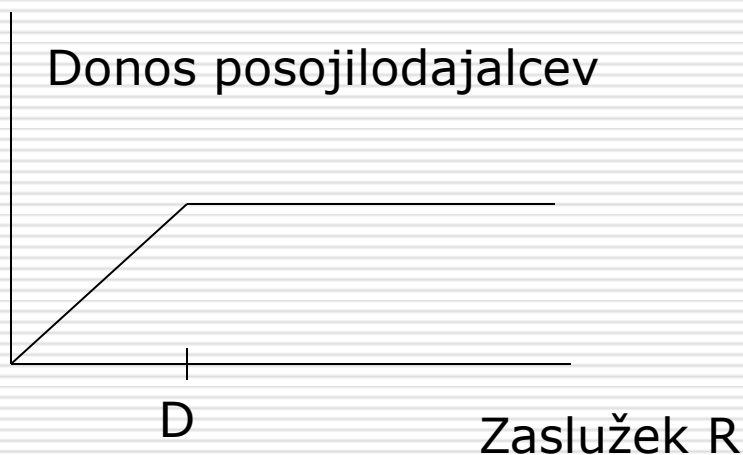


CF Glavna opažanja

Glavna vloga CF

- Napoved in nasvet glede izdaje vrednostnih papirjev
 - Poslovni cikel podjetja
 - Pravica do denarnih tokov (cash flow rights)
 - Pravica do odločanja (control rights)
 - Dolg (vs. Lastniški kapital)
 - Zahtevke do fiksne plačila
 - Lastniki dobijo ostalo
 - Če dolg ni odplačan, posojilodajalci dobijo, kar ostane, lastniki ničesar
-

Dolg vs. lastniški kapital



□ Modigliani Miller

- $V_E + V_D = E(\max(0, R - D)) + E(\min(R, D))$

- $V_E + V_D = R$

- Ni odvisno od dolga D

□ Poenostavitve in predpostavke

Predpostavke in poenostavitve MM

□ Poenostavitve

- Več donosov tekom let
- Veliko delničarjev (ali le eden)
- Veliko posojilodajalcev (ali le eden)
- Pravice do odločanja (lastniki, posojilodajalci, posojilne zaveze?)
- Težko je preveriti R
- Dolg je lahko podrejen, zavarovan,...

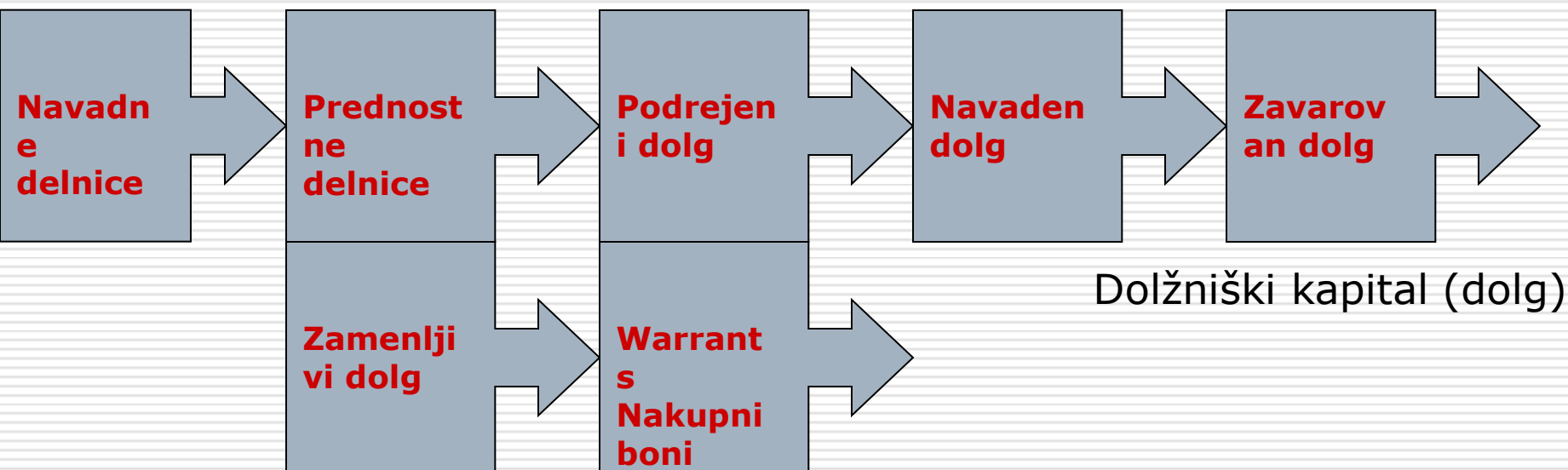
□ Predpostavke

- Ni davkov, spodbud!! Kaj pa, če so davki?
 - Manager maksimizira vrednost podjetja
 - In ne lastniškega kapitala
 - Jensen, Meckling (1976)
 - Pazi, kako nagradiš managerja (Moralni hazard)
 - Manager nima več informacij kot delničarji
 - Myers in Majluf (1984)
 - Dejanja managerja so signal za finančne trge (Adverse selection)
-

Dolg vs lastniški kapital

- Meja ni vedno jasna

Lastniški kapital (Equity)



