

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

ZAKLJUČNA STROKOVNA NALOGA VIŠKE POSLOVNE ŠOLE
**UPORABA IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV ZA
HEDGING IN ŠPEKULIRANJE**

Ljubljana, avgust 2022

ŽAN NOVAK

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisani Žan Novak, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtor predloženega dela z naslovom Uporaba izvedenih finančnih instrumentov za hedging in špekuliranje, pripravljene ga v sodelovanju s svetovalcem asist. dr. Ristetom Ichevom

IZJAVLJAM

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

V Ljubljani, dne _____

Podpis študenta: _____

KAZALO

UVOD	1
1 KRATKA PREDSTAVITEV IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV ...	2
1.1 Vrste izvedenih finančnih instrumentov in njihovo delovanje	2
1.2 Razlogi uporabe izvedenih finančnih instrumentov v finančnih institucijah .	3
1.3 Razlogi uporabe izvedenih finančnih instrumentov v proizvodnih in storitvenih podjetjih	4
2 HEDGING Z IFI V PRAKSI	5
2.1 Nestandardizirana termimska pogodba	5
2.2 Standardizirana termimska pogodba	6
2.3 Zamenjava	6
2.4 Opcija	7
3 NAČINI IN PRIMERI ŠPEKULIRANJA Z IFI.....	7
3.1 Kanadski proizvajalci nafte in zemeljskega plina	7
3.2 Deutsche bank	8
3.3 Aracruz Celulose.....	8
3.4 Primer podjetja Metallgesellschaft	9
3.5 Allfirst	10
3.6 Razlike med uporabo za hedging in špekuliranje.....	10
4 IZVEDENI FINANČNI INSTRUMENTI IN KRIZE	12
4.1 Izvedeni finančni instrumenti in finančna kriza leta 2008.....	15
4.2 Izvedeni finančni instrumenti in poslovna podjetja v krizi leta 2008	16
4.3 Trend po finančni krizi leta 2008	17
4.4 Regulacija izvedenih finančnih instrumentov	18
4.5 Uporaba IFI v pandemiji koronavirusne bolezni covid-19.....	19
SKLEP.....	20
LITERATURA IN VIRI	21
PRILOGA	25

KAZALO SLIK

Slika 1: Mere izbranih centralnih bank.....	18
---	----

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Vprašanja intervjuja z mag. Ružo Sušnik..... 1

SEZNAM KRATIC

angl. – angleško

BIS – (angl. Bank for International Settlements); banka za mednarodne poravnave

CAD – (angl. Canadian dollar); kanadski dolar

CDO – (angl. Collateralised debt obligation); zavarovana dolžniška obveznost

CDS – (angl. Credit default swap); kreditna zamenjava

CFMA – (angl. Commodities Futures Modernisation Act); Zakon o modernizaciji
terminskih pogodb za blago

EUR – evro

FI – finančni instrument

HRK – hrvaška kuna

IFI – izvedeni finančni instrument

IMF – (angl. International Monetary Fund); Mednarodni denarni sklad

ISDA – (angl. International Swaps and Derivatives Association); Mednarodno združenje
zamenjav in izvedenih finančnih instrumentov

MG – Metallgesellschaft (ime podjetja)

MGRM – Metallgesellschaft Refining and Marketing (ime podjetja)

USD – (angl. United states dollar); ameriški dolar

ZDA – Združene države Amerike

UVOD

Podjetja se pri svojem poslovanju srečujejo z zaželenimi tveganji, kot so cene izdelkov ali storitev, ki jih prodajajo, in nezaželenimi tveganji, ki se jim želijo izogniti, kot so cene vhodnih materialov. Od zgodnjih 70. let 20. stoletja po padcu Bretton-Woodskega sistema so začele cene storitev in dobrin vse bolj nihati. Zaradi nevarnosti na trgu so se začela podjetja varovati (angl. hedging) pred tveganji na različne načine, med katere spadajo finančnimi instrumenti s podskupino izvedenih finančnih instrumentov (v nadaljevanju IFI). Finančni instrument je pogodba med dvema pravnima subjektoma (po navadi med dvema podjetjema ali med podjetjem in banko ali drugo finančno institucijo), s katero se ustvarijo obveznosti in pravice pri obeh subjektih za dostavo izdelkov ali storitev in plačilo. IFI so izvedeni iz finančnega sredstva na način, da je ena stran upravičena in druga stran dolžna kupiti finančni instrument v pogodbi oziroma biti poplačana v razliki prostotržne vrednosti finančnega instrumenta. Na primer, podjetje je obvezano k plačilu tujega blaga v tuji valuti. Z razlogom obstoja tveganja spremembe valutnega razmerja se pri drugem poslovnem subjektu zaveže k plačilu določenega zneska domače valute v zameno, da se druga stran zaveže k plačilu morebitne razlike v razmerju valut (EUR-Lex, 2008; Hillier, Clacher, Ross, Westerfield & Jordan, 2014; Monroe, 1994).

IFI ne izničijo tveganja, ampak ga prenesejo na nekoga drugega. Tako se lahko tveganje akumulira pri finančnih institucijah. Vzroke za krizo leta 2008, ki je prizadela svet, smo počasi začeli raziskovati po krizi; namreč kakšno vlogo so v njej imeli IFI, kakšna je bila vloga bank in drugih finančnih institucij pri tej krizi ter kakšno je bilo ali bi moralo biti reguliranje finančnih trgov. Skozi zgodovino so se pojavljale tudi druge krize, pri katerih so bili vključeni IFI (Carmassi, Gros & Micossi, 2009; IMF, 1994).

Namen naloge je raziskati področje IFI z vidika podjetij, ki so udeležena v trgovanju z njimi, špekuliranju in hedgingu (zavarovanje) ter njihovo vlogo v gospodarskih in finančnih krizah. Cilji naloge so:

- razumeti, katere institucije in s kakšnimi razlogi uporabljajo izvedene finančne instrumente;
- kakšna je razlika med uporabo izvedenih finančnih instrumentov za zavarovanje in špekuliranje;
- kakšna in kako velika je bila njihova vloga v finančnih in gospodarskih krizah ter
- ali so bili izvedeni finančni instrumenti vzrok finančnih in gospodarskih kriz.

Za izhodišče raziskovanja so uporabljeni članki v revijah, ki se ukvarjajo z denarjem, financami in ekonomijo ter Wikipedia; za raziskovanje so uporabljeni podatki velikih institucij na tem področju (Mednarodni denarni sklad, Banka Slovenije ipd.), statistični podatki in raziskave poznavalcev na področju financ.

V prvem delu naloge so predstavljeni izvedeni finančni inštrumenti, komu in kateremu namenu služijo. V drugem delu sta predstavljena zavarovanje in špekuliranje z njimi, čemur sledi primerjava uporabe za oba namena. V zadnjem delu je preučena vloga izvedenih finančnih inštrumentov v različnih finančnih in gospodarskih krizah skozi zgodovino z večjim poudarkom na finančni krizi leta 2008 in krizi covid-19.

1 KRATKA PREDSTAVITEV IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV

V tem poglavju so za namen celostnega pregleda snovi zaključne naloge na splošno predstavljeni izvedeni finančni instrumenti. Predstavljeno je, kaj sploh so, kako nastanejo ter čemu in kako služijo pravnim subjektom. Opisane so vrste instrumentov in njihovo delovanje v odnosih med pravnimi subjekti. Namen poglavja je tudi bralcu predstaviti vlogo instrumentov v proizvodnem ali trgovinskem podjetju in finančnih institucijah ter vlogo instrumentov v poslih med temi subjekti.

Finančni instrument (v nadaljevanju FI) je ustvarjen s stvaritvijo pogodbe med dvema poslovnima subjektoma. Sočasno se ustvarita sredstvo enega in instrument drugega subjekta ter s tem obveznosti in pravice obeh. IFI so lahko izvedeni iz drugih FI, valutnih razmerij, obrestnih mer, indeksov, vrednostnih papirjev ipd. Vključujejo opredmetena in neopredmetena sredstva (EUR-Lex, 2008).

V praksi so IFI lahko ustvarjeni brez ali s posrednikom. Večina pogodb IFI je ustvarjenih izven organiziranega trga, neposredno med dvema poslovnima subjektoma (angl. over the counter market, v nadaljevanju OTC) in manjši del pogodb je sklenjen prek t. i. menjalnic (angl. exchange). Po finančni krizi, ki je trajala od leta 2007 do leta 2009, nekatere oblasti poskušajo na različne načine preusmeriti udeležence na trgu k temu, da čim več sklenjenih IFI-pogodb opravijo prek menjalnic ali vsaj, da morajo prijaviti izvedene OTC instrumente, kar počne več držav. Podjetja lahko na trg vstopijo prek bank, ki potem posredujejo zahteve podjetja na menjalnico (ESMA, 2021 ; FSB, 2012; Šorli, 2012).

1.1 Vrste izvedenih finančnih instrumentov in njihovo delovanje

IFI se v osnovi razvščajo v štiri kategorije:

- terminske posle oziroma nestandardizirane terminske pogodbe (angl. forwards),
- standardizirane terminske pogodbe (angl. futures),
- opcije (angl. options),
- zamenjave (angl. swaps).

Terminski posli (angl. forward) imajo primarno nalogo ščitenja podjetja pred spremembami cene. Pri terminski pogodbi se subjekta zavežeta, da bosta do določenega

datuma izvedla v pogodbi določen posel nakupa blaga in plačila kupnine. V praksi si to lahko predstavljamo skozi naslednji primer: stranka se zaveže, da bo na dan dostave blaga poravnala obveznosti do prodajalca v določeni višini tuje valute. Možna je tudi zaščita pred valutnimi nihanji z devizno terminsko pogodbo, ki varuje pred neugodnimi spremembami deviznih tečajev, po katerih je podjetje prodalo ali kupilo tuje blago ali storitev (Dhir, 2021; EUR-Lex, 2008).

Standardizirane terminske pogodbe so drugačne od terminskih pogodb. In sicer je od njih mogoče izstopiti s prodajo na trgu. Njihova cena je določena na prostem trgu, medtem ko podjetje z njimi trguje prek posrednika ter ima prosto izbiro glede časa vstopa in izstopa s trga (EUR-Lex, 2008).

Z opcijo kupec le-te prejme pravico do prodaje ali nakupa temeljnega FI v določenem obdobju ali na določen datum po vnaprej določeni ceni in količini. Prodajalec prejme denar in je zavezan prodaji ali nakupu blaga po vnaprej določeni ceni. Z opcijo se poleg nihanja cene blaga podjetje lahko zavaruje tudi pred nihanjem razmerij na tečajnem trgu pri poslih s tujino. V primerjavi s terminsko pogodbo izvedba posla oziroma transakcije ni obvezna in je odvisna od stanja temeljnega blaga ali FI na določeni datum in od želje kupca (EUR-Lex, 2008).

