

Financování vývozu investičních celků[#]

Jaroslava Durčáková* – Josef Valach**

1 Ekonomický význam a specifika financování vývozu investičních celků

Nepříznivý výhled zahraničního obchodu ČR v souvislosti s důsledky ekonomické krize znovu nastolil otázku optimálního financování eventuelně i podpory exportu českých firem. Ministerstvo průmyslu a obchodu ve spolupráci s Českou exportní bankou a státní pojišťovnou EGAP připravily koncem roku 2008 speciální podpůrný program, který má pomoci exportérům vyrovnat se s očekávaným nepříznivým dopadem oslabující se západoevropské ekonomiky (do které směřuje v současnosti více než 80 % českého vývozu) na české firmy.

V rámci boje s krizí ministerstvo financí předpokládá postupné zvýšení základního kapitálu České exportní banky o necelé 2 mld. Kč. Také zvýšení pojistného krytí u všech typů pojištění vývozních úvěrů z dosavadních 95 % až na 99 % má výrazně přispět k podpoře exportu. Očekává se, že tyto injekce do garančních institucí rozpohybují finanční toky a přinesou multiplikační efekt až ve výši 80 mld. Kč (Šimůnek, 2009).

Velký potenciál, který by částečně mohl snížit nepříznivý vliv poklesu západoevropské ekonomiky na české podniky, je spatřován v růstu diverzifikace exportu do tzv. prioritních zemí (z různých oblastí Asie, Středního a Blízkého východu, Latinské Ameriky, jakož i zemí SNS), u nichž jsou předpokládány vyšší možnosti růstu českého exportu. „Český export na západ dnes meziročně stoupá jen o 3 % ročně, export na území Ruska ale o 20 % ročně. Je to obrovský potenciál, který by mohl dopad oslabující západoevropské ekonomiky na české firmy alespoň zčásti vyrovnat“ (Kubátová, 2008).

Součástí tohoto exportu by mělo být i zvýšení vývozu investičních celků a služeb, který na počátku 90. let minulého století v podstatě takřka zkolaboval. České dodavatelské firmy postupně degradovaly na postavení subdodavatelů, plně závislých na zahraničních firmách. Byly vytlačeny ze svých tradičních trhů. Teprve v 2. polovině 90. let v souvislosti se zahájením působnosti České exportní banky a EGAP došlo k mírnému zlepšení podmínek českých exportérů investičních celků.

Vývoz investičních celků je nesporně významným znakem průmyslové a exportní vyspělosti jednotlivých zemí a firem. Jeho ekonomický význam spočívá zejména v následujících aspektech:

1. Dlouhodobě ovlivňuje ekonomické výsledky a prestiž firem i celé země. Investiční celky jsou řádově odlišné od jiného exportního zboží svou cenou, kapitálovou

[#] Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného záměru *Rozvoj účetní a finanční teorie a její aplikace v praxi z interdisciplinárního hlediska* s registračním číslem MSM 6138439903.

* Doc. Ing. Jaroslava Durčáková, CSc. – docentka; Katedra měnové teorie a politiky, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3, Česká republika; <durcak@vse.cz>.

** Prof. Ing. Josef Valach, CSc. – profesor; Katedra financí a oceňování podniku, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3, Česká republika; <valach@vse.cz>.

náročností výroby, dobou výroby a používání, složitostí kooperačních vztahů, stupněm obchodního, finančního i politického rizika.

2. Má významné multiplikační účinky. Na realizaci vývozu investičních celků se podílí nejen generální dodavatelé, ale celá řada dalších firem, počínaje inženýrskými a projektovými organizacemi, subdodavateli technologických částí, stavebních dodávek a konče speciálními bankovními a pojišťovacími institucemi. S hlavním dodavatelem investičního celku se na zakázce podílí často celá řada středních a menších firem, což je možné chápat jako podporu jejich rozvoje bez nároku na státní zdroje.
3. Vývoz investičních celků vytváří podmínky pro budoucí exportní příležitosti v souvislosti s uspokojováním možné další poptávky zahraničního odběratele v podobě poradenských služeb, náhradních dílů, generálních oprav, technologických inovací či obnovy dodaného dlouhodobého majetku.

Vývoz investičních celků není sledován jako samostatná položka obchodní a potažmo platební bilance. Zprostředkovaně lze o rozsahu exportu investičních celků usuzovat z údajů české exportní banky, která se jako specializovaná instituce zabývá financováním vývozu investičních celků a jiných velkých exportních zakázek. Ve své Zprávě za rok 2007 uvádí, že stav vývozních úvěrů k 31. 12. 2007 dosáhl celkové výše 23,8 mld. Kč. Z celkového objemu úvěru podle stavu k 31. 12. 2007 připadalo na úvěry poskytované v EUR 62,6 % (v roce 2006 činil 38,6 %). Úvěry poskytované v USD 35,7 % (v roce 2006 58,6 %). Úvěry poskytované v Kč činily v roce 2007 1,7 % (v roce 2006 2,8 %). Je zřejmé, že preference úvěrů poskytovaných v EUR je jednoznačná. Z hlediska řízení dlouhodobé devizové expozice a kurzového rizika je podstatné to, že 85,3 % z celkového stavu úvěrů k 31. 12. 2007 představují úvěry s délkou splatnosti delší než 5 let (v roce 2006 činily úvěry s dobou splatnosti nad 5 let 86,4 %).

Důležitou informaci o vývozu investičních celků nám poskytuje rovněž přehled pojistné hodnoty rozsáhlých vývozců v roce 2007 (EGAP, 2008):

Tab. 1: Pojistná hodnota vybraných vývozců v roce 2007

Země	Předmět vývozu	Pojistná hodnota v mld. Kč
Rusko	Modernizace FGUP Uralvagonzavod	7,5
Rusko	Paroplynová elektrárna Krasavino	2,5
Rusko	Modernizace metalurgického závodu Oskol	2,2
Gruzie	Investice do vodních elektráren + distribučních sítí	5,0
Pákistán	Paroplynová elektrárna Muridke	2,3
Ázerbajdžán	Výstavba dálnice – II. etapa	1,0
Černá Hora	Rekonstrukce železniční tratě Nikšič – Podgorica	0,7

Zdroj: EGAP (2008)

Úspěšnost a konkurenceschopnost firem exportujících investiční celky je dána především kvalitou, cenou a technickou úrovní nabízené dodávky. Velkou úlohu však při výběrovém řízení (kterého se zúčastňuje zpravidla řada vyspělých zahraničních firem) má zároveň i nabízený systém financování a placení včetně různých forem záruk a pojištění. Při vstupu do tendru podává vývozce nejen svoji technickou nabídku, ale zároveň i nabídku finanční.

Zkušenosti českých i zahraničních vývozců potvrzují, že pro získání zakázek na dodávky investičních celků je schopnost exportéra nabídnout optimální financování – které by odpovídalo možnostem odběratele – často rozhodující. Odběratel dnes víceméně předpokládá relativně silnou ekvivalenci nabídek, pokud jde o kvalitativní a cenové parametry a rozhoduje se podle schopnosti vývozce nabídnout co nejvýhodnější podmínky kontraktu v podobě poskytnutí různých forem dlouhodobého úvěru s přiměřenou úrokovou sazbou, různých forem finančních záruk za dodávku ap. Financování celé exportní operace se tak často stává – vedle samozřejmé kvality a přiměřené ceny zakázky – jedním z důležitých předpokladů úspěchu v tvrdém konkurenčním boji o získání investiční zakázky.

Financování vývozu velkých investičních celků musí respektovat specifika s exportem tohoto zboží spojená.

