcije, ker bi se jim bolj splačalo kupiti USD po trenutnem tečaju, kateri je za podjetje bolj ugoden,

saj mora podjetje plačati manj evrov za nakup dolarjev. Opcija je v tem primeru »out of the money«.

- Lahko se zgodi tudi situacija, ko je izvršilna cena enaka trenutnemu deviznemu tečaju na trgu, kar pomeni, da se podjetje znajde v položaju, ko mu je vseeno, ali izvrši opcijo ali ne. Opcija je v tem primeru »at the money«.

5.2.2.4 »KNOCK IN FORWARD« POSEL

Iskra Kondenzatorji d.d. sklene valutni terminski posel, in sicer Knock-in-Forward posel z banko. Gre za tako imenovani razponski terminski posel, kateri komitent nudi zavarovanje pred neugodnim premikom deviznega tečaja, vendar se komitent odpove ekstra dobičku v primeru zanj ugodnega premika tečaja. Poleg tega ne zahteva plačila premije. Banka je podjetju poslala ponudbo za sklenitev Knock-in-Forward posla, katera podjetju nudi zaščito obveznosti v USD v intervalu med 1,3050 in 1,2800 proti EUR. Produkt je zanimiv za izvoznika, ki lahko izkoristi trenutno rast USD in obenem zaščiti svoje prilive v primeru morebitnega padca dolarja.

Terminski tečaj EUR/USD na dan zapadlosti po izračunih banke, ki nam je ta tečaj posredovala, znaša 1,3027. Ta tečaj je nekoliko višji kot pri terminskem poslu, kjer znaša terminski tečaj 1,3018. Banka si pri tem poslu ne odtegne provizije. Podjetje lahko enega izmed tečajev, zgornjega ali spodnjega, določi samo, drugi tečaj pa je odvisen od tega. Najslabši možni tečaj, ki se lahko zgodi podjetju, je 1,3050, vendar lahko podjetje profitira do tečaja 1,2800 USD za EUR, kar je prikazano v prilogi 6.

Glede na to, da ne moremo z gotovostjo napovedati, kakšno bo gibanje deviznega tečaja EUR/USD v prihodnosti, moramo vzeti v obzir možnost, da bo vrednost dolarja padala ali pa bo v prihodnosti začela naraščati. To je jasno želja finančnikov v podjetju Iskra Kondenzatorji d.d., vendar pa je nihanje dolarja na deviznem trgu odvisno od mnogih stvari.

Dejstvo je, da se lahko 28.02.2007, na dan zapadlosti valutnega terminskega posla, zgodijo tri situacije, ki so prikazane na sliki 8 in na katere se sklicujem v spodnjih alinejah:

- če bo ob zapadlosti promptni tečaj nad 1,3050, potem podjetje proda USD po tečaju 1,3050
- če je ob zapadlosti promptni tečaj pod 1,3050 in v času trajanja terminskega posla devizni tečaj ni padel pod vrednost 1,2800, podjetje proda USD po tržnem tečaju na dan zapadlosti (v razponu od 1,3050 do 1,2800)
- če je promptni tečaj ob zapadlosti pod 1,3050 in je v času trajanja terminskega posla tečaj padel pod vrednost 1,2800, podjetje proda USD po tečaju 1,3050.

Skratka, podjetje zaklene tečaj med dve meji (1,3050 in 1,2800).

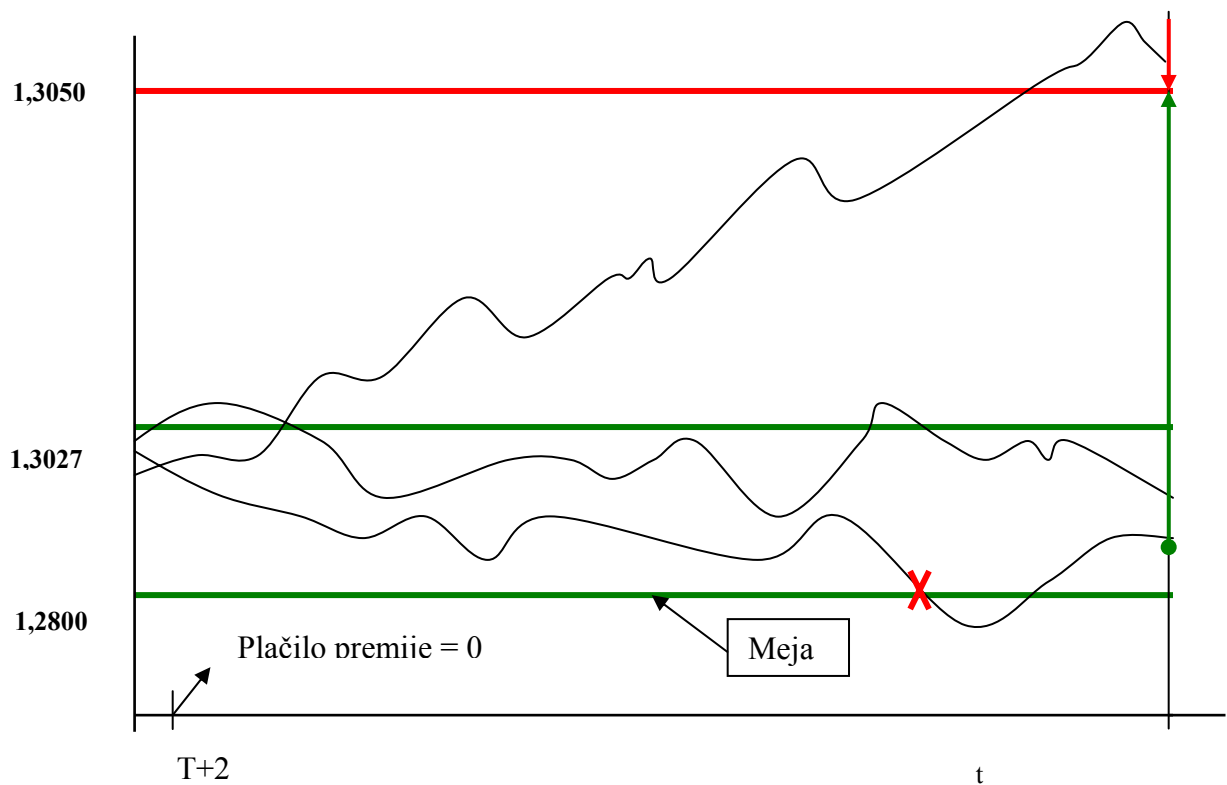
Prednosti:

