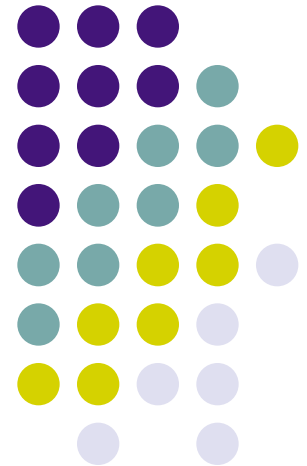


Finančne institucije in trgi

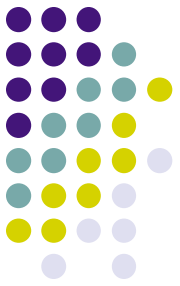
Aleš Berk Skok

Investicijsko bančništvo

Katedra za denar in finance
Ekonomski fakulteta Univerze v Ljubljani

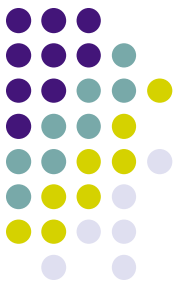


Izhodišče



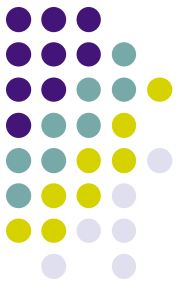
- Storitve investicijskih bank
- Borznoposredniške družbe (BPH)
- Pravna ureditev dejavnosti finančnega posredništva
- Tveganja BPH
- Vrednotenje BPH
- Interakcija z drugimi finančnimi institucijami

Storitve investicijskih bank



- Glavna vloga IB je pomoč pri pridobivanju novega kapitala podjetij
- IB večinoma delujejo kot posredniki, manjkrat pa kot vlagatelji ali pa posojilodajalci
- Vzpostavljanje izdaje VP (*origination*)
 - Prevzemanje izdaje (*underwriting*) oz. organizacija sindikata prevzemnikov izdaje (*underwriting syndicate*)
 - Prodaja po najboljših močeh (*best-effort selling*)
- Distribucija VP
 - Izdajo je potrebno registrirati pri nadzorniku (SEC, ATVP), pri čemer se tudi priloži prospekt, ki je temeljni dokument, iz katerega se potencialni vlagatelji informirajo o finančnih podrobnosti VP – postopek registracije naj bi zagotovil, da so vlagateljem na voljo točne informacije

Storitve investicijskih bank (nad.)



- IB navadno skupaj z izdajateljem organizira t.i. road show, z namenom predstavitve institucionalnim vlagateljem
- Nekatere IB na drobno distribuirajo (prevzete) VP prek BPD
- Podjetja IB plačajo stroške izdaje (*flotation costs*):
 - Stroški prevzema (*underwriter fee*)
 - Stroški postopka (tiskanja, registracije, računovodskih storitev, pravnih storitev, idr.)
- Storitve svetovanja
- Zaprta izdaja (*private placement*)
 - Majhen krog vlagateljev
 - Registracija ni potrebna (v ZDA t.i. pravilo 144A)
 - Stroški za podjetje seveda v tem primeru precej nižji

Informacija o izdaji delnic



THE WALL STREET JOURNAL: FOLLOWING THE NEWS

New Securities Issues

Information about new securities being issued is presented in distinctive advertisements published in the *Wall Street Journal* and other newspapers. These advertisements, called "tombstones" because of their

appearance, are typically found in the "Money and Investing" section of the *Journal*.

The tombstone shown here indicates the number of shares of stock being issued (24,636,659 shares for Google) and the investment banks involved in selling them.

Google™

24,636,659 Shares

Initial Public Offering of Class A Common Stock
(par value \$0.001 per share)

Expected Price Range: \$108 to \$135 per share

You may obtain an electronic copy of the preliminary prospectus from any of the underwriters listed below.

Joint Book-Running Managers

Morgan Stanley

Credit Suisse First Boston

Goldman, Sachs & Co.

Citigroup

Lehman Brothers

Allen & Company LLC

JPMorgan

UBS Investment Bank

WRHambrecht+Co

Thomas Weisel Partners LLC

Ameritrade

M.R. Beal & Company

William Blair & Company

Blaylock & Partners, L.P.