Jde především o velkou kapitálovou náročnost (dodávky různých strojírenských a energetických celků, stavební dodávky infrastrukturálního charakteru ap.), která si vynucuje účast několika finančních institucí domácí i zahraniční provenience. V této souvislosti se mluví o tzv. strukturovaném financování, strukturovaných úvěrech. Jde o kombinaci různých druhů půjček domácích i zahraničních bank, počínaje předexportními úvěry přes různé druhy bankovních záruk, exportní odběratelské úvěry, využívání mezibankovních refinančních úvěrů, to vše zpravidla ve spolupráci se speciální exportní bankou a exportní pojišťovací společností (v ČR Česká exportní banka a Exportní garanční a pojišťovací společnost).

V souvislosti s velkou kapitálovou náročností, přesahující často možnosti kapacit jednotlivých exportních podniků a jednotlivých bank se také objevuje tzv. multi-sourcing. Jde o koordinované zabezpečení investiční dodávky podnikatelskými subjekty z různých zemí a koordinované zabezpečení z různých zdrojů ze zemí odkud dodávky pochází. Techniky multi-sourcingu jsou velmi diferencované, např. v podobě separátních smluv, jedné souhrnné smlouvy, multinárodní úvěrové linky či v podobě speciálně založené společnosti (SPC – special purpose company) pro tento účel.

Exportní financování investičních celků je také charakteristické svou dlouhodobostí, vyplývající objektivně z delší doby přípravy a realizace (výstavby) investiční dodávky.

Podnik exportující zboží investičního charakteru musí nejdříve získat informace o vypsání výběrového (poptávkového) řízení, koupit tendrovou dokumentaci, zpracovat ji a učinit nabídku, získat zakázku, úspěšně absolvovat mnoho smluvních jednání, vyrobit a následně vyvézt zboží buď jednorázově nebo po částech.

Dlouhodobost plyne také z obvyklého požadavku zahraničních odběratelů na postupné splácení hodnoty dodávky během několika let. Dlouhodobost celého cyklu exportního financování přirozeně klade vysoké nároky na předvídaní různých druhů rizik a ochranu před riziky.

Výrazným specifickým rysem financování exportu velkých investičních celků je existence různých druhů rizik vyvolaných jak dlouhodobostí, tak i menší znalostí zahraničního prostředí. Z pohledu vývozce je výrazné zejména platební riziko spojené s pohledávkou za konkrétním zahraničním odběratelem. Jde však i o celou řadu dalších rizik: teritoriální riziko, kursové (měnové) riziko, riziko odstoupení zahraničního odběratele od sjednané dodávky. Z pohledu dovozce jde zejména o rizika související s nabídkou zahraničního investičního dodavatele, riziko včasného a kvalitního splnění dodávky. Řeší se formou záruk za nabídku (bid bonds) či záruk za dobré provedení (performance bonds).

2 Varianty financování vývozu investičních celků

Financování exportu investičních celků se může realizovat prostřednictvím různých forem a nástrojů. Výběr adekvátní formy financování je závislý na charakteru investičního celku (dodávka strojů či technologických zařízení x dodávka stavebních objektů), na celkové finanční hodnotě dodávky, na očekávaném riziku exportní operace, na charakteru konkurenčního prostředí, na nákladech financování a na dalších faktorech.

K základním formám financování exportu investičních celků patří zejména:

1. komerční (dodavatelský) úvěr dlouhodobého charakteru,
2. odběratelský dlouhodobý úvěr přímého či nepřímého charakteru,
3. projektové financování,
4. exportní finanční leasing,
5. předexportní financování.

Klasický dlouhodobý dodavatelský úvěr

Dodavatelský úvěr dlouhodobého charakteru patří k nejstarším a nejznámějším formám financování při exportu investičních celků. Je to dlouhodobý úvěr poskytovaný vývozcem investičního celku dovozci. Zpravidla je kryt směnkami, eventuálně akreditivem s odloženým placením. Svou povahou vyhovuje nejlépe kapitálově silným podnikům. Uplatňuje se u vývozních kontraktů finančně méně náročných a u kontraktů, kde nejsou odběrateli požadovány dlouhé doby splatnosti.

S rostoucí konkurencí jsou exportéři nuceni nabízet stále výhodnější obchodní podmínky, které by přilákaly zahraniční odběratelské firmy. Velice významnou součástí těchto podmínek je právě profinancování celé exportní operace, zejména délka poskytnutého dodavatelského úvěru, systém jeho splacení, požadovaná výše plateb předem (akontací) apod. Obvykle je komerční dodavatelský úvěr doprovázen sérií směnek, určených k refinancování, eventuálně k odkupu prostřednictvím forfaitingu. Využívá se také akreditiv s odloženou splatností. Exportující firmy kalkulují náklady spojené s financováním předem do ceny dodávaného investičního celku. Musí věnovat otázkám financování dodávek velkou pozornost, protože příliš nákladné financování může vést k neúspěchu ve vypsání tendru, nebo k realizaci exportu se ztrátou.

Průběh poskytování dodavatelského úvěru lze shrnout do následujících postupných kroků:

- a) Vývozce a dovozce sjednají kontrakt; vývozce dodá investiční celek, dovozce pak příslušné dokumenty, včetně směny.
- b) Vývozce předloží dokumenty své bance a ta mu uhradí sjednanou částku.
- c) Banka vývozce předloží dokumenty zahraniční bance, ta je dále předá dovozci.
- d) Dovozece – v době splatnosti – uhradí přes svou banku příslušnou částku bance vývozce.

Vývoz investičních celků a jeho financování prostřednictvím dodavatelských úvěrů přináší pro podnik i pro spolupracující banku řadu rizik. Čím lépe je vývozce dovede omezit, tím větší získává naději na úspěšné ukončení vývozu.

Významným nástrojem omezení rizika vývozce je akontace, kterou požaduje na dovozci. Touto platbou předem (obvykle ve výši 10 – 20 % z ceny kontraktu) získává vývozce vyšší

jistotu o schopnosti odběratele uhradit závazky vůči investičnímu dodavateli. (U vývozu podporovaném státem vyžaduje OECD Konsensus jako podmínku poskytnutí minimálně 15 % platby předem).

Na druhé straně musí vývozce počítat s tím, že odběratel investičního celku se bude také snažit snižovat svá rizika spojená s dodávkou. V případě většího objemu a složitosti investičního celku zahraniční kupující často požadují bankovní záruku za platnost nabídky (bid bond). Banka zde přebírá riziko za ev. odstoupení od nabídky. Vyžaduje proto na vývozci podrobné informace o tendru, o jeho kapacitních možnostech, plnění kontraktů v minulosti aj. Bankovní záruka za nabídku pokrývá náklady dovozce na ev. jednání s dalším uchazečem, náklady na obnovu nabídkového řízení a také ev. škody, způsobené zpožděním výstavby zamýšleného objektu. K čerpání dochází v případě, že dodavatel odstoupí od soutěže, nedodrží podmínky uvedené v investiční nabídce, či nepodepíše smlouvu o dílo, přestože jeho nabídka byla přijata. Výše poplatků za poskytnutí této bankovní záruky je závislá na délce garance a na její výši.

Obvyklá je také u vývozu investičních celků akontační bankovní záruka (advance payment guarantee). Banka se zde zavazuje, že vrátí předem poskytnutou platbu od importéra (nebo její část) v případě, že exportující podnik nedodá zboží včas, nebo je dodá jen částečně.

Další, poměrně často používanou zárukou, je prováděcí bankovní záruka (performance bond). Tato záruka garantuje dodržení podmínek, kvality a termínu uskutečnění investiční dodávky. Je platná od doby uzavření smlouvy o dílo do okamžiku předání a převzetí díla zahraničním odběratelem. Může platit i po dobu záruční.

Dalším nástrojem omezení rizika vývozce při poskytnutí dodavatelského úvěru na investiční celek je pojištění (v ČR prostřednictvím Exportní garanční a pojišťovací společnosti – EGAP). Vývozce zde představuje pojištěného, který bude vyplacen v případě selhání zahraničního odběratele.