- stranka ne plača premije
- možnost profitiranja do določenega nivoja v primeru ugodnega gibanja tečaja
- omogoča popolno zaščito pred neugodnim gibanjem tečaja

Slabosti:

- Nesimetrična oddaljenost izvršilnih tečajev obeh opcij od terminskega tečaja

Slika 8: Knock in forward



Vir: Lastni prikaz.

6 UTEMELJITEV IZBIRE IN PREDLOGI FINANČNIH INSTRUMENTOV ZA PODJETJE ISKRA KONDENZATORJI D.D.

6.1 PREDLOG VODSTVU PODJETJA IN POTREBNE NALOGE ZA UPRAVLJANJE S TVEGANJI

V podjetju Iskra Kondenzatorji d.d. bi za zaščito pred tečajnimi in ostalimi finančnimi tveganji, s katerimi se srečujejo, morala skrbeti vsaj ena oseba, zaposlena v finančno – računovodskem oddelku, ki bi učinkovito sodelovala z ostalimi zaposlenimi v istem oddelku ter z zaposlenimi v prodajnem in nabavnem oddelku. Skupaj bi zbirali informacije o deviznih tečajih, instrumentih zavarovanja pred finančnimi tveganji, izdelovali bi temeljne in tehnične analize stanja na trgu ter spremljali uspešnost ustreznih instrumentov.

Določiti je potrebno vodjo oddelka, ki bi imel pod sabo še nekaj zaposlenih. Nekdo bi se moral ukvarjati s planom in analizami. To pomeni, da bi morali spremljati in vrednotiti trenutno izpostavljenost, v mojem primeru valutnega tveganja, s pomočjo analiz in preteklih podatkov napovedovati gibanje tečaja v prihodnosti ter izdelati analize na podlagi notranjih in zunanjih informacij. Analize so po mojem mnenju ključnega pomena in bi jim v podjetju morali posvečati največ pozornosti. Rezultati analiz namreč pokažejo jasno sliko poslovanja podjetja kakor tudi tveganja, s katerimi se podjetje srečuje. Podatki analiz morajo biti dostopni v vsakem trenutku, kar omogoča hitro in pravočasno reagiranje in sprejemanje pomembnih in odločujočih odločitev. Na drugi strani pa bi moral biti nekdo usposobljen za uporabo tehnik in metod za zavarovanje pred valutnimi in ostalimi finančnimi tveganji. Pomembno je, da se z omenjenim problemom ukvarjajo izkušeni ljudje, ki dobro poznajo devizni trg, različne metode trgovanja ter analiziranje. Za tovrstno delo je značilno tudi hitro prilagajanje spremembam v okolju.

Pri organizaciji, definiranju strategije ter dajanju predlogov v zvezi z upravljanjem valutnega in ostalih finančnih tveganj bi morali sodelovati finančni strokovnjaki in vodstvo podjetja. To namreč pozna organizacijo, odnos do tveganj in okolja, cilje, informacijske tokove ter ima pregled nad celotnim poslovanjem podjetja. Vključeni bi morali biti tudi zaposleni s področja kontrolinga. Le ti namreč poznajo učinke sklenjenih poslov kakor tudi vsebino računovodskih.

Podjetje se lahko odloči za različno intenziteto upravljanja valutnim tveganjem ter za različne v diplomski nalogi opisane izvedene finančne instrumente, s katerimi zavaruje tveganje spremembe deviznega tečaja.

Zelo pomembno je, da se razčisti in razjasni odnos vodstva podjetja (poslovodstva in lastnikov) do upravljanja finančnih tveganj. Vodstvo kot tudi zaposleni, ki se ukvarjajo z omenjenim problemom, morajo natančno vedeti, katerim tveganjem je podjetje izpostavljeno, kakšni so možni načini zaščite pred njimi, razumeti pa morajo tudi naravo tveganja.

Upravljanja s tveganji se ponavadi delajo v soglasju z upravo, zato bo uprava verjetno zahtevala podrobno seznanitev z vsemi možnimi implikacijami v smislu tveganja, s katerimi se lahko sreča podjetje.

Posameznik, ki se ukvarja s tovrstnim poslom, mora imeti jasna navodila in pooblastila, zato je nujno potrebno določiti, formulirati in napisati ustrezna navodila. Na ta način bo vedno jasno določeno, kdaj, na kakšen način in v kolikšni vrednosti se lahko odgovorna oseba za upravljanje s tveganji odloči za poslovanje s posameznimi finančnimi instrumenti.

Nekaj besed moram nameniti tudi nadzoru nad posameznimi poslovnimi aktivnostmi, ki se odvijajo skladno z zavarovanjem pred tečajnimi tveganji. Zaposleni s tega področja morajo natančno in sprotno poročati o uspešnosti in aktivnostih v določenem obdobju. Poročila naj bi bila tedenska, mesečna in letna, namenjena pa so kontroli in nadzoru delovanja. Izdelovanje tovrstnih poročil je navadno zelo zamudno početje, zato je za podjetje skoraj da nujna uporaba posebej tem potrebam prirejenih informacijskih sistemov, ki olajšajo in časovno skrajšajo delo, poleg tega pa pripomorejo k hitremu poslovnemu odločanju. Poleg dobro podprtega notranjega informacijskega sistema potrebuje skupina, ki se bo ukvarjala z zavarovanjem valutnih tveganj, kopico zunanjih informacij, povezanih z delovanjem deviznega trga. Tovrstne informacije so dostopne v tiskani in »on-line« obliki. Najdemo jih v publikacijah Financial Times, Wall Street Journal, tudi v Financah, informacijskem sistemu Reuters ter drugje.