Pri zamenjavi (angl. swap) subjekta zamenjata obveznosti na različnih delih finančnega trga tako, da drug drugemu plačujeta obveznost do tretjih subjektov in s tem zmanjšata svojo kreditno izpostavljenost. Subjekti se tako zavarujejo pred obrestnim ali valutnim tveganjem z valutno ali obrestno zamenjavo. Pri obrestni zamenjavi se določijo zneski plačila tretjim subjektom, do katerih morajo biti obveznosti plačane. Pogosto so ene obresti fiksne in druge variabilne, tako se zamenja nižja spremenljiva obrestna mero za fiksno višjo obrestno mero (EUR-Lex, 2008; Sušnik, 2016).

Bolj individualizirani in špekulativni IFI so še: eksotične opcije, nakupni boni (angl. warrants), naložbeni certifikati, indeksni investicijski skladi in pogodbe za razliko (angl. contract for difference), pri katerih je možno trgovanje z vzvodom (Peterlin & Šega, 2005).

V nalogi se osredotočamo na osnovne štiri kategorije, saj so ti IFI v praksi najpogosteje uporabljeni pri proizvodnih in trgovskih podjetjih.

1.2 Razlogi uporabe izvedenih finančnih instrumentov v finančnih institucijah

Razlog za uporabo IFI je obstoj tveganj. V bančništvu so glavna tveganja kreditno, tržno, operativno in likvidnostno tveganje. V bančništvu je najpomembnejše kreditno tveganje, ki vsebuje vsa dana posojila, plačane garancije in naložbe v vrednostne papirje, za katere obstaja verjetnost, da ne bodo poplačani, ne bodo poplačani v celoti ali v sklenjenem roku. Pred kreditnim tveganjem se banke zavarujejo z uporabo bonitetnih ocen finančne stabilnosti podjetij, ki so jim dale posojilo, in z omejitvami, koliko lahko posojajo

podjetjem z določeno finančno stabilnostjo. Tržno tveganje vsebuje tveganje spremembe obrestne mere, valutnega tečaja ali cene (pri banki sprememba cene IFI ali vrednostnih papirjev). Posebej pred cenovnim tveganjem se banke zavarujejo z uporabo terminskih pogodb in opcij, s katerimi obstaja možnost nakupa nasprotne pozicije in se plačuje samo provizija, saj se tako ne spremeni sestava vseh naložb. Z IFI se obvaruje tudi pred valutnim transakcijskim tveganjem, pri čemer se lahko spremeni devizni tečaj po sklenjeni pogodbi v tuji valuti (primer – dano posojilo v švicarskih frankih). Zaradi obstoja tega tveganja se uporabi terminska pogodba, s katero se zaveže devizni tečaj ali valutna opcija. Operativno tveganje nastane zaradi nepravilnih ali nepravilno izvajanih dejavnosti znotraj banke. Problematici so lahko tudi nekorektni sistemi, na primer zastarel informacijski sistem. Pri organizaciji je operativno tveganje povezano s spremljanjem in poročanjem o tveganjih ter notranjimi pravili. Likvidnostno tveganje v osnovi pomeni nezmožnost poravnave obveznosti z obstoječimi sredstvi, kar privede do poravnave obveznosti z višjimi stroški skozi zadolževanje/financiranje dolga. Pri bankah obstaja tudi tržno likvidnostno tveganje, ki nastane, ko FI ni možno prodati ali zamenjati v kratkem času brez velike spremembe tržne cene. Pred likvidnostnimi tveganji se mora banka zavarovati z uporabo minimalnih rezerv, ki jih predpiše centralna banka; ter se sama zavaruje z lastništvom čim več likvidnih finančnih sredstev, ki prinašajo obresti (npr. obveznice) (Žagar, 2013).

1.3 Razlogi uporabe izvedenih finančnih instrumentov v proizvodnih in storitvenih podjetjih

V proizvodnih in trgovskih podjetjih so skupni dejavniki tveganja spremembe valutnega tečaja, spremembe cen surovin, spreminjajoče se obrestne mere, likvidnost in tveganje neizpolnitve nasprotne stranke oziroma kreditno tveganje.

Proizvodna in storitvena podjetja prav tako zadevajo tržna tveganja, predvsem kreditno tveganje neplačila prodanih izdelkov in na nasprotni strani likvidnostno tveganje nezmožnosti izpolnitve obveznosti. Odvisno od panoge, v kateri deluje podjetje, je zanj pomembno tveganje sprememb cen surovin. Glede na trg oziroma različne trge, na katerih prodaja ali naroča, je pri podjetju lahko prisotna nevarnost spremembe deviznega tečaja. Na primer, pri izvozu podjetje skrbi znižanje tečaja valut, saj lahko tako prodajalec dobi manj domače valute, kot je predvideval (Sušnik, 2016).

Poleg drugih finančnih instrumentov, se tudi IFI uporabljajo za varovanje pred tveganjem (angl. hedge) pri vseh omenjenih potencialnih tveganjih. Hedging je zniževanje izpostavljenosti podjetja tveganjem, kot so cenovna in tečajna. Cene vseh dobrin in storitev so od 70. let 20. stoletja vedno bolj nestabilne, kar lahko prinese velike težave tudi najbolje delujočim podjetjem. V izogib temu se podjetja vedno bolj varujejo pred cenovnim tveganjem s finančnimi pogodbami, med katerimi je najhitreje razvijajoče se področje hedginga z IFI. To obstaja, ker v praksi pogosto ni neposredne oblike zavarovanja pred

določenim tveganjem, zato podjetje iz obstoječih naredi druge FI ali kupi IFI (Hillier, Clacher, Ross, Westerfield & Jordan, 2014).

Empirične raziskave kažejo več spodbud za izvajanje hedginga v podjetjih, vrste katerih so: nepopolnosti na kapitalskih trgih, izpostavljenost valutnemu tveganju in cena vpeljevanja strategije IFI v posameznem podjetju (Zeidan & Rodrigues, 2013).

V naravi podjetij je, da špekulirajo – v osnovi s svojim glavnim izdelkom ali storitvijo, katerih cena menijo, da bo rasla. S hedgingom se zavarujejo pred tveganji, ki jih ne želijo sprejeti (Monroe, 1994).

2 HEDGING Z IFI V PRAKSI

V tem delu sta predstavljeni osnovna uporaba IFI v praksi in uporaba za namen špekulacije za dobiček.

2.1 Nestandardizirana terminska pogodba

Filipović (2014) obravnava storitveno podjetje Plava laguna. Podjetje se ukvarja s hotelskimi storitvami. V obdobju 2013–2014 je bilo strateško posebej osredotočeno na izboljševanje trenutnih in gradnjo novih kapacitet, s čimer je želelo povečati tržni delež. Filipović navaja, da Plava laguna včasih uporablja IFI za zavarovanje pred potencialnimi gibanji deviznih tečajev, ki bi podjetju lahko prinesla negativen rezultat. Podjetje posluje na območju Republike Hrvaške. Ker gre za turistično podjetje, ima goste iz tujine. Največji delež prometa, kar 93,1 % vseh prihodkov, je imelo iz držav monetarnega območja Evropske unije. Država ima proti evru drseči devizni tečaj, kar pomeni, da se cene določajo na prostem trgu. Tako ima realno tveganje spremembe deviznega tečaja hrvaške kune proti evru, čemur pravimo valutno tveganje. V tem primeru obstaja tveganje pri apreciaciji oziroma padcu tečaja. Tečaj se meri z osnovno valuto evro in kotirano valuto hrvaško kuno (v nadaljevanju HRK). Na primer 1 evro lahko kupi 7,5740 enote HRK. Pri apreciaciji bi tuji kupci plačali za storitve z enakimi enotami valute evro in bi kasneje pri zamenjavi evrov za kune podjetje dobilo manj domače valute HRK. Primer: znižanje tečaja s 7,5740 HRK na 7,4513 HRK pomeni, da podjetje pri prodaji evrov za HRK dobi za 0,1227 manj HRK pri prodanem evru, kar pri letnih prihodkih podjetja Plava laguna nanese znižanje čistih prihodkov za 7.105.000 HRK. Odmik od povprečnega tečaja v obe smeri znaša 6 %. Tako avtor predvideva, da bi podjetje lahko letno izgubilo do 21.462.500 HRK prihodkov; in s prištetim znižanjem odhodkov imelo znižan dobiček za 21.314.400 HRK. Na osnovi statističnih računov avtor sklepa, da bi podjetje v najslabših 5 letih imelo 11.774.600 HRK manj dobička letno. Avtor za varovanje pred nevarnostjo podjetju predlaga sklenitev terminske pogodbe s poslovno banko. Poda primer pogodbe, pri katerem se podjetje za polovico leta zaveže k prodaji evrov za HRK pri tej banki po stalnem tečaju 7,5740, ki bi bil znižan za razpon 0,02 enote HRK za prodani evro. To bi

pomenilo, da bi podjetje na prodano enoto valute evro namesto povprečnega tečaja 7,5740 dobilo 7,5540 HRK. S temi IFI bi imelo stalne stroške v višini 1.158.000 HRK, vendar bi se obvarovalo pred še višjimi možnimi izgubami. Banka pri tem poslu prevzame vse dobičke ali izgube pri spremembi tečaja evro : HRK (Filipović, 2014).

2.2 Standardizirana termimska pogodba

S standardiziranimi terminskimi pogodbami (angl. futures) se trguje na borzi kot z ostalimi sredstvi in pogodbami. Podjetje kupuje pogodbe standardizirane velikosti. Spreminja se lahko cena posamezne pogodbe, variabilna je tudi količina pogodb, ki jih posamezna entiteta kupi ali proda. Primer prikazuje podjetje v ZDA z domačo valuto ameriški dolar (v nadaljevanju USD), ki proda za 1.000.000 kanadskih dolarjev (v nadaljevanju CAD) svojega izdelka v Kanadi. Tako pričakuje plačilo v CAD v naslednjih šestih mesecih in je izpostavljeno tveganju spremembe tečaja USD/CAD. Primer je uporabljen za nestandardizirane in standardizirane pogodbe. V slednjem podjetje prodaja posamezne pogodbe v višini 125.000 CAD na pogodbo in proda osem pogodb. S tem se zaveže k prodaji 1.000.000 CAD. Za vstop v finančno razmerje plača 8.000 USD marže borzni hiši oziroma 1.000 USD za vsako pogodbo. Na dan nakupa (dan 0) je bilo razmerje za prodajo CAD v mesecu juniju 0,6676 USD/CAD. Naslednji dan (dan 1) valuta aprecira na 0,6690USD/CAD, tako podjetje izgubi 1.400 USD v svojem trgovalnem računu na borzi in deprecirana cena postane osnovna vrednost IFI. Na dan 2 cena aprecira na 0,6700 USD/CAD, tako trgovalni račun izgubi dodatnih 1000 USD vrednosti. Banka zato doda 2.400 USD sredstev na račun. Valuta nato deprecira na 0,6685 USD/CAD in trgovalni račun je vreden 1.500 USD več. Na borzi v primeru (borza CME) se razlike pokrivajo dvakrat dnevno, vsak dan aktivnega trga. Varovanje s standardizirano termnsko pogodbo traja, dokler podjetje ne zapre pozicije z nakupom osmih pogodb CAD ali do datuma, do katerega pogodbe veljajo, nakar mora plačati ali prejeti razliko (Constantinides, 2015).