Financování s pomocí odběratelského úvěru

Odběratelský úvěr odstraňuje některé nevýhody dodavatelského úvěru (omezenost pouze na navazující subjekty, závislost na možnostech jednotlivých podniků). Je to úvěr poskytovaný bankou vývozce buď přímo zahraničnímu odběrateli (přímý odběratelský úvěr, při němž banka zahraničního odběratele zpravidla vystupuje jako ručitel), nebo bance zahraničního odběratele (bankovní či nepřímý odběratelský úvěr).

Jakmile dojde k realizaci vývozu investičního celku, exportér předloží bance dohodnuté dokumenty a po jejich odsouhlasení banka tohoto klienta vyplatí. Riziko nezaplacení ze strany odběratele přebírá banka.

Proti politickým a komerčním rizikům se banka vývozce odběratelský úvěr pojišťuje u exportní agentury. Podobně jako u dodavatelského úvěru je odběratelský úvěr poskytován jen na určitou část hodnoty investičního celku – zpravidla 85 % hodnoty vývozu. Zbývající část uhrazuje příjemce úvěru v podobě akontace.

Ke zrychlení a zjednodušení celého procesu poskytování odběratelských úvěrů může domácí banka uzavřít pro své nejčastější partnerské zahraniční banky tzv. exportní úvěrové linky. Jde v podstatě o opakující se revolvingový odběratelský úvěr, pomocí kterého se financují opakované dodávky jednoho či více vývozců, vyvážejících jednomu či více

zahraničním odběratelům investičních celků. I úvěrové linky jsou doprovázeny pojištěním poskytovaným místní exportní agenturou.

Celou transakci poskytování odběratelského úvěru lze shrnout do následujících kroků:

- a) Vývozce a dovozce sjednají kontrakt a předají si dokumenty. Vývozce předá dokumenty své bance.
- b) Dovožce uzavře smlouvu o úvěru s bankou vývozce; banka dovozce avaluje směnku či vystaví garanci.
- c) Po uplynutí dohodnuté doby splatnosti uhradí dovozce půjčku (ve splátkách) domácí bance.

Dominantní formou poskytování vývozních úvěrů v české i světové finanční praxi jsou úvěry odběratelské. Při této formě financování vývozu investičních celků vývozce čerpá, po předložení příslušné dokumentace, prostředky z vývozního odběratelského úvěru, který splácí odběratel. Navíc tyto úvěry jsou poskytovány v souladu s pravidly OECD (OECD, 2005) za zvýhodněných podmínek. Úroková sazba se řídí podle fixní sazby CIRR (Commercial Interest Reference Rates) nebo jejího ekvivalentu na bázi pohyblivé úrokové sazby (LIBOR, EURIBOR atd.).

Financování exportu investičních celků pomocí dodavatelských i odběratelských úvěrů se ve většině rozvinutých zemí uskutečňuje s pomocí exportních agentur. Exportní agentura přebírá buď plně nebo zčásti platební riziko, vyplývající z pohledávky za zahraničním odběratelem. Exportní agentura je zde pojistitelem nebo ručitelem pohledávky tuzemského vývozce investičního celku (ev. jeho banky). V případě neprovedení platby zahraničním odběratelem odškodňuje buď vývozce investičního celku, nebo (v případě odběratelského úvěru) jeho banku.

Prostřednictvím exportní agentury se uskutečňuje i národní systém podpory exportů. Soustřeďuje se na pojištění vývozních úvěrových rizik (v ČR pomocí Exportní garanční a pojišťovací společnosti – EGAP) a na podporu dlouhodobého financování a poskytování vývozních úvěrů formou refinančních úvěrů bance vývozce (v ČR pomocí České exportní banky – ČEB), jakož i na poskytování dotace na krytí části úrokových rozdílů vzniklých vývozcům z nižších úrokových výnosů jimi poskytovaných dodavatelských úvěrů ve srovnání s úrokovými náklady vývozců, spojenými s financováním těchto úvěrů. (Dotaci v ČR poskytuje Ministerstvo financí prostřednictvím ČEB maximálně do výše 50 % úrokových rozdílů). Při poskytnutí vývozního úvěru se obvykle vyžaduje pojištění EGAP.

Vzhledem k přínosům exportu pro ekonomický růst otevřených ekonomik, poskytují vlády většiny rozvinutých zemí domácím exportérům jistou podporu, vč. úvěrů poskytovaných jejich odběratelům. Obdobně také v mnoha zemích existují instituce a programy, které mají podobnou úlohu jako ČEB a EGAP. Tak např. již v roce 1934 byla založena Export-Import Bank (Eximbank) Spojených států amerických, která od roku 1945 působí jako významný vládní agentura pro financování exportu. Buckley (2003) poukazuje na význam Export Credit Guarantee Department (ECGD), který má v programu vládní podpory exportu ve Velké Británii.

V posledních desetiletích se také rozšiřuje financování vývozu investičních celků s podporou multinárodních organizací jako je Evropská investiční banka (EIB) aj. Orientují se většinou na podporu investičních projektů do méně vyspělých zemí, kde je obtížné získat zdroje na komerčním základě či s podporou národních exportních agentur. Účast

multinárodních organizací na financování konkrétního projektu podněcuje zájem konservativněji orientovaného sektoru komerčních bank, exportních agentur eventuelně jiných investorů k účasti na financování projektů.

Multinárodní organizace orientují svou pozornost především na projekty infrastrukturálního či ekologického charakteru s vysokými kapitálovými výdaji a dlouhou dobou splatnosti, která přesahuje hranici únosnosti pro standartní komerční zdroje (10-15 let). Vlastní účast multinárodních organizací se uskutečňuje v podobě přímých investic nebo garancí na základě spolufinancování s jinými investory (paralelní spolufinancování, při němž různí investoři financují různé části jednoho projektu; sdružené financování, při němž různí investoři financují stejnou část projektu).

Projektové financování vývozu investičních celků

Při realizaci rozsáhlých, kapitálově náročných projektů (zejména v těžebním průmyslu, v energetice, v železniční a silniční dopravě apod.) se začaly v posledních letech ve financování vývozu investičních celků uplatňovat inovativní techniky a formy projektového financování. Financování exportu je v tomto případě založeno především na reálnosti, kvalitě a efektivitě vlastního projektu, jeho cash-flow, které se zde stává zdrojem splácení poskytnutých různých forem peněz. V tom se liší projektové financování vývozu investičních celků od tradičního přístupu, v němž se financování spíše opírá o posuzování celkové bonity dlužníka a jeho země.

Využití technik projektového financování při financování exportu investičních celků je určitou reakcí vývozců na snižující se kredibilitu některých států a s tím související zhoršenou platební schopností dovozců v těchto státech. Projevuje se zde také snaha dovozců investičních celků uplatnit takové formy financování, které jim umožňují nezachycovat dluh ve vlastní bilanci podniku (mimobilanční financování) a tím zabránit zhoršení jeho finančního ratingu.

Projektové financování vývozu investičních celků je charakteristické následujícími znaky:

- Oddělené financování projektu od stávající činnosti dovozce. Toho se dosahuje založením speciální projektové firmy, do které se soustřeďují všechny zdroje na projekt (zdroje od sponzorů projektu, dlouhodobé obligace a syndikované bankovní úvěry, zdroje od zainteresovaných firem). Největší podíl (60 – 70 %) na zdrojích projektu mají syndikované bankovní úvěry.
- Ochrana věřitelů rozsáhlých investičních projektů systémem specifických záruk ve fázi výstavby i ve fázi provozování investic (kompletační záruky, záruky stavebních firem, smlouvy na dodávky surovin či odběry výrobků aj.).
- Splácení dlouhodobých úvěrů je těsně vázáno na cash-flow projektu tak, aby co nejlépe odpovídalo možnostem projektu vytvářet peněžní prostředky na jejich úhradu.

Projektové financování představuje velmi komplexní přístup k financování vývozu investičních celků se složitou strukturou jeho účastníků a rizik z toho plynoucích. Účastníky jsou především:

- Sponzoři projektu (akcionáři). Vkládají kapitál do projektu; může to být mateřský podnik, fondy rizikového kapitálu, stavební firmy, budoucí dodavatelé, odběratelé, provozovatel ev. i stát).