Zaradi nestrokovne uporabe instrumentov za zavarovanje finančnih tveganj se lahko v podjetju še dodatno izpostavijo tveganjem. Pomembno se mi zdi tudi to, da se tistim strokovnjakom, ki pokrivajo področje upravljanja s tveganji, omogoči, da svojemu delu v celoti posvečajo pozornost. Najslabše je namreč, ko morajo strokovnjaki svojo nalogo dojemati le kot obrobno oziroma kot manj pomembno nalogo v primerjavi z drugimi posli. Po drugi strani pa mora podjetje razčistiti naslednje vprašanje, ali zaposlujejo dovolj usposobljen kader, ki bi se ukvarjal z upravljanjem tveganj. Če le teh ni, si je bolje pridobiti zunanje izvajalce.

Podjetje mora v prvi vrsti sprejeti politiko obvladovanja finančnih (tudi valutnega tveganja) tveganj. Določiti je potrebno tudi zaporedje izvajanja nalog za obvladovanje tveganj. Združenje poslovnih finančnikov s sedežem v Londonu predlaga izdelavo priročnika za obvladovanje finančnih tveganj, ki naj vsebuje naslednje elemente (The Treasure`s Handbook 2003, str. 189):

- opredelitev vloge finančne službe;
- opise tveganj, ki jih je treba obvladovati;
- cilje obvladovanja teh tveganj;
- sestavo in organiziranost finančne funkcije;
- seznam odgovornosti vsakega zaposlenega, ki dela na področju obvladovanja finančnih tveganj;
- razporejanje dolžnosti;
- omejitve pri poslih;
- postopke poslovanja pri obvladovanju finančnih tveganj;
- plačilne postopke;
- navodila zaposlenim, ki ne delajo na področju obvladovanja tveganj;
- seznam bank ali drugih oseb, s katerimi podjetje posluje pri obvladovanju finančnih tveganj.

6.2 IZBIRA INSTRUMENTA ZA ZAVAROVANJE VALUTNEGA TVEGANJA

Končno odločitev o tem, ali se je pred valutnimi in seveda ostalimi finančnimi tveganji smiselno zavarovati ali ne, ostaja v rokah podjetja. V kolikor se podjetje odloči za zaščito pred tveganji, morajo strokovnjaki poiskati najugodnejšega ponudnika izvedenih finančnih instrumentov. Treba pa je preučiti, kakšna je velikost posameznih finančnih instrumentov in njihov vpliv na naše poslovanje.

Glede na rezultate, ki sem jih predstavila na začetku diplomske naloge, ugotavljam, da je izpostavljenost valutnemu tveganju takšna, da zahteva določeno pozornost. Kot sem že omenila, je cenovna elastičnost kondenzatorjev dokaj visoka, zato podjetje ne more (oziroma zelo težko) nestanovitnosti na trgu prenesti v prodajne cene.

Napovedovanje valutne izpostavljenosti mora temeljiti na pričakovanih terjatvah in obveznostih v tujih valutah. Kdaj in v kolikšnem znesku bo posamezna terjatev ali obveznost uresničena, pa je odvisno od načrtovanja prodaje, nabave,...

Predlagam, da se podjetje Iskra Kondenzatorji d.d. v začetni fazi, ko šele uvaja uporabo tehnik in instrumentov na deviznem trgu, zavarovanja loti na podlagi skrbno narejenih analiz deviznega trga in podatkov, s katerimi operirajo znotraj podjetja ter postopoma. Postopno uvajanje predlagam predvsem zaradi pomanjkanja izkušenj v podjetju s področja obvladovanja finančnih tveganj. To je tudi razlog, da predlagam bolj pasiven pristop zavarovanja valutnega tveganja.

Ko se bo podjetje odločalo o izbiri instrumenta za zavarovanje pred valutnimi (finančnimi) tveganji, bo treba pretehtati, na kakšen način se bo organizirala služba za upravljanje s tveganji. Ta služba se lahko namreč organizira kot profitni center, »stroškovno mesto« ali kot center dodane vrednosti. V kolikor se podjetje odloči za profitni center, se s tem dodatno izpostavlja tveganjem. Vloga profitnega centra je dodaten zaslužek na račun dodatne izpostavljenosti finančnim tveganjem. Naloga službe, organizirane kot »stroškovno mesto«, pa je znižanje stopnje tveganja. Takšen oddelek organizirajo tista podjetja, ki so povsem nenaklonjena tveganjem. Center dodane vrednosti pa je organiziran z namenom varovanja pred finančnimi tveganji, kar počnejo s kombiniranjem notranjih in zunanjih metod za upravljanje s finančnimi tveganji. Tudi stroški finančne službe so v tem primeru manjši, ker ne rabijo zaposliti toliko strokovno podkovanih ljudi kot pri organizaciji profitnega centra. Navedena dejstva so razlog, da podjetju v začetni fazi, ko se bo začelo aktivno ukvarjati z upravljanjem finančnih tveganj, predlagam organiziranje »finančne« službe kot centra dodane vrednosti. Menim namreč, da v obravnavanem podjetju niso naklonjeni dodatnemu izpostavljanju tveganj iz naslova upravljanja finančnih tveganj. Poleg tega so za organizacijo profitnega centra, po mojem mnenju, bolj primerne za dobro stoječa podjetja, ki nimajo likvidnostnih težav.