2.3 Zamenjava

Primer zamenjave je sicer poenostavljen in hipotetičen, vendar možen primer obrestne zamenjave. Banka A je kupila obveznice z letno nominalno obrestno mero v višini 4 % in nominalnim zneskom 3.000.000 EUR. Banka dvomi o izplačilu oziroma višini izplačila letnih obresti. S tem namenom zamenja fiksne 4 % obresti s spremenljivimi 1,44 %. Banki uporabljata nominalni znesek le za izračune obresti, ki morajo biti vsako leto poravnane oziroma za razlike med obema anuitetama. Tako je sicer v najverjetnejšem scenariju Banka 1 na izgubi, vendar si z IFI zagotovi, da v primeru neplačila kuponskih obresti v vsakem primeru dobi EURIBOR obresti. Banka 2 upa, da EURIBOR spremenljiva obrestna mera ne naraste nad 4 % (Žagar, 2013).

Drugi primer zamenjave je izmišljeni primer posla med podjetjema Intel in Microsoft. Slednji se zaveže k plačilu obresti v višini 5 % letne obrestne mere pri osnovi 100

milijonov USD, medtem ko se Intel zaveže k plačilu polletnih obresti po LIBOR spremenljivi obrestni meri. V letu sklenitve pogodbe znaša LIBOR obrestna mera 4,2 %. Upošteva se, da sta se podjetji dogovorili za plačili obvezanih zneskov vsako polletje. Tako bi čez pol leta Microsoft plačal 2,5 milijona USD in prejel (po teoretični letni LIBOR meri 4,2 %) 2,1 milijona USD. V primeru spremembe LIBOR mere se spremeni obveznost Intela glede na trenutno stanje na trgu; tako bi v primeru zvišanja LIBOR obrestne mere na 4,8 % le-ta moral plačati 2,4 milijona USD, medtem ko Microsoft plača enako fiksno 2,5 milijona USD. V praksi se podjetja dogovorijo, da podjetje, ki mora plačati višji znesek, plača le razliko med obema zneskoma (Hull, 2015).

2.4 Opcija

Podjetje je zaradi varstva poslovne skrivnosti ostalo anonimno, Goričan (2008) mu da ime X. Podjetje naroča večje količine blaga naenkrat s trimesečnim rokom plačila. Naročila so izvedena in morajo biti plačana v valuti USD. Tako ima podjetje izpostavljenost valutnemu tveganju. Avtorica navaja dejanski primer nakupa blaga v vrednosti 1.400.000 USD s potencialnimi ponudbami bank za IFI. Ena izmed možnosti je nakup navadne valutne opcije, s katero bi podjetje na datum zapadlosti plačila imelo možnost kupiti 1.400.000 enot valute USD po dogovorjeni trenutni ceni, s pribitkom premije, izražene v 2 % vrednosti nakupa blaga. Podjetje tako v vsakem primeru plača 28.000 USD premije in prejme možnost nakupa 1.400.000 USD. Na dan plačila sta možna dva scenarija. Tečaj, izražen v EUR/USD (na primer 1 EUR je vreden 1,47 USD), je lahko višji ali nižji od dogovorjenega v IFI. V primeru, da bi bil tečaj nižji, bi to pomenilo, da bi moralo podjetje na prostem trgu za enako količino USD plačati več enot EUR. V tem primeru se odloči za uveljavitev opcije in kupi USD za 952.380,95 EUR. Če je tečaj višji, bi to pomenilo, da mora plačati manj enot valute EUR za enako število enot USD. V tem primeru se podjetje X ne odloči za uveljavitev opcije in kupi USD na prostem trgu, saj za 1 enoto EUR dobi več enot USD in tako plača manj enot domače valute (Goričan, 2008).

3 NAČINI IN PRIMERI ŠPEKULIRANJA Z IFI

V poglavju bodo prikazani primeri, ko so podjetja izvajala špekulacije z napačno izvedenim zavarovanjem oziroma hedgingom, napačno ocenjenim ali neocenjenim tveganjem.

3.1 Kanadski proizvajalci nafte in zemeljskega plina

Smistad in Pustylnick (2012) v njuni raziskavi arhivskih podatkov obravnavata dvanajst proizvajalcev nafte. Podjetja so v večini z IFI zavarovala svoje posle pred spremembami cen surovin, valutnim in obrestnim tveganjem. Najpogosteje uporabljene pogodbe so bile zamenjave cen surovin (angl. swap), standardizirane in nestandardizirane terminske

pogodbe, opcije ter zamenjave obrestnih mer. Vsa raziskana podjetja identificirajo vsa tveganja, ki so jim izpostavljena, in uporabijo ustrezna zavarovanja. Pred likvidnostnim tveganjem podjetja uporabljajo v prvi vrsti t. i. »working capital« ali obratni kapital, kar pomeni, da za tekoče obveznosti prodajo kratkoročna sredstva in v drugi vrsti v primeru nezmožnosti plačila uporabijo neizkoriščene limite na računih, kar pomeni, da v zadnji sili najamejo bančni kredit. IFI uporabljajo za zavarovanje tržnih tveganj sprememb cen surovin, valutnega razmerja ter obrestnega tveganja, med katerimi so najpogostejše naftne in plinske zamenjave, kombinacija kratkoročnih in dolgoročnih opcij ali t. i. »collars«, standardizirane in nestandardizirane terminske pogodbe ter zamenjave obrestnih mer. 11 od 12 podjetij izjavi, da ne uporabljajo IFI za špekuliranje. Menedžment podjetij se odloči, koliko prihodnje produkcije bodo zavarovali v naslednjem letu, kar pomeni, da namenoma ostanejo izpostavljeni tveganju. V tem primeru niso zanemarili tveganja, ampak so se namenoma odločili, da bodo špekulirali o določenem dejavniku z nezavarovanjem. Če ne bi špekulirali, bi zavarovali celotno tveganje, vendar se vrhnji menedžment vsako leto odloči, koliko tveganja je sprejemljivo sprejeti. Kot izjema od ostalih vodilno podjetje Suncor Energy Inc. odkrito izjavi, da trguje z IFI tudi za dobiček, kar nakazuje na špekuliranje, vendar obstaja možnost, da podjetje zaradi lastne velikosti (je največje podjetje v industriji) na trgu zgolj trguje boljše od ostalih podjetij v industriji (Smistad & Pustynnick, 2012).

3.2 Deutsche bank

Novejši in izrazitejši primer špekuliranja je primer trgovanja nemške Deutsche bank na tajvanskem trgu. Tamkajšnja centralna banka ji je prepovedala trgovanje z valutnimi IFI, saj naj za trgovanjem ne bi bilo ustreznega posla, ki bi ga IFI varovali. Natančneje, centralna banka je bila zaskrbljena glede primera, ker naj bi banka podjetju dovolila špekuliranje z nestandardiziranimi terminskimi pogodbami, kar naj bi imelo vpliv na stabilnost tajvanskega valutnega trga. Le-ta je bil dejavnejši in vreden več v razmerju z USD zaradi povečanega povpraševanja po tehnoloških izdelkih od začetka pandemije koronavirusne bolezni covid-19 (Reuters Staff, 2021).

3.3 Aracruz Celulose

Podjetje Aracruz Celulose je izgubilo več kot 2,1 milijarde USD v času krize leta 2008 zaradi velikih gibanj na valutnem trgu. Pred finančnim propadom in prevzemom je bilo največji svetovni proizvajalec evkaliptusove celuloze s 26-odstotnim tržnim deležem. 95 % prihodkov je podjetje dobilo od izvoza. Študija (Zeidan & Rodrigues, 2013) raziskuje, ali je bila strategija zavarovanja zastavljena pravilno in ali so bile izgube povezane s kakšnimi neidentificiranimi oziroma skritimi tveganji ali s prevelikim vzvodom IFI – preveliko ali neuravnoteženo izpostavljenostjo kakšnemu tveganju. Podjetje je za namene hedginga uporabljalo IFI. Avtorja upoštevat, da je podjetje poleg IFI v poštev pri hedgingu le-te seštelo s kratkoročnimi obveznostmi za zaščito pred padcem domače valute. Za IFI je

podjetje uporabljalo kratkoročne standardizirane terminske pogodbe, ki so podjetje izpostavile presežnemu tveganju, namesto dolgoročnih opcij. Obstajala je namreč omejitev izgube, ki jo krije nasprotna stranka, podjetje pa le-te ni imelo in tako ni imelo zgornjega limita tveganja, ki ga je sprejelo. Pri letni pogodbi je moralo mesečno plačevati za dogovorjeno nominalno količino množeno z razmerjem valut. Od vključno leta 2006 je bilo zavarovanega manj tveganja z vrhom izpostavljenosti pred krizo leta 2008, ko je devalvirala vrednost valute Real proti USD, nakar je bilo zavarovanega preveč tveganja. Podjetje je ob ugotovitvi, da je preveč izpostavljeno, kupilo vse prodaje standardiziranih terminskih pogodb in tako podvojilo svoje tveganje v tuji valuti z nakupom le-te v obliki IFI. Finančni pritisk skupaj z nižjo vrednostjo delnic je bil razlog, da je podjetje prevzelo konkurenčno podjetje zaradi napačne hedging strategije. Izvirni problem je bil nadzorni del menedžmenta, ki je spregledal napake pri izvedbi hedginga tveganj. Bolj določno je bil problem struktura le-tega, saj sta bila pri izvajanju hedginga vključena zgolj oddelek zakladnice, ki je predlagal in izvajal strategije hedginga, ter CFO (Chief Financial Officer), ki je imel preveliko nalogo in ni mogel videti napak v izračunih in strategijah. Po izgubah je podjetje vzpostavilo nov sistem menedžmenta tveganj, ki je bil ločen od prejšnjega ter je nadzoroval operacijska in finančna tveganja (Zeidan & Rodrigues, 2013).