- **Projektová firma.** Je založena pro realizaci určitého projektu (Special Purpose Vehicle – SPV). Soustřeďuje kapitál, zajišťuje technicko-ekonomickou přípravu investice, dohody s firmami stavebními, odběratelskými, dodavatelskými, půjčky a jištění.
- **Stavební firma.** Uskutečňuje výstavbu. Zpravidla jde o více firem zajišťujících dodávky stavební a technologické části projektu.
- **Provozovatel.** Jde o firmu, která vystupuje jako uživatel projektované investice. Uzavírá smlouvu s projektovou společností o provozování a údržbě dokončeného investičního celku.
- **Banky (konsorcium bank).** Představují hlavní článek financování projektu formou dlouhodobých úvěrů. Plní i jiné funkce: spolupracují s projektovou firmou při zpracování informačního memoranda o projektu, nechávají ocenit riziko projektu nezávislými experty, kontrolují dodržování podmínek v úvěrové smlouvě aj. Banky tak nesou značnou část rizika projektu.

Pro úspěšnou realizaci dodávky investičního celku formou projektového financování je nezbytné splnit několik nutných podmínek: vybrat vhodný investiční záměr, získat dostatečný vlastní kapitál a úvěry od bank a ochránit sponzory i věřitele pomocí systému specifických záruk.

Vhodný investiční záměr musí být založen především na prodejnosti budoucího produktu, její relativní stabilitě. Prodejnost produktu zajišťuje splácení úvěru a zisk pro sponzory projektu. Dobře prodejnými produkty jsou obvykle volně obchodovatelné komodity na mezinárodních trzích, např. plyn, ropa, elektřina, barevné kovy apod. Při analýze vhodnosti projektu je třeba zvážit i tržní rizika v podobě fluktuace budoucí poptávky a výrazných cenových pohybů produktu.

Při získávání potřebného kapitálu je třeba značnou pozornost věnovat volbě podílu vlastního a cizího kapitálu na projekt.

Poměr vlastního a cizího kapitálu je velmi variabilní. Do značné míry závisí na charakteru odvětví, tržních očekáváních a požadavcích věřitelů. Obvykle věřitelé požadují alespoň 30 % účast vlastního kapitálu. Požadovaný poměr velmi kolísá a je také dosti závislý na výši a systému záruk ve fázi výstavby i provozování investičního celku jakož i na době splatnosti cizího kapitálu. Určitý podíl vlastního kapitálu se stává měřítkem kvality projektu a jeho zajištění.

Systém záruk při projektovém financování vývozu investičních celků je velmi komplexní a rozsáhlý, což vyplývá ze široké struktury účastníků projektového financování a z vysokého podílu cizího kapitálu na financování projektu.

Exportní leasing

Leasing ve financování exportu investičních celků je stále relativně nová a méně využívaná forma financování. Pronajímatel (leasingová společnost) je nejčastěji ze země vývozce, nájemcem je zahraniční odběratel. Leasing se využívá především při vývozu hromadných dopravních prostředků vysoké hodnoty (letadla, lodě). V případě exportu tohoto zboží jde především o finanční leasing.

Motivy pro využívání exportního leasingu jsou obdobné jako je tomu u domácího leasingu. Jde především o menší úvěryschopnost zahraničního odběratele. Daňové nebo

bilanční motivy, které jsou také spojovány s leasingem dlouhodobého majetku, mají menší význam. Také nevýhody této formy financování dodávek investičních celků jsou obdobné, jako je tomu u domácího leasingu: vyšší náklady leasingu oproti nákladům v souvislosti s dodavatelským či bankovním úvěrem.

Platbu nájemného od importéra si leasingová společnost velice často zajišťuje zárukou, kterou vystavuje banka zahraničního odběratele. Tato banka ručí za závazky nájemce (importéra), které vyplývají z uzavřené leasingové smlouvy. Kromě toho většinou exportní agentury nabízejí pojištění rizika nezaplacení nájemného ze strany zahraničního odběratele z politických nebo komerčních důvodů. Tím se vlastně exportní leasing přibližuje financování vývozu investičních celků s podporou exportních agentur.

Použití exportního leasingu u vývozu investičních celků je limitováno tím, že vlastnictví k majetku zůstává většinou u leasingové společnosti, tj. u subjektu mimo území zahraničního odběratele; tato skutečnost vyvolává pochopitelně různé obtíže při realizaci této formy financování. Nepříznivý vliv mají i rozdíly v právních úpravách příslušných zemí v oblasti daňové, celní či měnové politiky. Některé velké finanční skupiny proto zakládají leasingové společnosti v zemích klientů a své služby pak poskytují jakoby vnitrostátně.

Předexportní financování

Vývoz investičních celků je obvykle spojen s delší dobou technické a projekční přípravy, jakož i s delší dobou samotné výroby dodávaného zboží. Předexportní fáze vývozu představuje dominantní etapu celého exportu investičního celku. Začíná obdržetím poptávky od zahraničního odběratele a končí momentem vývozu. Zahrnuje dvě na sebe navazující části: přípravné (předvýrobní) období a dobu vlastní výroby investiční dodávky. Přípravné období je vyplněno především jednáním vývozce a zahraničního odběratele nad vývozním kontraktem. Jeho uzlovými body jsou: poptávka od zahraničního odběratele, nabídka vývozu, podpis vývozního kontraktu a podpis dohod o podmínkách financování, včetně dohod o vystavení požadovaných smluvních záruk. Právě v přípravném období se rozhoduje o úspěšnosti či neúspěšnosti celé exportní operace. Je zde velice důležitá spolupráce vývozce s jeho financující bankou už od okamžiku obdržetím poptávky po investičním celku. Tato spolupráce může výrazně napomoci vývozci při získání zakázky.

Vlastní doba výroby investičního celku váže značnou část finančních zdrojů podniku po delší období. Kapitálově slabší dodavatelské firmy mohou zvýšenou potřebu kapitálové potřeby krýt předexportním úvěrem. Tento úvěr se svou povahou blíží klasickému provoznímu úvěru na financování výrobního cyklu výrobce: banka firmě proplácí faktury na nákupy pro výrobu, určenou na vývoz. Může také sloužit k překlenutí nesouladu mezi okamžikem, kdy vývozce musí zaplatit za dodání zboží svému subdodavateli a okamžikem, kdy vývozce dostane zaplacené od odběratele v zahraničí. Financující banka samozřejmě zkoumá úvěrovou bonitu žadatele o předexportní úvěr a také, zda je schopen příslušnou dodávku uskutečnit za podmínek (pokud jde o rozsah, kvalitu a termíny) tak, jak je to dohodnuto mezi odběratelem a vývozcem ve vývozním kontraktu. Jde o analýzu výkonnosti vývozce (performance test). Je to velice náročné hodnocení, zejména právě u vývozce velkých investičních celků. Obvykle se tato analýza rozšiřuje i na významné subdodavatele materiálů a komponent investiční dodávky.

Předexportní úvěr může být předmětem pojištění u exportní agentury (EGAP). Ta – vystavením pojistného krytí – přebírá rizika nesplacení tohoto úvěru, poskytnutého vývozci.

Doplňkové formy financování

Výše uvedené formy financování představují základní přístupy k financování vývozu investičních celků. Specifika vývozu investičních celků, jejich rozmanitý charakter (stavební investice, strojní dodávky, infrastrukturální investice aj.) si vyžadují využívání ještě dalších, doplňkových forem financování, které odrážejí vývoj na zbožových a finančních trzích a reagují i na finanční požadavky dovozců i vývozců investičních celků.

Tak např. u dodavatelského exportního úvěru je často používáno refinancování tohoto úvěru bankou, což umožňuje získat vývozci potřebné zdroje na jím poskytnutý úvěr zahraničnímu odběrateli. Refinanční úvěr bývá spojován s požadavkem pojištění teritoriálních i komerčních rizik s úvěrem souvisejících. Pojištění poskytují převážně exportní agentury se státní podporou (v ČR EGAP) a vyžadují vždy určitou spoluúcast pojištěného dodavatele investičního celku (5 – 10 % úvěru).