Cazenove Inc.

Deutsche Bank Securities

E*TRADE Securities Inc.

Epoch Securities, Inc.
(distributed by Charles Schwab & Co., Inc.)

Fidelity Capital Markets
(a division of National Financial, LLC,
a Fidelity Investments company)

HARRISdirect

Lazard

Needham & Company, Inc.

Piper Jaffray

Ramirez & Co., Inc.

Muriel Siebert & Co., Inc.

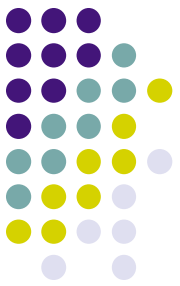
Utendahl Capital

Wachovia Securities

Wells Fargo Securities, LLC

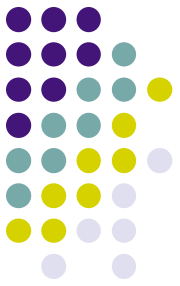
The offering referred to above constitutes a new financing for the company. 14,142,135 of the shares will be issued and sold by Google and 10,494,524 of the shares will be sold by the selling stockholders. A registration statement relating to these securities has been filed with the Securities and Exchange Commission but has not yet become effective. These securities may not be sold nor may offers to buy be accepted prior to the time the registration statement becomes effective. This communication shall not constitute an offer to sell or the solicitation of an offer to buy nor shall there be any sale of these securities in any state in which such offer, solicitation or sale would be unlawful prior to the registration or qualification under the securities laws of any such state.

Storitve investicijskih bank (nad.)



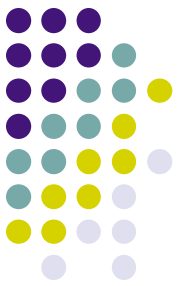
- Vzpostavljanje izdaje obveznic:
 - IB predlagajo primeren nivo zadolžitve (glede na obstoječe finančno stanje podjetja)
 - Kuponska obrestna mera, dospelost idr. podrobnosti
 - Obstoječe izdaje obveznic merodajne za vrednotenje (določanje kuponske obrestne mere)
 - Registracija pri nadzorniku obvezna (isto kot pri delnicah)
 - Stroški izdaje navadno nižji kot pri delnicah
 - Investicijska banka lahko, kot pri delnicah, oblikuje sindikat
 - Investicijska banka svetuje podjetju pri izdaji
 - Nekatera podjetja se z več IB pogajajo za najboljše pogoje izdaje (*competitive bid*)

Storitve investicijskih bank (nad.)



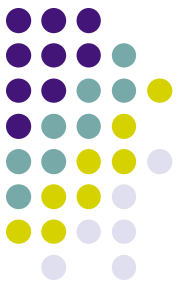
- Vzpostavljanje izdaje obveznic (nad.):
 - Distribucija novoizdanih obveznic:
 - Zaprta izdaja (bolj pogosta kot pri delnicah)
 - Prihranek na stroških izdaje

Storitve investicijskih bank (nad.)



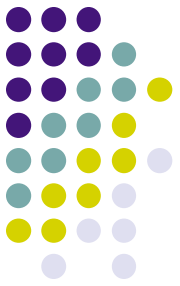
- Vloga pri odkupih z zadolžitvijo - LBOs (*leverage buyouts*)
 - Investicijska banka oceni trg
 - Zagotavljanje financiranja in odkupovanje delnic, ki so v lasti javnosti (majhnih vlagateljev)
 - IB nudijo storitve svetovanja
 - IB kupijo določena sredstva (naložbe) podjetja, ki se odkupuje → s tem nudi finančno pomoč “prevzemnikom”
 - Povečevanje tveganja IB
 - Merrill Lynch je za namene financiranja odkupov z zadolžitvijo ustanovil vzajemni sklad
 - Nalagajo v visokotvegane obveznice (*junk bonds*) odkupljenih podjetij
 - Zagotavlja premostitveno kreditiranje za čas, ko (visokotvegane) obveznice še ne morejo biti izdane

Storitve investicijskih bank (nad.)