3.4 Primer podjetja Metallgesellschaft

Različni avtorji, ki so obravnavali primer podjetja, si nasprotujejo v tem, ali je bil primer programa podjetja Metallgesellschaft Refining and Marketing (MGRM), hčerinskega podjetja Metallgesellschaft (MG), dober primer kompleksnega programa hedginga ali primer špekuliranja z IFI. Podjetje je delovalo na trgu prodaje nafte in kurilnega olja. Na trgu je zaradi vojne v Iraku in Iranu prevladovala velika volatilitnost, in sicer med 17 in 90 USD na sod nafte, zaradi česar so manjši trgovci na drobno v ZDA imeli težave z uravnoteženjem denarnih tokov, številni so propadli. Edina možnost zavarovanja so bile kratkoročne standardizirane pogodbe. Podjetje je zaznalo povpraševanje manjših trgovcev po dolgoročni stabilnosti in je začelo ponujati nestandardizirane terminske pogodbe v razponu od pet do deset let ter maržo v višini 5–10 % na prodano enoto s tem, da je podjetje zaradi prevzeta cenovnega tveganja moralo uporabiti strategije hedginga z več kratkoročnimi (po navadi enomesečnimi) standardiziranimi terminskimi pogodbami tako, da je zavarovalo vso vrednost prodane nafte in olja. Kljub zavarovanemu cenovnemu tveganju se podjetje ni izognilo ostalim tveganjem, ki so: likvidnostno, obrestno, operativno, računovodsko tveganje zaradi različne dospelosti pogodb, osnovno tveganje (angl. basis risk), spremembe IFI na trgu in tveganje tržne učinkovitosti oziroma neučinkovitosti. Po propadu hčerinskega podjetja so bili avtorji, ki so raziskovali primer podjetja, dveh splošnih prepričanj. Prvo prepričanje je, da je podjetje prehitro zaključilo s programom hedging tveganja nestandardiziranih terminskih pogodb in da bi bilo treba s hedgingom s standardiziranimi terminskimi pogodbami vztrajati do konca dolgoročnih pogodb s strankami. Drugi so bili prepričanja, da je bil program podjetja primer

špekulacije. Avtor dela je mnenja, da je finančni menedžment zelo podcenil vsa tveganja, v katera se je spustilo podjetje s takšno vrsto hedginga (Saha, 2011).

3.5 Allfirst

Banka je bila del združbe AIB. Struktura menedžmenta tveganj je bila razširjena, deljena na tri glavne pisarne, in sicer pisarno upravljanja zakladniških skladov (angl. »reasury funds management), zakladniških operacij (angl. treasury operations) in upravljanja sredstev, obveznosti in nadzor tveganja (angl. Asset and Liability management and Risk Control – ALM), ki je bila nadalje razdeljena na manjše enote po funkcijah financiranja zakladnice, nadzorovanje obrestnega tveganja, nadzor investicijskega portfelja ter mednarodnega trgovanja. Del funkcije mednarodnega trgovanja je bil John Rusnak, ki je bil vodja trgovanja z valutami. Banka je na dan 5. 2. 2002 naznanila, da je izgubila 691 milijonov dolarjev zaradi nedovoljenih trgovalnih pozicij, ki jih je izvedel vodja oddelka valutnega trgovanja in trgovalec z valutami John Rusnak. Izgube na srečo niso povzročile propada podjetja. Bilo mu je naročeno, da trguje z IFI na področju razmerja med valutami, pri čemer je imel nalogo postavljati stave pri razlikah med različnimi vrstami IFI (tako imenovano arbitražno trgovanje), ki jih bi moral zavarovati s pozicijami na trgu denarja samega. Namesto tega je naredil več stvari drugače od dogovorjenega. Namesto arbitražnega trgovanja je stavil neposredno na premik ene vrste IFI v določeno smer in stavil višje pozicije, kot je prikazal, med drugim je tudi ponaredil IFI in spremenil bančne zapiske glede svojega trgovanja, s čimer je skril izgube. Med leti 1990 in 1995 je imel dobičke in mu je uspelo skriti način trgovanja, vendar se je od leta 1995 naprej spremenil trend njegove pozicije japonskega jena z USD, pri katerem je trgoval enostransko in brez hedginga. Takrat je začel prikazovati navidezno zavarovanje pozicije z IFI in v internem trgovalnem sistemu banke vnesel ponarejeni izpeljani poziciji opcij, vpeljal je lasten sistem beleženja trgovanja in tako skril veliko trgovalnih obveznosti. Sistem trgovanja je pri tem znotraj organizacije zatajil, saj banka ni imela notranjega nadzora ali samodejnega obveščanja nadzornikov ali nadrejenih o avtentičnosti poslov, ki naj bi jih trgovalci izvedli (Simon & Eleftherios, 2020).

V tem primeru je tako težavo predstavljal nekorektni trgovalec, ki je izkrivljal podatke, na katerih so sloneli računovodski izkazi, ki tako niso mogli biti pravilni. Prave informacije sploh niso prišle v knjige in tako ni bilo težav zaradi nepravilnosti, saj je podjetje nepravilno obvladovalo operativno tveganje.

3.6 Razlike med uporabo za hedging in špekuliranje

Hedging in špekuliranje z IFI se razlikujeta v namenu poslovne entitete oziroma kupca, s katerim kupi določen instrument in/ali glede na obstoj tveganj za podjetje. Obstaja več opredelitev terminov, zlasti prihaja do razlik pri pojmovanju obsega termina.

Splošno gledano je razlika med hedgingom in špekuliranjem v tem, ali je podjetje zavarovalo svoja tveganja ali ne, kar vključuje dve različni dejanji. Podjetje lahko investira v IFI, s katerimi se ne zavaruje pred obstoječim tveganjem in tako postane izpostavljeno tveganju ter s tem potencialnim dobičkom in izgubam. Obstajata dve različni prepričanja glede vsebine špekuliranja. Prvič naj bi bilo špekuliranje namensko izpostavljanje tveganjem za potencialni možen dobiček, drugič naj bi termin vključeval tudi vsa spregledana, namenoma nezavarovana ali napačno zavarovana tveganja. V prvem primeru se zavarovanec odpove priložnosti za dobiček v zameno za zavarovanje pred tveganjem, medtem ko se špekulant namenoma izpostavlja tveganju z namenom povečanja dobička. V drugem primeru lahko poslovni subjekt, ki se je želel zavarovati pred tveganjem in je to naredil na napačen način ali obstoječega tveganja ni zavaroval in je tako špekuliral (International Trade Center, 2021).

V primeru podjetja Plava laguna avtor magistrskega dela podjetju predlaga polletno nestandardizirano terminsko pogodbo z banko, kar bi pomenilo, da bi se podjetje zavarovalo pred cenovnim tveganjem za čas najintenzivnejšega prometa z evri. Podjetje bi tako namesto z vsako stranko posebej sklenilo eno pogodbo z banko, ki bi pokrila ves promet in tako pokrila veliko večino tveganja za čas, ko to tveganje obstaja. Primer napačnega upoštevanja časovne komponente dospelosti pogodb je podjetje MGRM, ki je svojim strankam ponujalo dolgoročne nestandardizirane terminske pogodbe. Takrat so na trgu obstajale samo kratkoročne. Neskladje med obema ročnostma pogodb je bilo eden izmed razlogov, zakaj je program propadel (Filipović, 2014; Saha, 2011).

Primer špekulacije je lahko skrit vsem pred očmi, kot so to storili kanadski proizvajalci nafte in zemeljskega plina. Ti so imeli lastna določila, koliko proizvodnje bodo zavarovali, kar je v praksi pomenilo, da so se namesto zavarovanja celotnega tveganja odločili, da bodo zavarovali le del in se s preostalim namenoma izpostavili tržnemu tveganju. To, da so imela podjetja izrecno napisano, koliko naj zavarujejo, vzbuja sum, da so podjetja vedela, kaj delajo in niso zgolj naredila napake pri hedgingu. Čeprav z drugega vidika to pomeni zavarovanje glavne dejavnosti, kar je nasprotno pomenu podjetja (Monroe, 1994; Smistad & Pustynick, 2012).

Izrazitejša obsodba špekuliranja je primer Deutsche bank, ki jo je tajvanska centralna banka obsodila, da je dovolila podjetju špekuliranje na valutnem trgu IFI, s čimer naj bi vplivala na stabilnost tajvanskega valutnega trga (Reuters Staff, 2021).

Podjetje Aracruz Celulose sicer ni špekuliralo, vendar je izgubilo vodilni položaj na trgu in bilo prevzeto zaradi napačne izvedbe hedginga, pri katerem je imelo v nasprotju s špekuliranjem omejene koristi in ne stroškov zavarovanja (Zeidan & Rodrigues, 2013).

Vzorec 720 velikih nefinančnih podjetij pokaže, da imajo podjetja, ki uporabljajo valutne IFI, zaradi tveganj na tujih trgih v povprečju 4,87 % višjo vrednost kot podjetja, ki teh ne uporabljajo. Poleg tega opazimo pozitivno razliko pri podjetjih, ki začnejo uporabljati IFI

za namene hedginga v primerjavi s tistimi, ki ga ne. Podjetja, ki ga opustijo, izgubijo vrednost v primerjavi s tistimi, ki ostanejo zavarovana. Druga raziskava (Tufano, 1996) pokaže, da ima uporaba IFI na daljši rok pri podjetjih, ki se ukvarjajo z izkopavanjem zlata, pozitiven učinek na denarne tokove in na vrednost podjetja (Allayannis & Weston, 2001).

Špekuliranje se tako lahko razlikuje od hedginga po namenu transakcij, na primer z namenskimi ugibanjem o ceni na trgu v prihodnosti s strani podjetja ali posameznika v podjetju. Podjetje lahko izvede neupravičeno transakcijo na trgu tudi namenoma z nepravilnim izvajanjem hedginga.

4 IZVEDENI FINANČNI INSTRUMENTI IN KRIZE

Izveden je bil intervju z mag. Ružo Sušnik, ki ima izkušnje s področja revizije, računovodstva in financ iz večjih mednarodnih podjetij. Pred začetkom lastne podjetniške poti je delovala pri podjetju Deloitte. V intervjuju so me zanimali IFI v času krize, povezanost med dejavnostjo podjetja in njihovo uporabo ter špekuliranje in prikrivanje tega. Vprašanja intervjuja so v Prilogi 1.

Podjetja niso imela veliko izkušenj z IFI, večina podjetij jih je uporabljala za zavarovanje. Z IFI so se zavarovala tista, v katerih so imeli posamezniki strokovna znanja s tega področja. Po ocenah in opažanjih podjetja niso zavestno, z namenom iskanja dobička, špekulirala na teh trgih.

Pomemben vpogled je, da se špekuliranje ni prikrivalo, saj po tem ni bilo potrebe. Špekuliranje je bilo zelo redko, pojavljalo se je pri posameznikih v podjetjih, ki so imeli malo ali veliko izkušenj na tem področju ter zaupanje podjetja. Večinoma vodstva niso vedela, kakšni bodo končni rezultati oziroma cene teh instrumentov. Ti posamezniki so nato poleg zavarovanja tveganj izvedli še posle, pri čemer podjetje ni imelo nasprotnih pozicij oziroma ni imelo tveganja potrebnega zavarovanja. Navedeni primer se navezuje na zunanje svetovalca, ki je vlagal v IFI valut, ki jim podjetje ni bilo izpostavljeno.

Tudi Hull (2015) opiše primer prehoda iz hedginga v špekuliranje, začevši s hedgingom, za kar podjetje najame trgovca. Menedžment podjetja mu vedno bolj zaupa in pušča proste roke, ta pa začne predvidevati premike na trgu. Tako ustvarja nezavarovane pozicije in na koncu ustvari izgubo. Da bi jo pokrili, špekulira vse več, kar vodi v vedno večje izgube (Hull, 2015).

Ekonomska kriza naj ne bi spremenila uporabe IFI pri nefinančnih podjetjih. Bistveni naj bi bili rezultati prvih investicij v te instrumente. Če so bili učinki pozitivni, so jih uporabljali še naprej, v nasprotnem primeru so jih prenehali uporabljati.