Protože refinancování exportního úvěru zhoršuje finanční strukturu investičního dodavatele a znesnadňuje získání dalších úvěrů, využívají vývozci k urychlenému získání finančních zdrojů za realizovaný vývoz prodej pohledávky za zahraničním odběratelem formou forfaitingu.

Specializované finanční instituce nebo banky odkoupí exportní pohledávku vývozce a to bez regrese na původního věřitele. Rizika přecházejí na forfaitingovou organizaci. Z pohledu exportéra představuje forfaiting platbu v hotovosti, protože peníze, poskytnuté bankou, nevyžadují uvolnění úvěrů pro tento podnik. Forfaiter požaduje zajištění pohledávky (zpravidla směnkami, avalovanými bankou nebo akreditiv s odloženou splatností). Náklady forfaitingu tvoří především sjednaný diskont, odvozený od úrokových sazeb mezinárodního trhu a zvýšený o rizikovou přírážku závislou na zemi dlužníka. Tyto náklady nese vždy vývozce. Náklady, spojené se zajištěním pohledávky (za aval směnek, za akreditiv aj.), uhrazuje obvykle zahraniční odběratel. Forfaiting je zajímavý tím, že při jeho použití odpadá vývozci riziko nezaplacení, politické riziko i riziko změny kurzu, takže se proti nim nemusí exportér zvlášť zajišťovat.

Další doplňkovou variantou financování exportu investičních celků je financování spojené s využitím protiobchodů. Dochází při něm k těsnému spojení mezi zbožím dodávaným v rámci protiobchodu a exportérem investičního celku, jenž je prodáván na dlouhodobý úvěr. Hodnota protidodávaného zboží musí pokrýt výši úvěru, včetně úroků. Při financování pomocí protiobchodů vývozce investičního celku přijímá část produkce tímto celkem vyrobené jako ekvivalent splátek exportního úvěru, poskytnutého zahraničnímu odběrateli. Někdy může být splátka úvěru hrazena odběrem jakékoliv produkce ze země dovozce, bez souvislosti s importovaným investičním celkem.

Protiobchody jsou využívány tehdy, když země zahraničního odběratele je relativně silně riziková, uplatňuje některá omezení v mezinárodním platebním styku apod.

Významnou doplňkovou variantou financování exportu investičních celků v současných podmínkách prudkého poklesu celkového českého exportu (v lednu 2009 došlo k meziročnímu propadu vývozu o 24 %; jde o největší propad v historii ČR (Svoboda, 2009) se nesporně stává i financování prospekce zahraničních trhů.

Vývoz investičních celků je mimořádně náročný na průzkum trhu, výběrová řízení, tendrovou dokumentaci, právní služby, účast na obchodních akcích v zahraničí a další prvky

prospekce. S potřebou vyšší diverzifikace vývozu výdaje na prospekci nesporně porostou a vynutí si širší využití bankovních úvěrů na prospekci. Protože rizika spojená s prospekci jsou relativně vysoká, bude třeba počítat i s rozšířením pojištění prospekce proti možné finanční ztrátě v důsledku úplného či částečného neúspěchu prospekční činnosti. Pojišťuje se přímo vývozce. V minulosti používané pojištění banky poskytující úvěr na prospekci se neosvědčilo, protože případný neúspěch prospekce mohl ohrozit pozici podniku při sjednávání úvěrů na jiné účely.

Výběr optimální formy financování exportu investičního celku je ve svém celku složité rozhodování, které je ovlivněno nejrůznějšími faktory. Mezi nejvýznamnější patří velikost finančních zdrojů, které může exportující firma vybranou formou získat, rizika, která při zvolené formě podnik ponese, náklady zvolené formy financování, požadavky jednotlivých forem financování na úroveň vlastních zdrojů, flexibilita použití získaných zdrojů a rychlost jejich získání.

3 Podpora financování exportu investičních celků a směry zdokonalení jejich financování

Přetrvávající krize ve světě a hrozba ekonomického útlumu ještě více zostřuje konkurenční boj o možnosti exportu investičních celků. Tato skutečnost se nezbytně projeví i ve zvýšení úlohy financování těchto celků, jako jednoho z nástrojů konkurence.

Ve většině průmyslově vyspělých zemí existují určité národní systémy podpory exportu. V užším slova smyslu se týkají procesu financování vývozních pohledávek a krytí rizik pomocí pojištění a garancí. V širším pojetí zahrnují i další instrumenty státní podpory vývozu, jako je poskytování exportních prémie, daňových úlev, finančních záruk, bezplatných informací o situaci na zahraničních trzích apod.

V souvislosti se zaměřením naší statě je aktuální podpora vývozních pohledávek a krytí rizik státem. Stát zde vystupuje ve dvojí úloze:

1. Jako subjekt, který na sebe přebírá eventuální rizika nezaplacení vývozní pohledávky (formou garančního krytí na účet státu, nebo přímým pojistným či všeobecnou státní zárukou za závazky pojistitele) a který umožňuje financování exportu investičních celků za úrokové sazby a v objemech, které nejsou pro vývozce na standardním finančním trhu dosažitelné.
2. Jako přímý zakladatel a vlastník exportní agentury (zahrnující úvěrovou pojišťovnu a exportní banku); v ČR plní úlohu pojišťovny Exportní garanční a zajišťovací společnost (EGAP) a úlohu exportní banky Česká exportní banka (ČEB).

Obvykle se také stát podílí na úhradách úrokových rozdílů, které vznikají vývozcům investičních celků z nižších úrokových výnosů jimi poskytovaných dlouhodobých dodavatelských úvěrů ve srovnání s úrokovými náklady vývozců, vyvolanými financováním těchto úvěrů.

Státní podpora vývozu investičních celků musí být realizována tak, aby se opírala o tržně konformní nástroje, nenarušovala zásadně mezinárodní konkurenční prostředí a byla v souladu se zákony o veřejné podpoře a s pravidly mezinárodních organizací (např. tzv. OECD Konsensus).

Komerční úvěrová pojišťovna EGAP i Česká exportní banka v současném období v ČR jsou standardní, v zásadě dobře fungující finanční instituce, prostřednictvím kterých stát podporuje export investičních celků jak z hlediska financování, tak i z hlediska pojistného krytí. Obě instituce využívají tržním podmínkám odpovídající nástroje, které jsou ke stimulaci exportu používány jak v zemích EU, tak i v rámci OECD. Postupně obě instituce rozšiřují své služby pro stále větší množství firem při poskytování a pojišťování exportních úvěrů proti rizikům nezaplacení či politickým rizikům na straně země dovozce. Zvýšila se dostupnost služeb těchto institucí pro menší i střední podniky a zdokonalilo se i vzájemné sdílení rizik mezi vývozci a uvedenými institucemi.