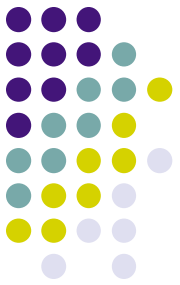
- IB in izvajanje arbitražnih poslov:
 - **Arbitražna dejavnost** (*arbitrage activity*) vključuje nakup podcenjenih VP in preprodaja po višji ceni
 - **Podjetja, ki izvajajo arbitražo** (*arbitrage firms*) iščejo podcenjena podjetja in zagotavljajo vire financiranja zanje
 - **Čiščenje sredstev** (*asset stripping*) – gre za nakup podjetja in prodajo po delih
 - Vsota delov podjetja je večja kot podjetje kot celota

Storitve investicijskih bank (nad.)



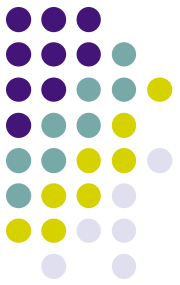
- IB zaslužijo svetovalno provizijo in provizijo za financiranje prek izdanih obveznic, s katerimi se izvaja arbitražna dejavnost
- Provizija od prestrukturiranja (*divestiture fee*)
- Obresti na premostitvena posojila
- Svetovanje glede obrambe pred prevzemom in izvajanje finančnih prevzemov
- Nekatera arbitražna podjetja zavestno izvajajo sovražne prevzeme, ker pričakujejo da se bo vmeša dejanski prevzemnik, ki ima strateške (sinergijske) učinke
 - Nekaj poskusov arbitraže propade, saj so podjetja uspešna pri obrambi pred prevzemom

Storitve investicijskih bank (nad.)



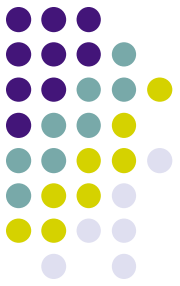
- Zgodovina arbitražne dejavnosti:
 - **Greenmail** (bo podjetje tarča delnice odkupilo nazaj??)
 - Nekateri IBFs pomagajo financirati t.i. greenmail
 - Arbitražna aktivnost ima mnogo kritikov:
 - Posledica teh aktivno je visoka zadolženost in posledično finančno tveganje za prevzeto podjetje
 - Izguba delovnih mest

Sodelovanje IB pri prestrukturiranju podjetij



- Svetovanje pri prestrukturiranju (ang. corporate restructuring)
 - Ocena sinergij
 - dela ločeno vredna več kot skupaj ali obratno
 - IB v nekaterih primerih predlaga kapitalski izrez (*carve-out*), pri katerem podjetje proda del podjetja (poslovno enoto) novim delničarjem v postopku prve javne izdaje (IPO)
 - Vsota delov podjetja je vredna več kot podjetje kot celota
 - Postopek je lahko izveden kot oddelitev (*spin-off*)

Sodelovanje IB pri prestrukturiranju podjetij (nad.)



- Svetovanje pri združitvah in prevzemih
 - Ključno vlogo (od kje znanje in občutek?)
 - Investicijske banke lahko prevzemniku pomagajo na več načinov:
 - Prek zagotavljanja posojil
 - Prek izdaje obveznic ali delnic (*underwriting*)
 - Prek lastnih vložkov v nakup tarče (ali delnic prevzemnika)