Med vrsto dejavnosti podjetja (storitveno, proizvodno, finančno) in uporabo IFI ni bilo vidne povezave. Ta se je pojavila ob pojavu tveganja. Prekrivanje je bilo na primerih mogoče opaziti, stalnica sta bila obstoj obveznosti ali sredstev v tuji valuti in tveganja različnih oblik. Podjetje v storitveni dejavnosti ima na primer zavarovanje valutnega tveganja v primeru, da prodaja storitve v tuji valuti in jo menja v domačo. Proizvodno podjetje na primer plačuje nakup surovin, ki jih uvozi v tuji valuti. Obstajala je povezanosti med zadolženostjo podjetja in uporabo obrestnih IFI. Podjetja, ki so imela zavarovane devizne tečaje, so imela pogosto zavarovano tudi cenovno tveganje (9 od 27 preučevanih podjetij) (Sušnik, 2016).

Špekuliranje predstavlja stavljenje na trgu glede prihodnjih cen ali razmerij na trgu brez zavarovanja stave (Hull, 2015). Skozi zgodovino se pri cenovnih balonih pojavijo trije skupni dejavniki. Prvi je likvidnost kapitala skupaj s plačilnimi razlikami med regijami in državami, natančneje primanjkljaj v plačilni bilanci nekaterih držav, ki jih nato financirajo druge države s presežkom. To je spodbudilo hitro rast finančne dejavnosti – države s presežkom so nato kupovale finančna sredstva, ki so se nakopičila. Dospetju teh je sledilo več ciklov »boom and bust« v zadnjih tridesetih letih 20. stoletja. Drugi dejavnik špekulativnih balonov je hitra rast kreditov, ki privede do nevzdržnega razmerja dolga proti kapitalu, s katerim entiteta ali posameznik financira svoja sredstva. Tretji dejavnik nastanka balona so finančne inovacije, s katerimi želijo banke in druge entitete zaobiti državne omejitve, sem spadajo IFI. S tem želijo zvišati potencialne dobičke, kar privede do zvišanega tveganja. Ta dejavnik je v krizi leta 2008 pomembno vplival na hitro rast kreditov (Carmassi, Gros & Micossi, 2009).

Borzni zlom leta 1987 je imel dva dela. Pred zlomom je od prvega dneva v letu do 12.10.1987 v dobrih devetih mesecih vrednost delnic na različnih trgih narasla za od približno 34-39 %. V tednu, začeni z 12. 10. 1987, se je zaradi več razlogov do konca tedna znižalo povprečje vrednosti delnic na trgu za približno 30%. Med razlogi so bili večji trgovinski primanjkljaj, kot je bil pričakovan, uzakonjeno zvišanje stroškov prevzema podjetij, ugibanja o znižanju vrednosti dolarja proti nemški marki in ocene upravljalcev skladov, ki so delovali na trgih, da so vrednosti na tem precenjene. Resnični zlom se je zgodil na tako imenovani »Black Monday«, ko so različni trgi po svetu izgubili vse od 20 % do 45,8 % vrednosti delnic. Norris (2012) meni, da je najverjetnejši razlog za strm padec vrednosti delnic zavarovanje portfelja delnic akterjev na trgu z IFI, ki naj bi bili tudi razlog za rast vrednosti delnic od prvega dneva v letu do 12. 10. 1987. Zaradi zavarovanja z IFI, ki se je v letu 1987 povišalo za 400 % zavarovanih sredstev, so bili upravitelji skladov pripravljene investirati več denarja v delnice, saj so imeli ob potencialno višjih investicijah in s tem dobičkih enako stopnjo tveganja ali so znižali tveganje sklada in obdržali pričakovane dobičke. Tako je bilo več investiranja v delnice na trgu, zaradi česar so čez leto cene rastle. Skozi teden od 12.10. do 18.10.1987 so programski modeli zavarovalcev investicijskih portfolijev predlagali vedno večje prodaje, celo večje od denarnih rezerv investicijskih skladov. Tako je ob odprtju trgov ves pritisk na trg navzdol prišel na tako

imenovani »Black Monday«, 19. 12. 1987, ko je prišlo do zloma. Na trgu standardiziranih terminskih pogodb so na Črni ponedeljek in naslednji dan transakcije z namenom hedginga portfeljev predstavljale 40 % vseh transakcij, kar potrjuje dejstvo, da se brez aktivnega hedginga z IFI zlom ne bi zgodil (Baigent & Massaro, 2005; Gunningham, 1990; Lindsey, Pecora, 1998; Norris, 2012; Schaede, 1991; Sornette, 2003).

Tako je najverjetneje uporaba IFI, za sicer pravilni namen znižanja tveganja, ustvarila pogoje za borzni zlom.

V devetdesetih letih prejšnjega stoletja se je nadaljeval trend globalizacije iz osemdesetih let v obliki liberalizacije mednarodne trgovine s sporazumom GATT in Mednarodno trgovinsko organizacijo, liberalizacije mednarodne proizvodnje multinacionalnih podjetij ter sprostitev finančnih in mednarodnih finančnih trgov. V tem obdobju je bilo več finančnih kriz, ki so jih občutila gospodarstva po svetu. Veliko kriz je bilo v razvijajočem se svetu, ki naj bi ga IFI izpostavili presenetljivim tveganjem in povzročili visoko stopnjo finančne nestabilnosti. Na splošno naj bi bil njihov vpliv podcenjen. Liberalizacija je odprla voljnim razvijajočim državam vrata za tuj kapital, s katerim so razvile proizvodne obrate prej omenjenih multinacionalnih podjetij. Poleg tega so se pojavili novi, bolj volatilni kapitalski tokovi za delnice, obveznice in vzporedne transakcije, med katere spadajo IFI. V tem obdobju je opaziti rast uporabe IFI v razvijajočih se državah z intenzivnejšo rastjo od sredine leta 1992 naprej. Uporaba IFI je rasla tudi po svetu. V razvijajočih se državah so rasli kratkoročni prilivi zavarovanj obrestnih in valutnih tveganj dokaj enakomerno, medtem ko so leta 1997 začeli rasti eksponentno, sočasno s pojavom azijske finančne krize. V razvijajočem se svetu so bili IFI novi instrumenti za države in investitorje. Uporabljeni so bili za špekuliranje in izogibanje predpisom. Poleg domačih akterjev so bili velik, po ocenah nekaterih celo največji dejavnik v krizah tuji skladi tveganega kapitala. Domače valute so bile navadno vezane ali fiksirane na tuje valute. Kljub temu so skladi tveganega kapitala z uporabo IFI pri lokalnih bankah stavili, da se bo vrednost lokalne valute znižala, kar je ustvarilo odlive domače valute. Da bi ohranile določeno vrednost valute, so morale nacionalne banke le-to postaviti za pariteto. Zaostriili so denarno politiko in s tem zvišali obrestno mero, kar je na račun ohranitve vrednosti valute pomenilo porast brezposelnosti in nižjo stopnjo gospodarske rasti. Na tak način naj bi skladi tveganega kapitala ustvarili tako imenovano samo izpolnjujočo krizo (angl. self fulfilling crisis) v časih negotovosti ali zrušili valutno razmerje v državi, kjer je bilo le-to nevzdržno. IFI ne izničijo tveganja, ampak ga prenesejo na nekoga drugega (IMF, 1994). V tem primeru na razvijajoče države, kjer so finančni trgi bili šibki in slabo regulirani. Neustrezno obvladovanje tveganj je privedlo do finančnih kriz, primer česar so mehiška kriza leta 1994, azijske finančne krize in ruske finančne krize leta 1998 (Ayca, 2007; IMF, 1994).

Grško dolžniško krizo je sprožila globalna finančna kriza leta 2008. Po Maastrichtski pogodbi države podpisnice ne smejo preseči mej proračunskega primanjkljaja 3 %, medtem ko državni dolg ne sme preseči 60 %. Grčija je skupaj s številnimi drugimi

evropskimi državami v letih med in po krizi preseгла mejo 3 % in imela pet let zapored ogromen primanjkljaj v državnem proračunu, in sicer med 15,1 % leta 2009 do najnižje stopnje 9,1 % leta 2012. Tudi pred obdobjem finančne krize leta 2008 Grčiji ni uspelo obdržati državnega dolga pod 60 % BDP, nihal je od 101,5 % do 107,4 % BDP. Zaradi prej omenjenega proračunskega primanjkljaja je nato, začevši z leti 2008 in 2009, državni dolg narasel vse do 180,2 % leta 2014 in nato stagniral. Zaradi kroničnih težav z dolgom je Grčija z namenom skrivanja prave vrednosti svojega primanjkljaja in dolga že leta 2001 sklenila pogodbo z ameriškim podjetjem Goldman Sachs za IFI zamenjavo (angl. swap) dolga v evrih v dolg v japonskem jenu (JPY), USD in švicarskih frankih (CHF). S temi zamenjavami je država leta 2001 skrila približno 2,4 milijarde evrov dolga, ki se je po več obiskih evropskega Eurostata izkazal kot dolg tržne vrednosti 5,4 milijarde evrov zaradi sprememb v tržni vrednosti in sprememb v pogodbi ter s tem dodatnimi izposojenimi sredstvi. V tem primeru sicer IFI niso pripomogli h krizi, a so pomagali skriti dolg v višini 2,3 % BDP (Balzli, 2010; Eurostat, 2010; Eurostat, 2022).

V naslednjih podpoglavjih so predstavljene vloge finančnih in nefinančnih podjetij v času finančne krize leta 2008.

4.1 Izvedeni finančni instrumenti in finančna kriza leta 2008

Finančno krizo zaznamujejo visoka tveganja. V podpoglavju je predstavljeno ravnanje finančnih podjetij z IFI v času finančne krize leta 2008. Predstavljena je vloga v času pred in v krizi.

Povečana uporaba IFI v holdingih je sorazmerno povezana s povečanim obrestnim, tržnim, valutnim in kreditnim tveganjem ter velikostjo podjetja. Poleg tega se ob povečanju tveganja poveča tudi trgovanje z IFI (Li, 2015).