Současné prohlubující se důsledky světové krize na českou ekonomiku si však nicméně vyžadují další zdokonalení celého systému exportního financování tak, aby ještě intenzivněji podpořilo konkurenceschopnost vývozců investičních celků. Hlavní možnosti tohoto zdokonalení spatřujeme zejména v následujících směrech:

1. Rozšíření dostupnosti státem zvýhodněného exportního úvěrování zejména vývozcům do zemí mimo EU, v nichž měla ČR v minulosti významné postavení, pokud jde o export investičních celků (Rusko, země jihovýchodní Evropy, Vietnam aj.). Může se to realizovat snížením úrokových sazeb úvěrů ČEB na nejnižší úrokovou míru, kterou umožňují pravidla OECD, snížením pojistných sazeb a rozšířením pojistného na další oblasti, související s exportem investičních celků.
2. Širší podporou projektového financování při vývozu investičních celků snížením pojistných sazeb, prodloužením maximálních lhůt splatnosti úvěrů, umožněním nerovnoměrného splacení v závislosti na průběhu peněžního toku z projektu, diferenciací rozsahu pojistného krytí a výše spoluúčasti zvláště po dobu výstavby projektu a zvláště po dobu splácení úvěru. Široká aplikace modelů projektového a strukturovaného financování umožní realizaci inženýrských projektů především liniových staveb a projektů s vysokou kapitálovou náročností.
3. Rozšíření úvěrové i pojistné podpory i na developerské projekty s ohledem na to, že peněžní příjmy z nich i návratnost úvěrů jsou obvykle rychlejší. Předpokládá to ovšem, že developerské firmy mají již při zahájení investice tohoto typu zajištěny dostatečně finančně saturované zahraniční kupce na podstatnou část jejich projektu.
4. Rozšíření a zlevnění úvěrů a pojištění na předexportní financování tak, aby mohla být kryta i rizika, spojená s úvěrovým financováním podnikového výzkumu a vývoje, nezbytného pro následné zajištění exportu (patentované vynálezy a objevy, pracovní postupy, dílčí výstupy řešených projektů apod.). Tato podpora zvýší míru pravděpodobnosti úspěšného uplatnění výsledků výzkumu a vývoje a přispěje k zahájení výroby a následně i k exportu investičních celků s vysokou mírou přidané hodnoty.
5. Podpora exportu služeb, který je v ČR – ve srovnání s průmyslově vyspělými zeměmi – drasticky nižší. Stát se u nás zaměřuje především na exportéry zboží běžného a investičního charakteru. Bylo by velmi žádoucí poskytovat silnější podporu exportérům různých služeb, např. vývozcům projektových dokumentací na různé vodohospodářské stavby, dopravní stavby, vývozcům různých informačních technologií apod. Jde především o podporu různých cílených obchodních misí a pilotních studií, podporu předprojektových startovacích studií apod. Díky úspěšným službám se na zahraniční trh mohou dostat další české konzultační i dodavatelské firmy.

Systém státní podpory vývozu investičních celků by měl vždy pružně reagovat na konkrétní podmínky dané země, i na situaci ve světové ekonomice. Podnikatelské subjekty by

však v něm neměly spatřovat trvalý a základní nástroj úspěšnosti jejich exportní politiky v oblasti investičního zboží. Ten spočívá především v kvalitě investičních dodávek, odpovídající jejich ceně, technické úrovni, jakož i v rychlosti jejich realizace a flexibilitě dodavatele schopného reagovat na změny.

4 Kurzové riziko spojené s vývozem investičních celků a varianty jeho řízení

Vývoz investičních celků a devizová expozice

Devizová expozice měří citlivost změn hodnot aktiv, pasív a cash flow vyjádřených – po konverzi ze zahraniční měny – v domácí měně na změny devizového kursu. Devizová expozice je tedy mírou senzitivity hodnot vyjádřených v domácí měně ve vztahu ke změně kurzu. Může se vztahovat jak k nominálním, tak i k reálným hodnotám, tj. k těm, které byly očištěny od vlivu inflace za příslušné období. Ekonomicky jde o podobný problém, jako je rozlišení reálné a nominální úrokové míry. Devizová expozice se váže jak na stavové, tak i na tokové veličiny. Může být analyzována na brutto základě, tj. odděleně pro jednotlivá aktiva a pasíva, či odděleně pro jednotlivé příjmové a výdajové toky. V některých případech je však možné provádět analýzu devizové expozice na netto základě, tj. pro rozdíl aktiv a pasív, či pro výsledná salda příjmů a výdajů v příslušných cizích měnách. Devizová expozice se může měřit (tj. statisticky odhadovat) jako citlivost hodnot vyjádřených v domácí měně jak na skutečné, tak i na očekávané a neočekávané změny devizových kursů. Tento problém začal být zdůrazňován v souvislosti s teoriemi racionálních očekávání a efektivních trhů.

Uplatňované způsoby financování vývozu investičních celků jsou spojeny převážně s financováním v zahraničních měnách. V důsledku toho se do značné míry snižuje devizová expozice exportéra a jeho kurzové riziko – a to přesto, že vývoz investičních celků je spojen s dlouhodobými devizovými pohledávkami, zpravidla se splatností delší než dva roky. Kurzové riziko hraje podstatně menší úlohu ve vývozu investičních celků než ostatní rizika, již dříve zmíněná v tomto příspěvku.

Devizová expozice a kurzové riziko se dotýká spíše odběratele investičního celku. Pokud je měna, ve které vývozce investičního celku inkasuje, současně také měnou, ve které hradí své náklady, je devizová expozice značně omezena. Dotýká se jen té části inkasa, kterou exportér konvertuje do domácí měny. Změna devizového kurzu však ovlivní jeho cash flow tehdy, jestliže část nákladů spojených s výrobou a exportem investičního celku bude vývozní firma hradit v domácí měně. Vývozce investičních celků se v takovém případě setkává se dvěma variantami devizové expozice – s expozicí transakční a s expozicí ekonomickou.

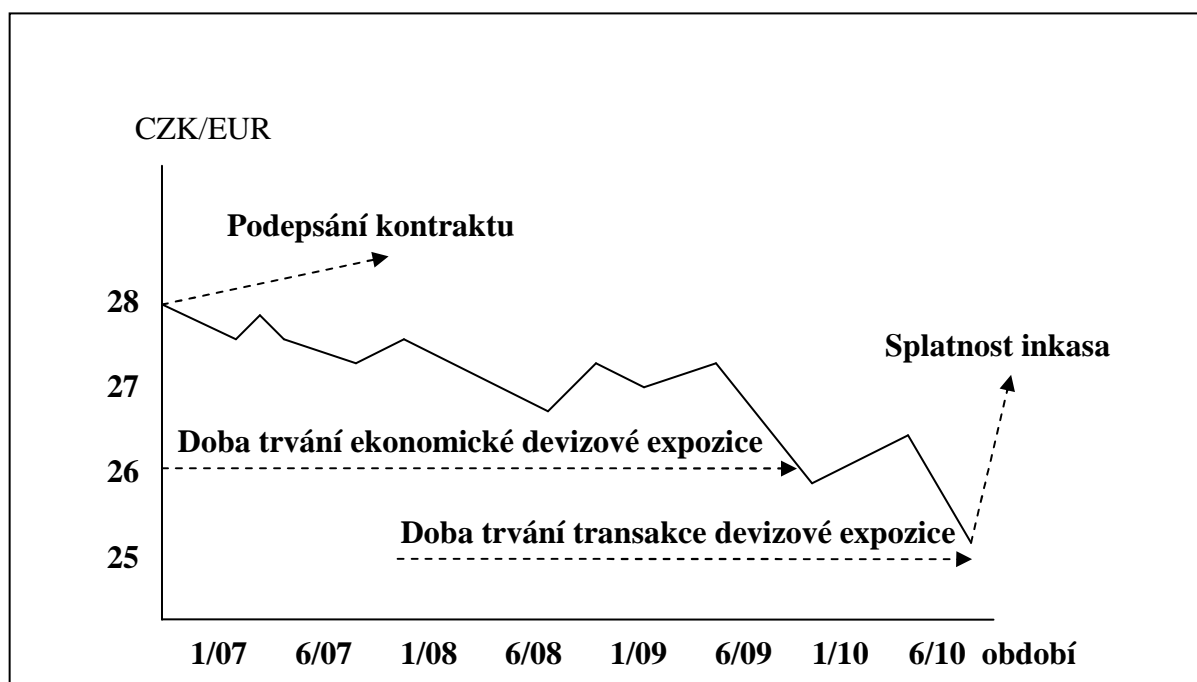
Transakční devizová expozice charakterizuje citlivost budoucích devizových inkas a devizových úhrad (tj. devizových transakcí) vyjádřených v domácí měně na minulé, současné a budoucí změny devizového kurzu. Taková situace není typická pro vývoz investičních celků. V obecné rovině ekonomická devizová expozice charakterizuje citlivost budoucího podnikového cash flow na budoucí změny devizového kursu