Zavedati se je potrebno, da mora imeti finančnik ali tisti, ki je določen za upravljanje s tveganji, nadzor nad tveganji. Tveganja je potrebno spremljati in jih poskušati omiliti, ne pa jih nujno odpraviti. Že to, če bo podjetje naredilo korak v smeri obvladovanja tveganj, je veliko, vendar pa je usmeritev podjetja pri obvladovanju finančnih tveganj odvisna od pripravljenosti najvišjega posloводства za prevzemanje tveganj. Nekateri so namreč bolj pripravljeni tvegati, nekateri manj.

V diplomski nalogi pod točko, kjer obravnavam zunanje metode za zavarovanje valutnih tveganj, sem pri vsakem izmed instrumentov zaščite navedla tudi prednosti in slabosti, ki jih prinaša posamezen instrument. Glede na prednosti in slabosti, ki jih prinaša uporaba posameznega izvedenega finančnega instrumenta, nagnjenosti »posloводства« do upravljanja s finančnimi tveganji, uspešnosti poslovanja podjetja ter likvidnostnih težav, s katerimi se soočajo v podjetju, kakor tudi terjatev in obveznosti, ki so izpostavljene valutnemu tveganju, katerega obravnavam v diplomski nalogi, predlagam uporabo naslednjih izvedenih finančnih instrumentov, s katerimi naj se podjetje zaščiti pred valutnim tveganjem.

Najprimernejše zunanje metode, ki jih predlagam podjetju za zavarovanje pred valutnim tveganjem so:

- **valutni terminski posel**, ker lahko podjetje dosega dovolj ugodne terminske tečaje EUR/USD pri bankah, poleg tega pa se podjetje s tem instrumentom ne izpostavlja dodatnim tveganjem. Podjetje s terminskim poslom zavaruje pošteno vrednost denarnih tokov pred tveganjem. Če podjetje sklene prodajni terminski posel, s katerim si zagotovi

prodajo USD, ki jih bo prejel od kupca po vnaprej dogovorjenem terminskem tečaju, si s tem zavaruje terjatve pred neugodno spremembo deviznega tečaja EUR/USD. Pri terminskem poslu, s katerim podjetje zavaruje donosnost uvoznega in izvoznega posla, razlike med terminsko in gotovinsko ceno npr. USD ne moremo šteti za dobiček ali izgubo. Gre zgolj za oportunitetni strošek, saj podjetje kupi tujo valuto (npr. USD) po terminsko dogovorjenem tečaju. O dobičkih in izgubah se namreč govori takrat, ko podjetje s terminskimi posli trguje in ne zgolj varuje poštene vrednosti deviznega tečaja. Pomembno je, da se podjetje zaveda, da se z vnaprej dogovorjenim terminskim tečajem tudi v bodoče določi stroškovna cena blaga, kar daje podjetju možnost dolgoročnega obračunavanja uvožno-izvoznih poslov. Vendar se mi na tem mestu zdi pomembno opozoriti na naslednje dejstvo. Tudi če se podjetje zavaruje pred valutnimi tveganji z izbranim instrumentom, mu vseeno ostane tveganje neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke. Pred tem tveganjem pa se lahko podjetje po presoji zavaruje z uporabo garancije, akreditiva,...

- **knock in forward posel** je za podjetje zanimiv zaradi razpanskega (manevrskega) prostora, ki ga ustvari z dvema tečajema, ki mu jih kotira banka oziroma enega izmed tečajev lahko podjetje določi samo, drugega pa določi banka na podlagi prvega. Ta posel za razliko od valutnih opcij ne zahteva plačila premije. Zaradi razpona, v katerem lahko niha devizni tečaj, ter zaradi neplačila premije je postal ta posel zelo priljubljen med podjetji, kar pomeni, da se ga v veliki meri tudi poslužujejo. Podjetje se torej zavaruje pred neugodnim premikom deviznega tečaja, vendar se odpove ekstra dobičku v primeru zanj ugodnega premika deviznega tečaja, kot sem opisala pod točko 5.2.2.4. Knock in forward posel je za obravnavano podjetje zanimiv zato, ker se v primeru varovanja dolarskih terjatev boji padca vrednosti dolarja, vendar pa se noče odpovedati dobičku v primeru zmerne rasti vrednosti dolarja. Dokler tečaj niha med dogovorjenima mejama, lahko podjetje ob zapadlosti proda oziroma kupi npr. dolarje po tečaju, ki velja na trgu na dan zapadlosti.
- **valutna zamenjava** je za podjetje zanimiva zato, ker ima podjetje tako terjatve kot obveznosti nominirane v tuji valuti. Podjetju predlagam, da se poslužuje valutne zamenjave za preložitev prvotno sklenjenega terminskega posla, če se zgodi, da podjetje na dan zapadlosti terminskega posla na račun ne dobi priliva iz naslova terjatev. Valutne zamenjave naj podjetje uporabi tudi za uravnavanje likvidnosti.

Uporabe valutnih opcij vsaj v začetnem obdobju obvladovanja valutnih tveganj ne priporočam. Najnižji znesek opcije, ki ga banka zahteva, je namreč 100.000 USD, vendar ima obravnavano podjetje malo zneskov, ki presegajo omenjeni znesek, zato je bolje, če večjo pozornost usmerijo v zgoraj omenjene izvedene finančne instrumente ter se z njimi varujejo pred valutnim tveganjem. Poleg tega mora podjetje za zavarovanje valutnega tveganja z nakupom opcije plačati premijo. Podjetje lahko samo določi takšno izvršilno ceno, ki je za

podjetje bolj ugodna, vendar pa je s tem pogojena tudi višina premije, ki jo mora podjetje plačati. Bolj ko je izvršilna cena ugodna za podjetje, višji je znesek plačila premije. Od višine premije je odvisna tudi možna izguba podjetja, s katero se podjetje sreča v primeru neizvršitve opcije. Uporabe opcij ne priporočam tudi zaradi likvidnostnih težav podjetja.