Finančna kriza je imela v bistvu problem dolžniške krize. Hipoteke nepremičnin so lastnice, banke v ZDA, z lastninjenjem spremenile v IFI in prodale drugim bankam in skladom v ZDA ter po svetu. IFI so bili v največji meri v obliki t. i. dolžniške obveznosti z zavarovanjem (angl. collateralised debt obligation, v nadaljevanju CDO). Začetni vzrok krize naj bi bila deregulacija, ki je v prvi vrsti sploh dovolila bankam, da se ukvarjajo s poslom trgovanja z IFI, s katerim so se prej ukvarjali izključno skladi tveganega kapitala (angl. hedge funds). To jim je dovolilo poleg prodaje tudi nakup CDO in kot utež novemu tveganju tudi nakup zaščite v primeru neplačila, imenovane credit default swap (v nadaljevanju CDS) pri zavarovalnicah. Tako so investitorji (banke, skladi ipd.) bili bolj pripravljeni kupiti in prodati CDO ter ostale IFI, vezane na nepremičninska posojila. Banke so s prodajo nepremičninskih posojil zaslužile več kot z obrestmi od posojil, dana posojila so tako bila brez tveganja za banke in sklade. Tako je bila ustvarjena spodbuda bank za kreditiranje podrazrednih hipotek, ki so do konca leta 2007 predstavljale 14 % vseh hipotek. Od leta 2004 do leta 2006 je Zvezna banka (FED) dvignila obrestno mero z začetnega 1 % leta 2003 na 2,25 % v letu 2004 ter do končnih 5,25 % v letu 2006. Poleg

tega so zaradi povišanih cen ponudniki nepremičnin dohiteli povpraševanje, nakar so se začele cene nižati. S tema dvema dejavnikoma tako številni, ki so dobili podrazredno hipoteko, te niso bili zmožni odplačati ali prodati za zadostno ceno, da bi odplačali hipoteko. Tako je počil balon napihnjenih cen nepremičnin, za tem je začel padati finančni sistem, vpet v obveznosti CDO. Najprej je tako nastala bančna kriza leta 2007, ki se je s povezanostjo prek CDO in drugih IFI razširila na finančne trge ZDA in po svetu. Verižno so začele finančne institucije zahtevati denar druga od druge. Na koncu je breme padlo na različne banke investitorice in zavarovalnice. Državna banka v ZDA (FED) in druge nacionalne banke po svetu so tako za ohranjanje zaupanja državljanov v finančni sistem rešile banke in ostale institucije z reševalnimi paketi. Na primer, zaupanje v bančni sistem v Nemčiji je že tako bilo zelo šibko. Tako so, v strahu pred izgubo še obstoječega zaupanja v bančni sistem, država oziroma njene in zasebne entitete marca 2008 že načrtovale tretji bailout za posojilnico IKB. Ob kreditnem krču se je finančna kriza prenesla na vse ostale sektorje zaradi nižjega posojanja s strani bank in tako sprožila ekonomsko krizo, ki jo je dodatno potenciralo še zmanjšanje zaupanja potrošnikov in podjetij. IFI so tako bili sredstvo za prenašanje tveganja iz bank, ki so v prvi vrsti dajala posojila za nepremičnine s hipoteko (Amadeo, 2022a; Dolmetsch, 2008; IMF, 2009).

4.2 Izvedeni finančni instrumenti in poslovna podjetja v krizi leta 2008

V ZDA sta kot edini nefinančni podjetji bailout prejeli dve podjetji v avtomobilski industriji, in sicer Chrysler in General Motors. Avtomobilska industrija je bila na splošno najbolj prizadeta. Poleg proizvajalcev v ZDA so pomoč prek davčnih olajšav in subvencij staro za novo dobili proizvajalci avtomobilov v osmih državah Evrope, med drugim tudi sosednji Avstrija in Italija. Posebnim shemam delitve subvencij (staro za novo) so sledili tudi na Japonskem (Brank, 2010; ProPublica, 2021).

Tako nefinančna podjetja niso dobila državne pomoči zaradi izgube denarja s špekuliranjem s CDO, ampak da se v državi obdrži industrija, ki je zaposlovala veliko ljudi in tako bila velikega pomena za BDP. Kljub temu je obstajalo in obstaja špekuliranje z IFI pri nefinančnih podjetjih. Države so pomagale podjetjem tudi na drugačne načine, ki so razloženi v prihodnjih odstavkih.

Analiza nefinančnih podjetij v letu 2007 je ugotovila, da je od 186 podjetij, ki uporabljajo IFI za zavarovanje pred valutnimi ali/in obrestnimi tveganji, 102 takšnih, ki ne špekulirajo, 61 takšnih, ki redko, in 13 takšnih, ki pogosto špekulirajo. To špekuliranje ni bilo vzrok za krizo, vendar je pri 11 podjetjih, ki so ali špekulirala ali se nepravilno zavarovala pred tveganjem, povzročilo velike izgube v prvem dnevu krize in naslednjem letu. Kot možen razlog takšnih velikih izgub avtor navaja navadne izgube zaradi zavarovanja (večinoma valutnega tveganja) z IFI, ki jih ni v računovodskem poročilu, medtem ko so valutne izgube pri trgovanju oziroma poslovanju s tujino jasno vidne in razkrite. Vendar je vseeno prišlo do stečajev podjetij, strmega padca delnic in tožb s strani bank posrednic z IFI.

Vlade Brazilije, Indije in Kitajske so v tem času spremenile računovodska pravila. Kitajska vlada oziroma njena agencija za upravljanje z državnim premoženjem (State-owned Assets Supervision and Administration Commission) je tisti čas pomagala nacionaliziranim podjetjem izogniti se pogodbam z mednarodnimi bankami. Tako je po mnenju avtorja verjetnejša razlaga, da so podjetja zavestno špekulirala z IFI ali/in da so naredila napake pri hedgingu z IFI, medtem ko so jih vlade na več načinov želele obvarovati obveznosti do tujih bank (Zeidan, 2014).

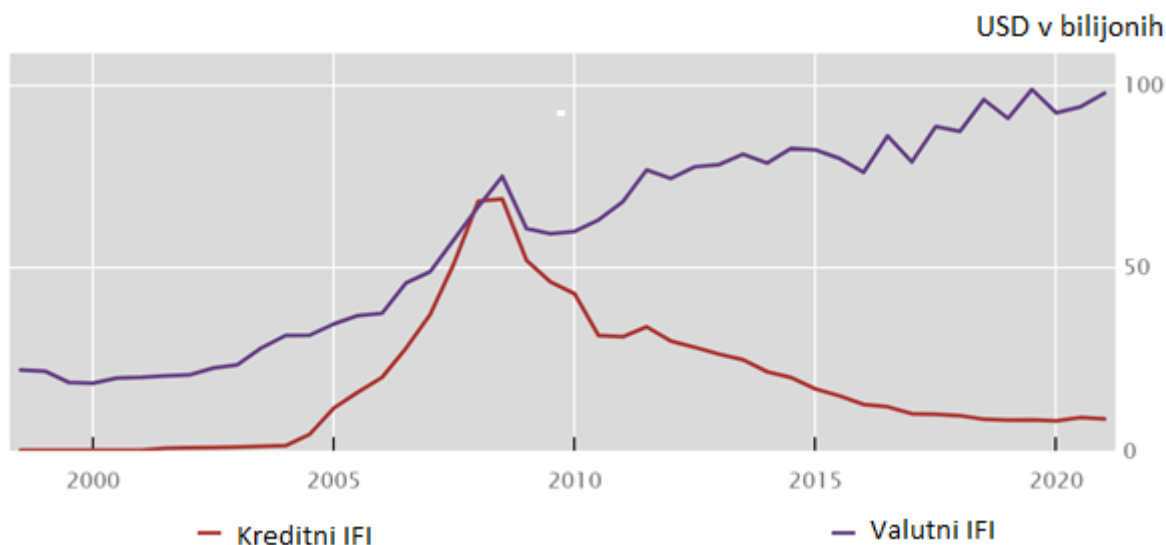
Anketa nefinančnih podjetij v Združenem Kraljestvu pokaže, da je več uporabe IFI med večjimi podjetji. Obstaja večja možnost, da bodo IFI uporabljala javna podjetja kot podjetja v zasebni lasti. Uporaba IFI je večja pri internacionalnih podjetjih. Raziskava (El-Masry, 2003) ugotovi, da podjetja kot razlog neuporabe IFI najpogosteje navedejo standarde finančnega poročanja (angl. Financial Accounting Standards Board ali FASB) in strah, da bi stroški upravljanja z IFI preseгли koristi. Rezultati ankete pokažejo še, da sta najpogostejša vzroka za uporabo IFI zavarovanje valutnega tveganja in zavarovanje valutnega tveganja. Obstaja možnost, da je najpomembnejši razlog obvladovanje volatilnosti denarnih tokov (El-Masry, 2003).

V več razvijajočih se državah so posamezna podjetja poročala o ogromnih izgubah ob devalvaciji domačih valut, ki so bile pripisane špekuliranju z IFI. Raziskava (Rossi Jr, 2012) brazilskih podjetij je bila narejena na temelju računovodskih izkazov nefinančnih podjetij, ki so trgovala na borzi od leta 2007 do leta 2009, in ugotovila, da je precejšnji del podjetij špekuliral z IFI v tem času (nad 20 %). Podjetja so s prepričanjem v to, da imajo boljše informacije od trga in s tem na njem prednost, skupno s procesom apreciacije domače valute z IFI, poskušala ustvariti dobiček. Raziskava prepozna dve vrsti špekulantov, in sicer podjetja izvoznike, ki so povečale zavarovanje za že prej obstoječa valutna tveganja, in podjetja uvoznice, ki so stavila nasprotno z obstoječim tveganjem v podjetju (Rossi Jr, 2012).

4.3 Trend po finančni krizi leta 2008

V poglavju je predstavljen trend uporabe IFI po finančno-ekonomski krizi leta 2008. Banka za mednarodne poravnave (Bank for International Settlements – BIS) zbira podatke iz borz in jih agregira. Na sliki 1 je prikazano gibanje trgovanja z IFI v USD za kreditne in valutne IFI, pri čemer je moč opaziti, da se s sprejetjem akta »Commodities Futures Modernization Act« (CFMA) začne zviševati količina denarja v kreditnih in valutnih IFI, z eksponentno rastjo kreditnih od leta 2004 naprej. Krivulji gibanja količine trgovanja dosežeta vrh leta 2008 s finančno krizo. Medtem ko je uporaba kreditnih IFI v trendu padanja, se trgovanje z valutnimi IFI od krize le nekoliko upočasni do konca leta 2009, ko začne količina spet enakomerno naraščati (BIS, 2022).

Slika 1: Mere izbranih centralnih bank



Prirjeno po BIS (brez datuma).

Glede na ankete s posamezniki, zaposlenimi v bankah, je bila ocena različnih bank leta 2012, da je približno 8 % vseh transakcij finančnih instrumentov uporabljenih za namene špekuliranja. Z dodanim faktorjem kapitala bank avtor ugotavlja, da si pravne osebe za namen špekuliranja s finančnimi instrumenti raje izbirajo večje banke, na kar verjetno vpliva tudi večji nabor različnih instrumentov, med katerimi lahko podjetja izberejo. Kljub temu avtor sklepa, da poslovni subjekti večinoma uporabljajo finančne instrumente za zavarovanja pred tveganji, zlasti pred valutnimi tveganji. Večina uporabljenih IFI je v obliki terminskih poslov, ki obsegajo 50 %, tem sledijo valutne zamenjave v velikosti 36 % prometa s finančnimi instrumenti, medtem ko posli z ostalimi IFI obsegajo manj kot 5 % trga. Z združenima oceno bank, da se je uporaba IFI znižala, in z znižanjem prometa s tujino za višji odstotek avtor sklepa, da se je povpraševanje po valutnem zavarovanju dvignilo. Raziskave Berk Skok (2006) in Berk Skok, Lončarski in Skočir (2012) so ugotovile, da se slovenska podjetja najpogosteje zavarujejo pred tveganji spremembe valutnih razmerij (Šorli, 2012).