Ekonomická devizová expozice vzniká již v etapě výroby investičního celku, kdy firma po uzavření kontraktu např. čerpá úvěr v cizí měně, který využívá částečně k úhradě nákladů v měně domácí, popřípadě čerpá úvěr v domácí měně určený k financování výroby pro vývoz investičního celku při pevně dohodnuté zahraniční ceně v cizí měně. To znamená, že ekonomická devizová expozice trvá po celé období výroby investičního celku až do vzniku

devizového pohledávky a do závěrečné fáze devizového inkasa. Transakční devizová expozice vzniká později. Jedná se až o fázi, kdy se na straně aktiv „objeví“ zahraniční pohledávka za dodané zboží (např. ve formě směňky znějící na dohodnutou částku v zahraniční měně). Ekonomická devizová expozice může vzniknout i v souvislosti s čerpáním úvěru na prospekci zahraničního trhu v cizí měně. Pokud by exportní firma z tohoto úvěru financovala část nákladů v domácí měně, bude čerpání úvěru v domácí měně citlivé na pohyb měnového kurzu a vývozce bude vystaven kurzovému riziku. Český vývozce může čerpat úvěr na prospekci zahraničního trhu až do 65 % uznatelných nákladů na prospekci, přičemž až 15 % z úvěru mohou činit náklady vynaložené v České republice.

Vzájemný vztah ekonomické devizové expozice a transakční devizové expozice ve výrobním, obchodním a finančním cyklu podniku zaměřeného na export nám může objasnit hypotetický příklad (viz Obr. 1). Předpokládejme, že český exportér podepsal v lednu 2007 při očekávaném stabilním kursu 28 CZK/EUR kontrakt na dodávku investičních celků do Francie za 2,5 mld. EUR. Faktura byla vystavena v lednu 2008 se splatností v červnu 2010.

Obr. 1: Časové souvislosti ekonomické a budoucí transakční devizové expozice



Ekonomická devizová expozice je však širší o dopady změn devizového kurzu na postavení odběratele investičního celku na trhu. Tak např. depreciace nebo devalvace měny odběratele investičního celku může podstatným způsobem ovlivnit jeho poptávku po importu investičních celků, nebo zvýšit rizika platby.

Při řízení devizové expozice je především potřeba kvantifikovat částky v cizí měně, které je nutno zajistit proti kurzovému riziku (hedgovat) v souvislosti s volatilitou spotového kurzu v období trvání devizové expozice. Pouze v takovém případě (pokud je trh volatilní) může firma využít některé nástroje k minimalizaci kurzového rizika. Pokud však má změna kurzu charakter dlouhodobé jednostranné apreciacie domácí měny, je využití obvyklých hedgingových technik v podstatě neúčinné.

Finanční teorie se zabývá řízením devizové expozice a kurzového rizika, včetně dlouhodobého v souvislosti s mezinárodním finančním řízením buď přímo v části věnované devizové expozici a hedgingu měnového rizika, financování a řízení krátkodobých a dlouhodobých aktiv a pasiv nebo též v části věnované financování mezinárodního obchodu (Buckley 2003, Eiteman – Stonehill – Moffett 2006, Shapiro 2006). Hlavním smyslem řízení devizové expozice a kurzového rizika není zvýšit střední hodnotu míry zisky v dlouhém období, ale snížit volatilitu míry zisku v čase. Stabilizace hospodářského výsledku výrobního podniku (stejně tak jako banky, investiční společnosti či jiných subjektů) je důležitým prvkem hospodářské politiky každého subjektu. Krytí rizika nemusí vždy vést k dosažení vyššího zisku, umožňuje však riziko minimalizovat.

Řízení devizové expozice a kurzového rizika v České republice

Vývoj kurzu české koruny k americkému dolaru a k euru v posledních deseti letech zřejmě mnoho firem přesvědčil o nutnosti aktivního přístupu k řízení kurzových rizik ve snaze stabilizovat vývoj zisku firmy v čase. Odhady odborníků uvádějí téměř osmdesát procentní měnové zajištění českého exportu (Kotlán, 2009). Jaké nástroje má k řízení své ekonomické a zejména transakční devizové expozice vývozce investičních celků? Ovlivňuje preferovaná forma financování vznik kurzového rizika? Jak významný problém vůbec kurzové riziko při vývozu investičních celků představují?

Změna devizových kurzů vede ke vzniku devizové expozice a kurzového rizika pouze tehdy, když část prostředků čerpaných např. v USD, EUR nebo jiné zahraniční měně používá vývozce na úhradu nákladů v domácí měně. Je zřejmé, že ve financování exportu investičních celků mají jednoznačnou prioritu dlouhodobé odběratelské vývozní úvěry, které jsou naprosto převážně poskytovány v USD nebo v EUR. To má pro vznik kurzového rizika vývozce investičních celků, resp. pro jeho minimalizaci podstatný význam. Kurzové riziko v tomto případě vzniká u odběratele investičního celku, a to pouze v tom případě, že odběratel čerpá úvěr v měně, která je odlišná od té, ve které získává prostředky na jeho splacení. Z tohoto hlediska je lhostejné, zda se financování vývozu investičního celků uskutečňuje na základě přímého nebo nepřímého dlouhodobého vývozního odběratelského úvěru.

Navíc, při poskytnutí vývozního úvěru se obvykle vyžaduje pojištění EGAP nebo jiný obdobný produkt, který slouží i ke krytí kurzového rizika *v případě, že dojde k pojistné události*. Pojištění EGAP kryje kurzové riziko pohybu měnového kurzu české koruny vůči měně, v níž je dodavatelský nebo odběratelský úvěr poskytnut. Pojistné plnění se poskytuje v české měně a pro přepočítání z jiné měny se použije kurz České národní banky platný ke dni rozhodnutí o pojistném plnění.

Kurzové riziko může být do jisté míry ovlivněno i samotnou rizikovostí cílové země vývozu. Z tohoto hlediska jsou země na základě Konsensu OECD zařazeny do 7 rizikových kategorií, kde 7. kategorii představují země s nejvyšší úrovní teritoriálního rizika a 1. kategorii země s minimální úrovní rizika. Klasifikace každé země probíhá zpravidla jednou ročně, nedojde-li k mimořádnému vývoji. Z hlediska rizikovosti cílové země vývozu zauímají např. v úvěrovém portfoliu ČEB (2008) největší podíl úvěry poskytované na vývoz do zemí zařazených do kategorie 3, ve které je zařazeno na základě Konsensu OECD např. Rusko (36,7 %), do kategorie 5, kam spadají např. vývozy na Ukrajinu (21,5 %) a kategorie 6, do které spadají vývozy určené např. do Gruzie a Pákistánu (18,8 %).

Pokud vývozce investičního celku využívá část získaných finančních prostředků denominovaných v cizí měně na úhradu nákladů v domácí měně, je vystaven devizové

expozici. Pro zajištění kurzového rizika, které v této souvislosti vzniká, může využít některé devizové operace, které jsou k dispozici na devizovém trhu. Nejběžnější variantou zajištění kurzového rizika jsou i na českém devizovém trhu *forwardové obchody*. Jejich výhodou je, že s uzavřením nejsou spojeny žádné dodatečné náklady. Forwardový kurz se tvoří na základě spotového kurzu, počtu dnů do splatnosti a úrokových sazeb obou měn. Význam prvkem forwardových obchodů je kurzové rozpětí při kurzu nákup a prodej, tzv. spread. Kurz je vývozci předem známý, takže vývozce může předem plánovat cash flow v domácí měně. Na českém trhu jsou forwardové obchody běžně dosažitelné s vypořádáním obchodu do jednoho roku. Jsou k dispozici i dlouhodobé forwardy s platností delší než jeden rok. Je potřeba počítat s tím, že s delší dobou splatnosti forwardového obchodu se rovněž zvyšuje spread mezi kurzem nákup a prodej. V důsledku toho může zajištění dlouhodobé pohledávky nebo čerpání úvěru (denominovaného v zahraniční měně) vést ke snížení inkasa v domácí měně. Dlouhodobé forwardy jsou omezeny jen na vybraný okruh vedoucích měn. Nevýhodou může být to, že obchod je oboustranně závazný bez ohledu na budoucí vývoj trhu. Vývozce tedy nemůže zvyšovat svůj zisk při eventuálním příznivém vývoji trhu v budoucím období.