Najbolj idealno za podjetje je kombiniranje notranjih metod zavarovanja valutnega tveganja, pri katerih izpostavljam naravno zavarovanje valutnega tveganja s poboto terjatev in obveznosti v tuji valuti, ter predlaganih zunanjih metod. Z uporabo notranjih metod podjetje zmanjša neto izpostavljeni znesek, na podlagi katerega se izračuna tvegana vrednost. Od tega, kakšne instrumente izbere podjetje za obvladovanje finančnih tveganj, je odvisno tudi, ali bo obvladovanje valutnih tveganj razvidno v računovodskih izkazih. Pri uporabljanju notranje metode za varovanje pred tveganjem te niso razvidne v računovodskih izkazih. Pri uporabi izvedenih finančnih instrumentov pa se zahtevnost računovodenja poveča. Vendar je računovodstvo bolj zahtevno v primeru, ko se podjetje odloči, da bo izpeljane finančne instrumente uporabilo za trgovanje in ne zgolj za varovanje pred tveganjem. Analize tudi kažejo, da podjetja na splošno raje uporabljajo terminske posle tudi takrat, ko varujejo bolj negotove denarne tokove. Vzrok za večjo priljubljenost terminskih poslov v primerjavi z opcijami naj bi med drugim tičal tudi v tem, da terminski posel običajno ni razviden iz bilanc, med tem ko se premije, ki jih je potrebno plačati za opcije, pokažejo v analizi dobička oziroma izgube (Bodnar, Gebhardt, 1998, str. 169).

Instrumenti, s katerimi lahko obvladujemo finančna tveganja, zmanjšujejo nestanovitnost denarnih tokov, kar pomeni, da nam zunanje in notranje metode za obvladovanje finančnih tveganj dajejo možnost dokaj gotovega napovedovanja denarnih tokov. S tem, ko varujemo denarni tok pred tveganjem, vplivamo na tok prejemkov in izdatkov v prihodnosti, kar pomeni, da si na ta način podjetje zagotovi manjše odmike načrtovanih denarnih tokov od dejanskih. To omogoča bolj verodostojno ocenjevanje podjetja kot tisto, ki je narejeno zgolj na podlagi preteklih gibanj denarnih tokov.

Nameni uporabe izpeljanih finančnih instrumentov so trije, in sicer varovanje pred tveganjem, trgovanje in arbitraži. Obravnavanemu podjetju predlagam uporabo izvedenih finančnih instrumentov z namenom varovanja pred tveganji. Trgovanje oziroma špekuliranje z izvedenimi finančnimi instrumenti je namreč zelo tvegano. Verjetnost, da se bo tržna cena spremenila v nasprotju s predvidenimi napovedmi, je zelo velika. Možnost, da se bodo razmere na finančnem trgu gibale ugodno ali neugodno za podjetje, je navadno 50:50. Verjetnost, da se bodo tržne cene gibale skladno z napovedmi, je zato enaka, kot možnost, da se ne bodo.

Neto poštena vrednost ob sklenitvi terminskega posla je enaka nič, kar pomeni, da se terminski posel ne pripozna niti kot sredstvo niti kot obveznost, medtem ko se opcija pripozna kot sredstvo ali kot dolg. Vrednost premije pri opcijah torej evidentiramo kot sredstvo

(pravico), ne pa kot finančni odhodek. Se pa lahko poštena vrednost opcije poveča ali zmanjša. Pri terminskih poslih pa sestavine sredstev in dolgov prikazujemo izvenbilančno.

7 SKLEP

Podjetje je zaradi hitro spreminjajočega se mednarodnega poslovnega okolja, v katerem posluje, izpostavljeno različnim vrstam tveganj. Obravnavano podjetje se srečuje z valutnim tveganjem, ki sem ga podrobno predstavila v diplomski nalogi, zaradi izpostavljenosti neugodnim nihanjem deviznega tečaja. S tem problemom se srečuje zaradi izvoznih in uvoznih poslov s tujimi poslovnimi partnerji. Soočeno pa je tudi z drugimi vrstami finančnih tveganj, ki jih bodo morali v podjetju še dodatno obdelati in jim nameniti določeno pozornost. Z uspešnim upravljanjem finančnih tveganji je namreč povezano tudi doseganje konkurenčne prednosti pred ostalimi konkurenti na trgu.

Še preden začnejo v podjetju z obvladovanjem finančnih tveganj, se morajo začeti zavedati vseh tveganj, ki jim pretijo. Pomembno je, da se finančnih tveganj, s katerimi se soočajo, zaveda tudi najvišje poslovodstvo podjetja. Uspešnost pri obvladovanju finančnih tveganj je namreč možno doseči le z medsebojnim sodelovanjem zaposlenih v posameznih oddelkih podjetja. Šele nato se lahko oblikuje ustrezna strategija obvladovanja finančnih tveganj. Omenjen pristop je podlaga za učinkovito proučevanje, zaznavanje ter pravilno sprejemanje ukrepov za zmanjšanje finančnih tveganj.

Izpeljani finančni instrumenti, s katerimi se lahko podjetja varujejo pred finančnimi tveganji, so se pojavili v sedemdesetih letih prejšnjega stoletja. Zadnjih nekaj let so se tudi v slovenskem prostoru vse bolj začeli zavedati pomembnosti uporabe izvedenih finančnih instrumentov. Pomembno pa je, da se podjetje zaveda koristi in pomanjkljivosti, ki jih prinaša posamezen instrument. Veliko pozornosti je potrebno nameniti oblikovanju celovite strategije obvladovanja tveganja, kakovostnemu vrednotenju, poročanju ter nadzoru nad uporabo izvedenih finančnih instrumentov.