4.4 Regulacija izvedenih finančnih instrumentov

Stout (2011) v članku za Harvard Business Law Review argumentira, da vzrok krize v osnovi niso bili trgi sami, ampak sprememba zakona CFMA leta 2000, ki je odprl vrata špekulativnemu trgovanju z IFI. Krizo naj bi med drugimi predvidel že avtor zakona sam. Sprememba je dovolila uporabo IFI za druge namene kot samo za hedging, omejitve katerega so se sproščale že v osemdesetih in devetdesetih letih 20. stoletja. Ob pojavu krize so ZDA sprejele t. i. »Dodd-Frank Act«, ki je sicer zelo omejil špekuliranje, vendar je pustil nekaj možnih izjem, ki bi lahko omejile učinkovitost zakona (Stout, 2011).

Stout (2009) omenja, da so bili IFI pred letom 2000 po tako imenovanem »common law« omejeni na hedging. Ostale transakcije, ki za seboj niso imele obvladovanja tveganja, so bile pravno neizvršljive stave, kar, kot avtorica kasneje razloži, IFI tudi v osnovi so, le uporabijo se lahko tudi za namen obvladovanja tveganja ali špekuliranje. S špekuliranjem namesto zmanjšanja tveganja podjetja in banke zvišujejo svoje tveganje. Avtorica regulatorjem predlaga, da izvršijo to, kar je že bilo v anglosaškem »common law«, in še bolj omejijo trgovanje z IFI, posebej s tako imenovanimi »over the counter derivatives« (v nadaljevanju OTC) ali »IFI čez pult« (Stout, 2009).

EU je v odzivu na krizo leta 2008 sprejela Evropsko ureditev tržne infrastrukture (angl. European market infrastructure regulation, v nadaljevanju EMIR), katere cilji so omejiti kreditno tveganje, znižati tveganje operacijskih napak in povečati preglednost na OTC trgih IFI. Standardi na temelju EMIR obvezujejo subjekte k poročanju o poslih z IFI repozitorijem, obveznostim kliringa standardiziranih OTC IFI (obveznost posrednika pri prenosu sredstev), hranjenju podatkov o sklenjenih poslih in ostalim zahtevam. Po pregledu leta 2019 je Evropska komisija dodala obvezo poročanja trgovanja nefinančnih podjetij. Podjetja sicer ne sledijo pravilom v celoti, a je skladnost s pravili kljub temu visoka (Banka Slovenije, 2017; Charles, 2021).

Implementirana pravila so znižala tveganje neizpolnitve obveznosti subjekta, ki je stavljal na trgu. Pred tem ni bilo transparentnosti in centraliziranosti na trgu, kar je pri akterjih povzročalo negotovost. Za podjetja ni bilo zahteve po zavarovanju s sredstvi, kar je omogočilo več špekuliranja na trgu, kot je bilo za akterja sprejemljivo glede na njegov kapital, in pomenilo za nasprotno stran visoko kreditno tveganje. Dodd-Frank Act je tudi v ZDA uvedel kliring za določene skupine IFI. Podatki kažejo, da se je višina IFI, ki so šli skozi proces kliringa, zvišala s 56,5 trilijona USD v prvi polovici leta 2015 na 131,1 trilijonov v prvi polovici leta 2020, od česar je velika večina IFI obvezanih za kliring (ISDA, 2021).

4.5 Uporaba IFI v pandemiji koronavirusne bolezni covid-19

Recesija covid-19 se je začela z borznim zlomom, ki je trajal od 20. 2. 2020 do 7. 4. 2020, z večjimi padci indeksov 9. 3., 12. 3. in 16. 3. istega leta. Recesija je prizadela nekatere sektorje gospodarstva bolj kot druge. Države so s pomočjo v obliki povišanih prejemkov za nezaposlenost, neposredno pomočjo sektorjem in davkoplačevalcem počasi, a neenakomerno gospodarsko okrevale, s tem, da se je nezaposlenost stabilizirala šele v tekočem letu (Amadeo, 2022b).

Podatki banke BIS kažejo, da se je v letu 2020 povečala uporaba tako kreditnih kot valutnih IFI glede na leto 2019 in leto 2018, pri valutnih IFI tudi glede na prejšnja leta. Poleg tega se je povečala tudi njihova vrednost na trgu, in sicer za 300 milijard USD na 15,8 trilijona USD v drugi polovici leta 2020. Največji delež transakcij so predstavljali valutni IFI, med katerimi so med pari valut 80 % vrednosti transakcij imeli tisti z USD,

katerega depreciacija je bila vzrok za porast zavarovanja in s tem za povečanje celotne vrednosti IFI (BIS, 2022).

Zaradi krize so bili akterji na trgih IFI primorani narediti obsežen pregled vseh pogojev in pogodb s pomembnejšimi nasprotnimi strankami. Nekaj držav z nastajajočimi trgi je prehitro odprlo svoje trge IFI z namenom tekmovanja s konkurenčnimi trgi, kljub temu, da niso bili pripravljeni in dovolj razviti glede na količino trgovanja in velikost trga. Poleg tega je nekaj razvijajočih se držav odprlo trge, ki niso bili dovolj likvidni in učinkoviti ter so vsebovali luknje, ki dovoljujejo manipulacije, zlorabe in ostala nekorektna ravnanja na trgu (Egade Ideas, 2021).

Od začetka leta 2020 se trgi IFI spopadajo s povečano volatilnostjo in količino trgovanja ter ekstremno nestabilnostjo trga IFI. Kriza je prisilila udeležence na trgu k težkim kompromisom glede pogojev delovanja. V času pandemije se je zelo povečal pritisk na finančne trge. Zapletenost pandemije in njene ekonomske posledice so povzročili veliko sprememb, nestabilnosti in nepredvidljivosti na trgih (Afrina, Haque Beg, Mohammad Zayed, Shakib Hossain & Khan Shahi, 2020).

V raziskavi (Greenwich Associates, 2020) je 172 udeležencev na trgu IFI podalo odgovore glede prakse na trgu, kar je pomagalo pri raziskovanju razlogov za nelikvidnost različnih trgov IFI po svetu in glede učinkov posega države na trg. Kljub pritiskom nanje (zaradi sprememb po finančni krizi leta 2008) delovanje (infrastrukture) trgov ni bilo vzrok težav na trgu. Nelikvidnost je bila opažena na valutnih trgih in trgih menjave obrestnih mer (swap interest rate). Razlog za volatilnost so bila pričakovanja glede ekonomskega učinka odziva na krizo, prisilna zaprtja podjetij in (negativna) kreditna sposobnost podjetij. Zaradi potrebe po denarju za pokrivanje stroškov so akterji na trgu začeli prodajati obveznice in kupovati USD; medtem se je (po opažanjih akterjev) na trgih menjave obrestnih mer zmanjšala sprememba tveganja, ki so ga prevzele banke, ki niso več toliko trgovale z IFI, ampak so bolj investirale v dejavnosti z nizkim tveganjem in prihodki. Posebej velike težave z likvidnostjo so imeli tudi trgi CSD (credit default swap). Po intervenciji držav in nacionalnih bank (posebej po intervenciji FED-a v ZDA) je več kot 50 % anketiranih akterjev na trgu zaznalo izboljšano likvidnost (Greenwich Associates, 2020).

SKLEP

V zaključni nalogi obravnavam izvedene finančne instrumente, namene njihove uporabe v podjetjih in finančnih institucijah, razlike med uporabo za zavarovanje in špekuliranje, njihovo vlogo v gospodarskih in finančnih krizah s poudarkom na krizi leta 2008 in pandemiji koronavirusne bolezni covid-19 ter, ali so bili izvedeni finančni instrumenti vzrok kriz. Tako podjetja kot finančne institucije uporabljajo izvedene finančne instrumente za zavarovanje pred tveganji. Trgovska in proizvodna podjetja so bolj izpostavljena tržnim tveganjem in podjetja, ki veliko trgujejo s podjetji v tujini, imajo bolj prisotno valutno tveganje, proti kateremu se pogosto zavarujejo. Finančne institucije, med

katere spadajo banke, v glavnem skrbi kreditno, tržno, operativno in likvidnostno tveganje. Ta tveganja vključujejo spremembe obrestne mere, tečaja valut in neplačilo danega kredita.

Obstaja več mišljenj glede tega, kaj se šteje za špekulacijo in kaj ne, kaj vse obsega kateri termin. Nekje je špekuliranje odvisno od tega, s kakšnim namenom je poslovni subjekt kupil izvedeni finančni instrument. Po drugi miselnosti in glede na prakse nekaterih sodišč lahko podjetja uporabljajo IFI izključno za zavarovanje oziroma t. i. hedging pred tveganji, ki že obstajajo pri poslovanju podjetja, kjer se vsaka transakcija z izvedenimi finančnimi instrumenti, ki ne pokriva določenega tveganja, šteje za špekuliranje.

IFI so finančne inovacije in so skozi zgodovino imeli vlogo pri nastanku cenovnih balonov, ob poku katerih se lahko zgodi finančno-ekonomska kriza, kot se je zgodila leta 2008. IFI so pri tem v pomoč pri prenosu tveganja, vendar niso pogosto razlog za nastanek balona. Pogosteje je razlog za nastanek cenovnega balona obstoj drugih dveh tveganj, in sicer likvidnosti kapitala v kombinaciji s plačilnimi razlikami med državami ter hitre rasti kreditov. Špekuliranje se tako razlikuje od hedginga po namenu transakcij, na primer z napovedovanjem cene v prihodnosti s strani podjetja ali posameznika v podjetju ali podjetje izvede nezavarovano transakcijo na trgu IFI tudi namenoma z nepravilnim izvajanjem hedginga.