Dolžniški instrumenti

- Značilnosti
 - Velikost dolga, dospelost, obrestna mera, odplačila
 - Mehanizem za prenos informacij
 - Pozitivne (negativne) omejitvene zaveze
 - Konfliktni vidik (dividende, zadolževanje, zamenjava sredstev)
 - Kontrolni vidik (kreditor upravlja s podjetjem v primeru težav)
 - Primer neplačila: Prioriteta v US
 - Stroški upravljanja bankrota
 - Neplačani davki
 - Zavarovan in nadrejeni dolg
 - Podrejeni dolg
 - Prednostne delnice
 - Navadne delnice
-

Dolžniški instrumenti značilnost II

- Zavarovanje (colateral)
 - Zaloge, zemljišča, stroji, garancije banke, države
 - Trgovanje in likvidnost
 - Asimetrija informacij
 - Bančni dolg vs. Obveznice (public vs. private debt)
 - Dospelost
 - Delovni kredit (terjatve do kupcev, obveznosti do dobaviteljev: 2-10 net 30)
 - Kreditne linije
 - Komercialne obveznice
 - Kreditna analiza
 - CCCCC: Character, Capacity, Capital structure, Collateral, Conditions
 - Kreditne agencije
-

Izučeni vs. razpršeni posojilodajalci

- Nadzor
 - Ex ante (Selekcija dobrih podjetij)
 - Ex post (med posojanjem)
 - Omejitvene zaveze
 - Senioriteta, varnost, dospelost
 - Bančna posojila so nadrejena in kratkoročna
 - Ponovna pogajanja
 - Certificiranje
 - Stroški izdaje
-

Visoko (vs nizko) kvalitetni posojilojemalci

- Dospelost

- Likvidnost

- Se lahko zadolžujejo na trgu

- Komerčni papirji (komercial paper)

- Nimajo toliko težav tudi,

- če se pojavi stiskanje na kreditnem trgu

- Če imajo probleme banke

Lastniški instrumenti

- Privatni kapital in sofisticirani investitorji
 - Skladi tveganega kapitala (venture kapital)
 - Začetno financiranje, malih, tveganih podjetij
 - LBO (leverage buyout) specialisti
 - Odkup s finančnim vzvodom
 - Zrela podjetja, z določljivim denarnim tokom
-

Skladi tveganega kapitala (VC)

- Apple, Google, Intel, Microsoft
 - Zaprti skladi, za 10 let se zadolžijo pri investitorjih
 - Močen nadzor nad podjetjem
 - Pozicija v nadzornem svetu
 - Znanje
 - Natančen opis različnih faz v podjetju
 - Prototip, testiranje, razvoj, patentiranje, rast
 - Dovolj denarja le za tisto fazo in nič več
 - VC lahko vedno zahteva vračilo denarja
 - VC lahko odstavi managerja
 - VC lahko prepreči dodatno zadolževanje
 - VC lahko zahteva življensko zavarovanje managerja
 - Pogosto ima VC prednostne delnice (ali zamenljive delnice)
 - Izhod: IPO (prva javna ponudba delnic), prodaja večjemu podjetju
 - Če gre podjetju slabo, VC zaseže kontrolne pravice in lastniški delež
-

VC

- Pomemben je UGLED
 - Primerjava z bančnim dolgom
 - VC ima več kontrolnih pravic
 - VC ima manj omejitvenih zavez in zavarovanj
 - Zato primernejši za podjetja z dobrimi idejami, brez zavarovanj in brez pričakovanih denarnih tokov v bližnji prihodnosti
-

IPO in druga izdaja na trgu kapitala

- 4 koraki
 - Lastnik je eden ali več podjetnikov
 - Nekaj zunanjih investitorjev ali banka
 - Izdaja delnic
 - Nove izdaje delnic
 - Slabosti izdaje delnic
 - Draga (7% gre investicijski banki)
 - Podcenjene delnice (15%-20%)
 - Prednosti izdaje delnic
 - Svež denar
 - Neodvisnost od trenutnih financerjev
 - Likvidnost
 - Poveča ugled podjetja
 - Prednost družinskih podjetij: dolgoročnost, nizke plače, profitabilnost
 - Problem družinskih podjetij: nasledniki
-

Izdaja novih delnic

- Podpisnik (underwriter)
 - Garantira za uspešno izdajo delnic (60%)
 - Lahko pa je tudi izdaja umaknjena, če ne bi prišlo do dovolj zaupanja (40%)
 - Konflikt interesov
 - Hkrati ocenjujejo vrednost delnic
 - Nove delnice lahko najprej kupijo obstoječi delničarji
 - Druge vrednostne papirje, ki se lahko pretvorijo v delnice
-

Kako se podjetja financirajo

- Večinoma z zadržanimi dobički
 - Kontinentalna EU in Japonska večinoma z bančnim dolgom
 - UK in US obveznice in delnice
-

Oblika plačevanja lastnikov

	Podjetje mora zadržati dobičke	izplačati dobičke
Priložnosti za rast	visoka	nizka
Medčasovna korelacija dobičkov	visoka	nizka
finančna omejitev	šibka	velika
dobički so	majhni	veliki

Nova izdaja lastniškega kapitala

- Negativno vpliva na vrednost delnic
 - Negativni vpliv je manjši v času razcveta gospodarstva
 - Sledenje trgu (market timing)
 - V času razcveta gospodarstva podjetja izdajo delnice
 - V času recesije se obrnejo na banke
 - Majhna podjetja so bolj podvržena temu ciklu
 - Podjetja izdajo delnice, ko njihova vrednost naraste
-