V diplomski nalogi sem na koncu navedla tiste izvedene finančne instrumente, za katere menim, da bi jih lahko podjetje s pridom uporabljalo. Vendar pa je za to potrebno ustrezno strokovno znanje, kajti ravno nepoznavanje tovrstnih instrumentov zaščite pred tveganji povzroča pri mnogih podjetjih strah pred njihovo uporabo. Podjetje se mora zavedati, da z uporabo izvedenih finančnih instrumentov lažje načrtuje poslovni izid skozi prihodke in odhodke od poslovanja s tujimi poslovnimi partnerji.

Podjetju Iskra Kondenzatorji d.d. sem glede na predstavljene podatke, ki kažejo na izpostavljenost podjetja valutnemu tveganju, dosedanje neizkušeniosti z uporabo izvedenih

finančnih instrumentov, predlagala, da se upravljanja z valutnimi in ostalimi finančnimi tveganji loti postopoma. Na ta način bo namreč podjetje na lastni koži videlo, kako se posamezen instrument obnese ter kakšne dejanske koristi jim prinaša. V nadaljevanju lahko podjetje poseže tudi po bolj zapletenih in tudi nekoliko bolj »tveganih« izvedenih finančnih instrumentih.

V kolikor želi podjetje ostati konkurenčno, mora neprestano zasledovati svoje poslovne cilje. Ti se kažejo tudi v neprestanem spremljanju poslovanja podjetja, izdelavi analiz, ki pokažejo, v kolikšni meri se mora podjetje ukvarjati z obvladovanjem tveganj, na katerem področju in v kakšnem obsegu se tveganja pojavljajo. Skladno s temi ugotovitvami se v podjetju potem tudi odločajo za razvijanje, dopolnjevanje in uvajanje novih metod in instrumentov za zavarovanje pred finančnimi tveganji. Potrebo je torej neprestano spremljanje situacije znotraj in zunaj podjetja. Pomemben je aktiven pristop pri obvladovanju tveganj kakor tudi stalno izobraževanje na tem področju. Odlašanje s konkretnimi odločitvami povečuje tveganja ter zmanjšuje konkurenčni položaj podjetja na dolgi rok.

8 LITERATURA

1. Berk Aleš: Značilnosti obvladovanja finančnega tveganja v slovenskih podjetjih: mednarodna primerjava značilnosti uporabe izvedenih finančnih instrumentov in vpliv na uspešnost poslovanja. Ljubljana : Inštitut za ekonomska raziskovanja, 2005. 190 str.
2. Berk Aleš, Peterlin Jožko, Ribarič Peter: Obvladovanje tveganj: Skrivnost celovitega pristopa. Ljubljana : GV Založba, 2005. 280 str.
3. Berk Aleš: Uporaba izvedenih finančnih instrumentov v Sloveniji, ZDA in Nemčiji: Druga konferenca Združenja poslovnih finančnikov Slovenije. Ljubljana, 2005, str. 5-16.
4. Berk Aleš: Obvladovanje tveganja je povezano z uspešnostjo podjetij. Revizor, Ljubljana, 2005, 16, str. 55-75.
5. Bishop Paul, Dixon Don: Foreign exchange handbook: managing risk and opportunity in global currency markets. New York : McGraw-Hill, 1992. 466 str.
6. Doles Jernej: Začetki trgovanja z izvedenimi finančnimi instrumenti v slovenskih bankah. Bančni vestnik, Ljubljana, 1997, 9, str. 34-36.
7. Doles Jernej: Izvedeni finančni instrumenti. Bančni vestnik, Ljubljana, 2000, 9, str. 36-38.
8. Eiteman David K., Stonehill Arthur I., Moffett Michael H.: Multinational business finance, 9. izdaja. Boston : Addison-Wesley, 2001. 694 str.
9. Hull John C.: Option, Futures & Other Derivations. Fourth Edition. Prentice-Hall International, Inc., 2000. 698 str.
10. Mrak Mojmir: Mednarodne finance. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2002. 682 str.
11. Mramor Dušan: Uvod v poslovne finance. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1993. 381 str.
12. Peterlin Jožko: Obvladovanje finančnih tveganj. Ljubljana : Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 2005. 398 str.
13. Peterlin Jožko: Finančna tveganja v računovodski praksi, IKS, Ljubljana, 2004, 8.
14. Peterlin Jožko: Upravljajte valutna tveganja, da ne bi ta upravljala vas. Finance, Ljubljana, 2002, 228.
15. Peterlin Jožko: Tvegana vrednost - orodje vrednotenja finančnih tveganj. Revizor, Ljubljana, 2004, 15, str. 74-98.
16. Peterlin Jožko: Uporaba opcij v slovenski praksi. Revizor, Ljubljana, 2002, 13, str. 88-123.
17. Peterlin Jožko: Finančna tveganja in vrednost podjetja. Koper : Fakulteta za management, 2003. 275 str.
18. Peterlin Jožko: Obvladovanje finančnih tveganj: vrednotenje, računovodenje in nadziranje uporabe izpeljanih finančnih instrumentov in varovalnih razmerij v praksi. Ljubljana : Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 2005. 398 str.
19. Peterlin Jožko: Finančna tveganja. Revizor, Ljubljana, 1999, 10, str. 58-79.
20. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2004. 205 str.
21. Ribnikar Ivan: Izvedeni finančni instrumenti. Bančni vestnik, Ljubljana, 1996, številka, str. 52-54.