Další možnou variantou zajištění kurzového rizika jsou *měnové opce*. Využívání opčních obchodů se začíná postupně na českém devizovém trhu zvyšovat. Při průzkumu obrátů na devizovém trhu v České republice, který proběhl v říjnu 2008, se jednodenní obrat obchodů s opcemi ve srovnání s předchozím obdobím zvýšil. Jejich podíl na celkovém obratu devizových obchodů však zůstal malý. Dosáhl 572 mil. USD, což je 6,5 %. V roce 2003 činil objem opčních obchodů na českém devizovém trhu 70 mil. USD, což bylo pouze 2,9 %.

Výhodou opčních obchodů je, že kupujícímu opce umožňují krytí kurzového rizika při současné možnosti participovat na příznivém vývoji trhu v budoucnosti. Kupující může, ale nemusí opci využít. Nevýhodou je, že kupující musí vždy zaplatit opční prémii, bez ohledu na to, jestli opci využil nebo ne. Náklady na opci snižují tzv. bariérové opce při současném zachování výhod zajištění kurzového rizika využitím opční strategie. Hlavním parametrem bariérové opce je druh její bariéry, podle které klasifikujeme nákup nebo prodej bariérové opce. Za bariéru je považovaná úroveň kurzu, při níž dochází ke vzniku opce (aktivace) nebo k zániku opce (dezaktivace). Nevýhodou bariérových opcí je ztráta jistění kurzového rizika při dezaktivaci na nežádoucí úrovni, nebo vynaložení zbytečného nákladu v případě, že nedojde k aktivaci opce.

Jak forwardové obchody, tak měnové opce lze využívat rovněž k dlouhodobému zajištění kurzových rizik. Dlouhodobé zajištění je však spojeno s vyššími náklady (nebo nižšími výnosy) a je vždy předmětem posouzení individuálních exportních případů.

Vývozce investičního celku může zvážit i jiné varianty zajištění kurzového rizika, např. využití peněžního trhu a porovnat jejich výhodnost či nevýhodnost.

Závěr

Vývoz investičních celků je důležitým prvkem průmyslové a exportní vyspělosti jednotlivých zemí a firem. Má významné multiplikační účinky.

Optimální financování exportu investičních celků je důležitým předpokladem úspěchu v konkurenčním boji o získání investičních zakázek.

Nejrozšířenější variantou financování vývozu investičních celků v České republice je odběratelský úvěr přímého a nepřímého charakteru. Významnou úlohu při jeho poskytování

má Česká exportní banka, jejímž prostřednictvím se realizuje státní podpora vývozu. Exportní garanční zajišťovací společnost se soustřeďuje na pojištění vývozních úvěrových rizik, která jsou u vývozu investičních celků velice rozsáhlá a specifická. Ve srovnání s nimi jsou relativně menší kurzová rizika.

Méně využívanými variantami financování vývozu investičních celků jsou projektové financování, exportní leasing a dodavatelský úvěr.

Prohlubující se ekonomická krize a s ní související hluboký pokles vývozu si vynucuje zdokonalení celého systému financování exportu investičních celků. Jde především o rozšíření státem zvýhodněného exportního úvěrování do zemí mimo EU, širší podporu projektového financování, rozšíření úvěrové i pojistné podpory na developerské projekty, předexportní financování a na export služeb.

Literatura

- [1] Buckley, A. (2003): *Multinational Finance*. London, Financial Times Management, 2003.
- [2] ČEB (2008): *Základní údaje o úvěrovém portfoliu banky*. [on-line] Praha, Česká exportní banka, c2008, [cit. 10. 3. 2009],
<http://www.ceb.cz/index.php?option=com_content&task=view&id=8&Itemid=51>.
- [3] EGAP (2008): *Předběžné výsledky 2007*. [on-line] Praha, Exportní garanční a pojišťovací společnost, c2008, [cit. 10. 3. 2009],
<<http://www.egap.cz/informacni-servis/zpravy-a-clanky/zpravy/2008-01-22.php>>.
- [4] Eiteman, D. K. – Stonehill, A. I. – Moffett, M. H. (2006): *Multinational Business Finance*. Reading, Addison Wesley, 2006.
- [5] Kotlán, V. (2009): *Slabá koruna průmysl nespasí*. Hospodářské noviny, 5. 2. 2009
- [6] Kubátová, Z. (2008): *Říman chce podpořit vývoz na východ*. Hospodářské noviny, 14. 10. 2008, s. 15.
- [7] OECD (2005): *Trade Department, Arrangement on Officially Supported Export Credits*. Paris, OECD, 2005.
- [8] Shapiro, A. C. (2006): *Multinational Financial Management*. New York, Wiley, 2006.
- [9] Svoboda, J. (2009): *Obrat obchodu Česka s cizinou prudce klesá*. Právo, 10. 3. 2009, s. 18.
- [10] Šimůnek, P. (2009): *Situace bude vážná, ale plán na krizi už máme (rozhovor s předsedou vlády M. Topolánkem)*. Hospodářské noviny, 9. 2. 2009.

Financování vývozu investičních celků

Jaroslava Durčáková – Josef Valach

ABSTRAKT

Financování vývozu investičních celků je charakteristické vysokou kapitálovou náročností, strukturovaným financováním, zapojením exportních bankovních a pojišťovacích agentur, dlouhodobostí a existencí různých rizik investičního a platebního charakteru. Kurzová rizika jsou relativně menší. Vývozce je vystaven devizové expozici a riziku v těch případech, kdy používá část prostředků poskytnutých v zahraniční měně na úhradu nákladů v domácí měně. Základními variantami financování exportu investičních celků jsou dlouhodobé dodavatelské a odběratelské úvěry, projektové financování, exportní finanční leasing a předexportní financování. Ve většině zemí existují národní systémy podpory exportu pomocí speciálních exportních bank a zajišťovacích společností. Státní podpora vývozu investičních celků nesmí narušovat mezinárodní konkurenční prostředí. Probíhající ekonomická recese v České republice si vyžaduje zdokonalení celého systému exportního financování. Měl by se ještě více rozšířit na oblast mimo Evropské unie, na developerské projekty, předexportní financování, financování prospekce zahraničních trhů a vývoz služeb.

Klíčová slova: Vývoz investičních celků; Exportní dodavatelský a odběratelský úvěr; Projektové financování exportu; Předexportní financování; Podpora exportu; Kurzové riziko; Transakční a ekonomická devizová expozice; Zajištění kurzového rizika.

Export Investment Units Financing

ABSTRACT

. Typical requirements for investment units export financing are high capital, specialized financing and export banks that are associated with insurance agencies. Investment units export financing is often accompanied with various long term investment risks and payment risks. Foreign exchange exposure and risk are relatively low in comparison with the other risks. Common alternatives of export investment units export financing are supplier and customer long term credits, project financing, export financial leasing, and pre-export financing. The majority of countries have national systems of export promotion by means of special export banks and securing societies. State export promotion of investment units must not disturb the international competitive environment. Economic recession in the Czech Republic requires improvement of entire export financial system. This system should be expanded outside European Union, and also offered to project developers. More funding should be allocated in order to sufficiently cover pre-exporting financing, financing of foreign market prospects, and export of services.

Key words: Export of investment units; Export supplier and customer credits; Export project financing; Export financial leasing; Pre-export financing; Export promotion; Foreign exchange exposure; Foreign exchange risk; Hedging.

JEL classification: G31, G34.