LITERATURA IN VIRI

1. Afrina, T., Haque Beg, T., Mohammad Zayed, N., Shakib Hossain, M. & Khan Shahi, S. (2020). An Analysis of the Effects of Corona Virus (COVID-19) on International Financial Derivatives Market, 2020. *Indian Journal of Finance and Banking*, 4(2), 96-97.
2. Allayannis, G. & Weston, J. P. (2001). The Use of Foreign Currency Derivatives and Firm Market Value. *The Review of Financial Studies Spring*, 14(1), 243–276.
3. Amadeo, K. (2022a, 17. januar). Causes of the 2008 Global Financial Crisis. *The balance*. Pridobljeno 5. maja 2022 iz <https://www.thebalance.com/what-caused-2008-global-financial-crisis-3306176>
4. Amadeo, K. (2022b, 4. maj). How Does the 2020 Stock Market Crash Compare With Others?. *The balance*. Pridobljeno 1. junija 2022 iz <https://www.thebalance.com/fundamentals-of-the-2020-market-crash-4799950>
5. Ayca, S. H. (2007). *Financial Stability and Financial Crises: The Role of Derivative Instruments in International Financial Crises*. Pridobljeno 28. aprila 2022 iz https://www.boeckler.de/pdf/v_2007_10_26_sarialioglu-hayali.pdf
6. Baigent, G. G. & Massaro, V. G. (2005). *Derivatives and the 1987 market crash*. Brookville, New York: College of Management.
7. ProPublica. (2022, 13. maj). *Bailout Recipients*. Pridobljeno 1. junija 2022 iz <https://projects.propublica.org/bailout/list>

8. Balzli, V. B. (2010, 8. februar). *How Goldman Sachs Helped Greece to Mask its True Debt*. Pridobljeno 28. aprila 2022 iz <https://www.spiegel.de/international/europe/greek-debt-crisis-how-goldman-sachs-helped-greece-to-mask-its-true-debt-a-676634.html>
9. Banka Slovenije. (2017). *EMIR*. Pridobljeno 1. junija 2022 iz <https://www.bsi.si/financna-stabilnost/nadzor-bancnega-sistema/emir>
10. Berk Skok, A. (2006). *The Use of Derivatives in Slovenian Non-Financial Firms: Is Financial Risk Already Well Managed?* (Delovni zvezki). Ljubljana: Raziskovalni center Ekonomske fakultete.
11. Berk Skok, A., Lončarski, I. & Skočir, M. (2012). *The evolution of the use of derivatives in Slovenian non-financial companies*. Bingley: Emerald Group Publishing.
12. BIS. (2022, 12. maj). *OTC derivatives statistics at end-December 2021*. Pridobljeno 1. junija 2022 iz https://www.bis.org/publ/otc_hy2205.htm
13. BIS. (brez datuma). *Global OTC derivatives market*. Pridobljeno 5. maja 2022 iz <https://stats.bis.org/statx/srs/table/d5.1>
14. Brank, N. (2010, 1. januar). Finančna kriza 2009: Leto globoke recesije in preobrata h okrevanju. *Dnevnik*. Pridobljeno 15. aprila 2022 iz <https://www.dnevnik.si/1042325669>
15. Carmassi, J., Gros, D. & Micossi, S. (2009). The Global Financial Crisis: Causes and Cures. *JCMS: Journal of Common Market Studies*, 47(5), 977–996.
16. Charles, F. G. (2021). Have EU derivative reforms since the 2008 financial crisis been designed effectively?. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 29(5), 256.
17. Constantinides, G. M. (2015). *Futures, Forwards, Swaps, Options, Corporate Securities, and Credit Defaults Swaps*. Chicago: University of Chicago Booth School of Business.
18. Dhir, R. (2021, 22. januar). Forward Contract. *Investopedia*. Pridobljeno 5. maja 2022 iz <https://www.investopedia.com/terms/f/forwardcontract.asp>
19. Dolmetsch, C. (2008, 13. oktober). Bloomberg. *Subprime Collapse to Global Financial Meltdown: Timeline*. Pridobljeno 15. aprila 2022 iz <https://www.bloomberg.com/news/articles/2008-10-13/subprime-collapse-to-global-financial-meltdown-timeline#xj4y7vzkg>
20. Egade Ideas. (2021, 1. junij). *Financial Derivatives During the Covid-19 Health Crisis*, Pridobljeno 5. maja 2022 iz <https://egade.tec.mx/en/egade-ideas/research/financial-derivatives-during-covid-19-health-crisis>
21. El-Masry, A. A. (2003). *A Survey of Derivatives use by UK Nonfinancial Companies*. Manchester: Manchester Business School.
22. ESMA. (2021). *EU Derivatives Markets*. Pridobljeno 13. julija iz https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-2001_emir_asr_derivatives_2021.pdf
23. EUR.Lex. (2008, 29. november). MSRP. Pridobljeno 15. aprila 2022 iz <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02008R1126-20210101&qid=1408602215971>

24. Eurostat. (2010). *Greece 2010 methodological visits report*. 29. maja 2022 iz <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/1015035/3991231//Greece-2010-methodological-visits-report.pdf>
25. Eurostat. (2022). *General government gross debt*. Pridobljeno 29. maja 2022 iz https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/sdg_17_40/default/table?lang=en
26. Filipović, I. (2014). *Analiza in obvladovanje finančnih tveganj z uporabo izvedenih finančnih instrumentov v hotelskem podjetju Plava Laguna* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
27. FSB. (2012). *OTC Derivatives Market Reforms*. Pridobljeno 13. julija 2022 iz https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_120615.pdf
28. Goričan, A. (2008). *Opcije in njihova uporaba za zaščito pred valutnim tveganjem* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
29. Greenwich Associates. (2020). *The Impact of COVID-19 and Government Intervention on Swaps Market Liquidity*. Pridobljeno 15. aprila 2022 iz <https://www.isda.org/a/YfbTE/The-Impact-of-COVID-19-on-Swaps-Market-Liquidity.pdf>
30. Gunningham, N. (1990). "Moving the Goalposts: Financial Market Regulation in Hong Kong and the Crash of October 1987". *Law and Social Inquiry*, 15(1), 1–48.
31. Hillier, D, Clacher, I, Ross, S., Westerfield, R. & Jordan, B. (2014). *Fundamentals of Corporate Finance*. Maidenhead: McGraw-Hill Education.
32. Hull, J. C. (2015). *Options, futures and other derivatives*. Toronto: Joseph L. Rotman School of Management.
33. IMF. (2009). *Annual report 2009, Fighting the global crisis*. Washington: IMF.
34. International trade center. (2021). Differences between hedging and speculation. Pridobljeno 7. avgusta 2021 iz <https://www.intracen.org/coffee-guide/hedging-and-other-operations/differences-between-hedging-and-speculation/>
35. ISDA. (2021). *Evolution of OTC Derivatives Markets*. Pridobljeno 15. aprila 2022 iz <https://www.isda.org/a/8jjTE/Evolution-of-OTC-Derivatives-Markets-Since-the-Financial-Crisis.pdf>
36. Li, S. (2015). *Financial institutions in the global financial crisis: the role of financial derivatives, bank capital, and clearing and custody services* (doktorska disertacija). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
37. Lindsey, R. R. & Pecora, A. P. (1998). Ten years after: Regulatory developments in the securities markets since the 1987 market break. *Springer Science+Business Media*, str. 101–132.
38. Monroe, A. (1994). Derivatives!. *CFO: The Magazine for Senior Financial Executives*, 10(7), str. 22–25.
39. Norris, F. (2012, 18. oktober). A Computer Lesson Still Unlearned. *New York Times*. Pridobljeno 15. aprila 2022 iz <https://www.nytimes.com/2012/10/19/business/a-computer-lesson-from-1987-still-unlearned-by-wall-street.html>

40. Peterlin, J. & Šega, L. (2005). *Obvladovanje finančnih tveganj: vrednotenje, računovodenje in nadziranje uporabe izpeljanih finančnih instrumentov in varovalnih razmerij v praksi*. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
41. Reuters Staff. (2021, 7. februar). Taiwan punishes Deutsche Bank, others in currency speculation case. Pridobljeno 5. maja 2022 iz <https://www.reuters.com/article/us-taiwan-forex-idUSKBN2A705J>
42. Rossi Jr., J. (2012, 14. marec). *Hedge or Speculation? Evidence of the use of derivatives by Brazilian firms during the financial crisis*. Pridobljeno 5. maja 2022 iz https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2022491
43. Saha, D. (2011). *The collapse of MG: Hedging or speculation*. Bangladeš: Ishakha International University.
44. Schaeede, U. (1991). Black Monday in New York, Blue Tuesday in Tokyo: The October 1987 Crash in Japan. *California Management Review*, 33(2), 39–57.
45. Simon, G. & Eleftherios, I. T. (2020). *Financial Derivatives: A Blessing or a Curse?* Bingley: Emerald Group Publishing.
46. Smistad, R. E. & Pustynick, I. (2012). Hedging, hedge accounting and speculation: evidence from canadian oil and gas companies. *Global journal of business research*, 6(3), 56-58.
47. Sornette, D. (2003). Critical Market Crashes". *Physics Reports*, 378(1), 1–98.
48. Stout, L. A. (2009, 21. julij). *Why re-regulating derivatives can prevent another disaster. A Computer Lesson Still Unlearned*. Pridobljeno 15. aprila 2022 iz <https://corpgov.law.harvard.edu/2009/07/21/how-deregulating-derivatives-led-to-disaster/>
49. Stout, L. A. (2011, 19. julij). Derivatives and the legal origin of the 2008 credit crisis. *Harvard Business Law Review*, 1(1), 3-4.
50. Sušnik, R. (2016). *Učinki uporabe izvedenih finančnih instrumentov v času gospodarske recesije v največjih slovenskih podjetjih* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
51. Šorli, D. (2012). *Uporaba izvedenih finančnih instrumentov za zavarovanje pred valutnimi tveganji v slovenskih podjetjih* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
52. Tufano, P. (1996). Who Manages Risk? An Empirical Examination of Risk Management Practices in the Gold. *The Journal of Finance*, 51(4), 1097–1137.
53. Zeidan, R. M. (2014). *Derivatives and non-financial companies: lessons from the financial crisis*. *a/simmetrie*, (4), 6-7.
54. Zeidan, R. & Rodrigues, B. (2013). The failure of risk management for nonfinancial companies in the context of the financial crisis: lessons from Aracruz Celulose and hedging with derivatives. *Applied Financial Economics*, 23(3), 241–250.
55. Žagar, B. (2013). *Obvladovanje tržnih tveganj v poslovni banki s sistemom limitov in izvedenimi finančnimi instrumenti* (magistrsko delo). Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.

PRILOGA

Priloga 1: Vprašanja intervjuja z mag. Ružo Sušnik

Vprašanja se nanašajo na izvedene finančne instrumente in na ekonomsko krizo v Sloveniji na splošno. Prosim vas za mnenja, ocene in/ali znanje iz trenutne ekonomske krize v povezavi s pandemijo. Če imate več izkušenj in/ali znanja iz krize leta 2012, je tudi to dobrodošlo.

1. Kdo ste in s čim se ukvarjate?
2. Kako se je spremenila uporaba IFI po krizi leta 2008?
3. Ali ocenjujete, da se uporaba izvedenih finančnih instrumentov (IFI) v podjetjih bistveno razlikuje glede na vrsto dejavnosti, ki jo opravlja podjetje? (trgovinsko, proizvodno, storitveno)
4. Ali lahko podjetje skrije dejstvo, da določeni IFI niso namenjeni varovanju, ampak špekulaciji; in v primeru, da je odgovor pritrdilen, kako to naredi?
5. V koliko odstotkih, ocenjujete, da podjetja (po navadi) uporabljajo IFI za hedging ali špekuliranje?
6. Kako se je spremenila uporaba IFI v času ekonomske krize?
7. Ali ocenjujete, da se je v času ekonomske krize spremenila struktura uporabe IFI (npr. več varovanja in manj špekulacij)?
8. Kakšno vlogo, menite, da so imeli IFI v in pred krizo? Ali so se podjetja v času krize bolj oprla na IFI?
9. Za podjetja v katerih panogah ali vrstah dejavnosti ocenjujete, da so se bolj kot prej oprla na varovanje z IFI v času krize?