22. Ribnikar Ivan: Zaščita pred tveganjem ali pokritje tveganja ("hedge"). Bančni vestnik, Ljubljana, 1993, 9, str. 43.
23. Selan Mitja: Tveganja med udeleženci na trgu izvedenih finančnih instrumentov. Bančni vestnik, Ljubljana, 2000, 3, str. 28-31.
24. Stephens John Joseph: Managing currency risk: using financial derivatives. New York: Chichester, 2001. 212 str.
25. Tisaj Darko: Izvedeni finančni instrumenti. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 1998, 10, str. 66-69.
26. Veselinovič Draško: Opcije in drugi termiski (izvedeni) finančni instrumenti. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1998. 341 str.
27. Veselinovič Draško: Devizno trgovanje. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1991. 191 str.
28. Winstone David: Financial derivatives: hedging with futures, forwards, options and swaps. London : Chapman Hall, 1995. 303 str.
29. Zbašnik Matevž: Zmote, povezane z izvedenimi finančnimi instrumenti. Bančni vestnik, Ljubljana, 2005, 4, str. 35-38.

9 VIRI

1. A Banka. [URL: http://www.abanka.si/storitev_po.asp?MapaID=175], januar 2007.
2. Bank Austria Creditanstalt.
[URL: http://www.ba-ca.si/slo/Podjetja/zavarovanja_tveganja/upravljanje_tec_tveg.asp], januar 2007.
3. Banka Slovenije. [URL: <http://www.bsi.si>], december 2006
4. British Bankers` Association.
[URL: <http://www.bba.org.uk>], 14. 2. 2003.
5. Gradivo o izvedenih finančnih instrumentih NLB, junij 2004.
6. Je obvladovanje tveganja modni trend ali morda kaj več.
[URL: <http://www.erevir.com/Moduli/Clanki/Clanek.aspx?ModulID=1&KategorijaID=11&ClanekID=192>], januar 2007.
7. Letno poročilo podjetja Iskra Kondenzatorji d.d. Semič : Iskra Kondenzatorji d.d., 2006, 74 str.
8. Spletna stran s podatki o deviznih tečajih.[URL: <http://www.x-rates.com>], januar 2007.
9. Nova KBM. [URL: <http://www.nkbm.si/>], januar 2007.
10. Nova Ljubljanska Banka. [URL: <http://www.nlb.si/cgi-bin/nlbweb.exe?doc=2021>], januar 2007.

SLOVAR TUJIH IZRAZOV

at the money	opcija na meji
call option	nakupna opcija
economic exposure	ekonomska izpostavljenost
forward	nestandardizirane terminske pogodbe
futures	standardizirane terminske pogodbe
in the money	opcija, ki se izplača
intristic value	notranja vrednost
lagging	zakasnitev plačila obveznosti
leading	predhodno plačilo
netting	naravno zavarovanje plačil (pobot)
out of the money	opcija, ki se ne izplača
pricing	politika cen
out option	prodajna opcija
spot rate	promptni (gotovinski) tečaj
strike price	izvršilna cena
swap	zamenjava
transaction exposure	transakcijska izpostavljenost
translation exposure	translacijska (prevedbena) izpostavljenost

PRILOGE

PRILOGA 1

Datum	Tuje terjatve	Domače terjatve	Terjatve skupaj	% tujih terjatev glede na celotne terjatve
30. 6. 05	1.050.970.987,30	36.033.127,70		
	1.083.591.616,30	9.159.354,92		
		161.747.544,83		
		1.116.493,15		
Skupaj	2.134.562.603,60	208.056.520,60	2.342.619.124,20	91,12
30. 6. 06	1.084.068.757,33	30.379.726,08		
	974.487.151,20	177.544.456,03		
		3.504.010,70		
Skupaj	2.058.555.908,53	211.428.192,81	2.269.984.101,34	90,69

Datum	tuje obveznosti	domače obveznosti	obveznosti skupaj	% tujih obveznosti glede na celotne obveznosti
30. 6. 05	456.040.571,20	274.430.753,93		
	85.088.331,70	1.701.058,53		
		217.929.301,22		
		2.222.091,93		
		7.440.000,00		
Skupaj	541.128.902,90	503.723.205,61	1.044.852.108,51	51,79
30. 6. 06	544.783.538,54	375.589.387,30		
	85.028.919,10	225.974.305,60		
		14.062.311,51		
Skupaj	629.812.457,64	615.626.004,41	1.245.438.462,05	50,57

PRILOGA 2

30.6.2005	Obveznosti	Terjatve	Bruto izpostavljenost	Neto izpostavljenost
GBP	7.771.035,70	73.349.984,20	81.121.019,90	65.578.948,50
USD	13.456.956,70	282.864.498,70	296.321.455,40	269.407.542,00
EUR	472.427.688,60	1.778.348.120,70	2.250.775.809,30	1.305.920.432,10
CHF	36.556.007,40	0,00	36.556.007,40	-36.556.007,40
Skupaj	493.655.681,00	2.134.562.603,60	2.628.218.284,60	1.640.906.922,60

30.6.2006	Obveznosti	Terjatve	Bruto izpostavljenost	Neto izpostavljenost
GBP	5.937.253,80	64.961.066,16	70.898.319,96	59.023.812,36
USD	14.417.735,85	280.592.558,10	295.010.293,95	266.174.822,25
EUR	557.256.540,09	1.713.002.284,27	2.270.258.824,36	1.155.745.744,18
CHF	41.298.257,50	0,00	41.298.257,50	-41.298.257,50
Skupaj	577.611.529,74	2.058.555.908,53	2.636.167.438,27	1.480.944.378,79

PRILOGA 3

PREDVIDENI PRILIVI PODJETJA ISKRA KONDENZATORJI D.D. V USD PO DATUMIH

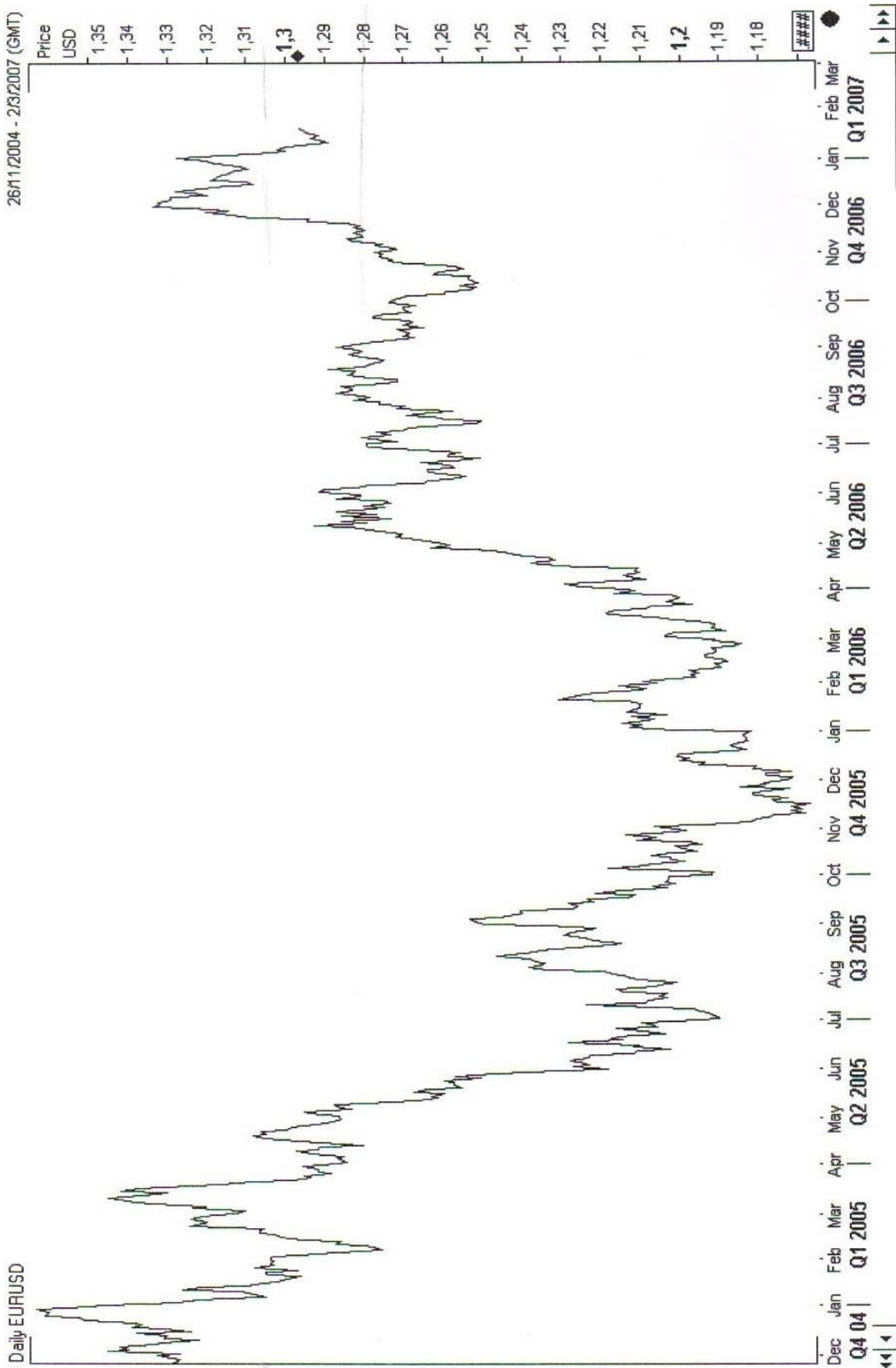
DATUM	PREDVIDEN PRILIV V USD
10. feb. 07	37.830,76
28. feb. 07	112.169,24
15. mar. 07	51.835,84
31. mar. 07	98.164,16
15. apr. 07	65.016,66
30. apr. 07	84.983,34
15. maj. 07	53.425,79
31. maj. 07	96.574,21
15. jun. 07	64.765,81
30. jun. 07	85.234,19

PRILOGA 4

TERMINSKI TEČAJI

Datum zapadlosti	Št.dni	Terminski tečaj
12. feb. 07	19	1,3018
28. feb. 07	35	1,3027
15. mar. 07	50	1,3036
2. apr. 07	68	1,3046
16. apr. 07	82	1,3053
30. apr. 07	96	1,3060
15. maj. 07	111	1,3067
31. maj. 07	127	1,3075
15. jun. 07	142	1,3082
2. jul. 07	159	1,3090

PRILOGA 5



PRILOGA 6

Knock-in-Forward

Zaščita vaših obveznosti v USD v intervalu med 1,3050 in 1,2800 proti EUR

Zanimiv in predvsem brezplačen produkt, ki vam nudi 100% ščitenje gibanja tečaja EURUSD, hkrati pa ob ugodnih tečajnih nihanjih omogoča dodaten zaslužek. Produkt je zanimiv za izvoznika ki lahko izkoristi trenutno rast USD in obenem zaščiti svoje prilive v primeru morebitnega padca dolarja.

Trajanje: 28/02/2007

Scenariji ob zapadlosti:

Scenarij 1

Če je ob zapadlosti promptni tečaj nad 1,305 → Stranka proda USD po tečaju 1,305

Scenarij 2

Če je ob zapadlosti promptni tečaj pod 1,305 in v času trajanja opcije ni padel vrednost 1,28 → stranka proda USD po tržnem tečaju na dan zapadlosti posla (v razponu od 1,28 do 1,305)

Scenarij 3

Promptni tečaj pod 1,305 in je v času trajanja opcije padel pod vrednost 1,28 → Stranka proda USD po tečaju 1,305

Stroški: Brez

Minimalni znesek: 0,1 mio EUR

Trenutni finančni podatki:

Znesek v EUR:	100.000
Terminska cena:	1,3027
KI-terminski tečaj:	1,3050
Sprožilo:	1,2800