Sodelovanje IB v prevzemu

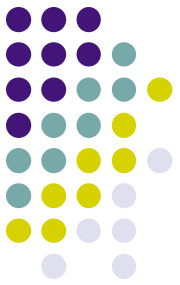
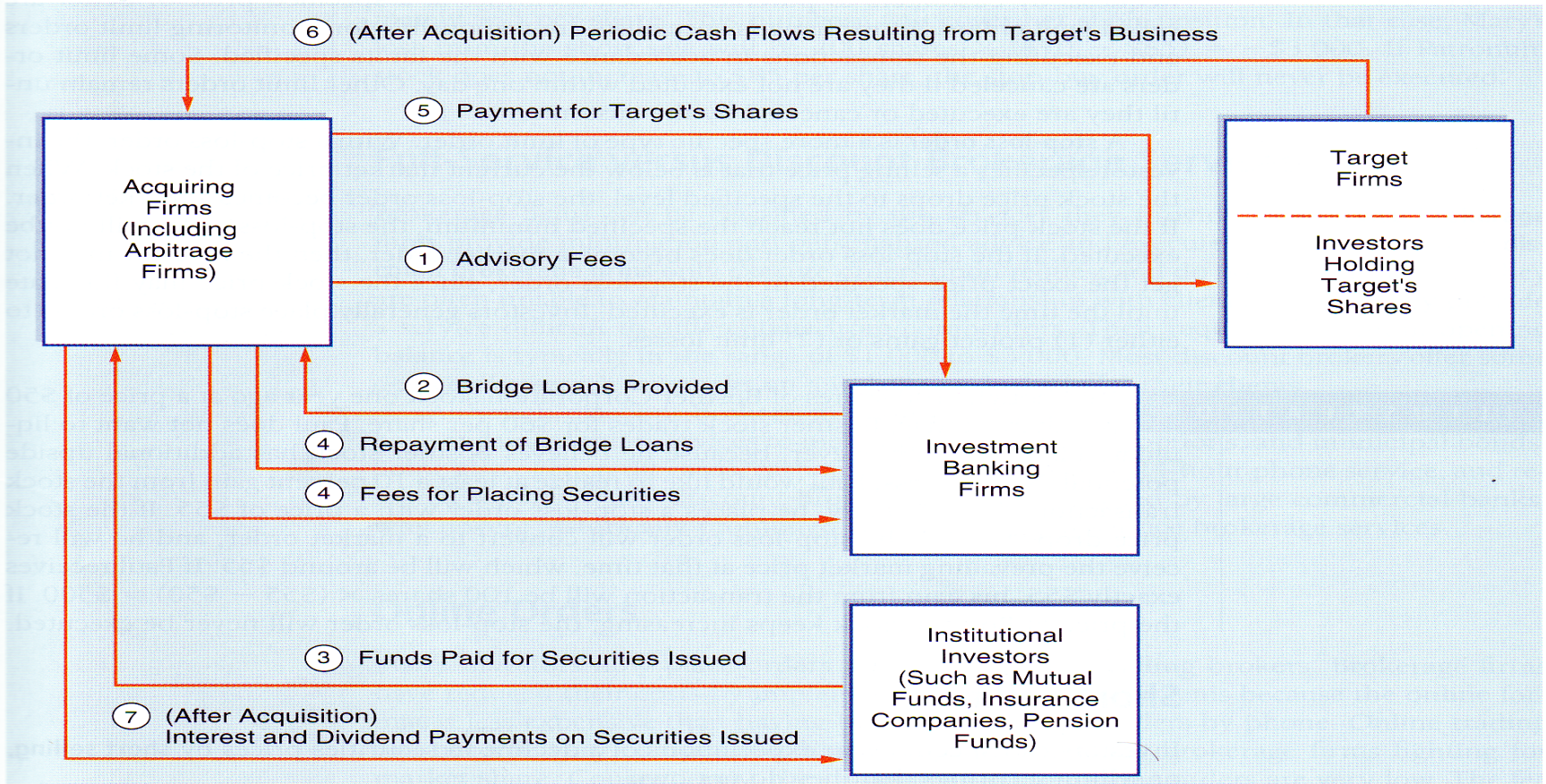


EXHIBIT 24.1 Participation of Investment Banking Firms in an Acquisition



Madura (2006).

Največjih 10 investicijskih bank



FINANCIAL NEWS

Global IB Revenue Ranking - 09 May 2010 - 08 May 2011

Pos.	Bank	Rev \$m	% Share	Previous year rolling	DCM (% of Rev)	ECM (% of Rev)	Loans (% of Rev)	M&A (% of Rev)
1	JPMorgan	5,813	7.9	1	28%	25%	22%	25%
2	Bank of America Merrill Lynch	5,250	7.1	2	29%	26%	26%	19%
3	Goldman Sachs	4,488	6.1	3	24%	31%	8%	37%
4	Morgan Stanley	4,363	5.9	4	24%	36%	8%	31%
5	Credit Suisse	3,880	5.3	5	28%	26%	15%	31%
6	Deutsche Bank	3,843	5.2	7	35%	27%	14%	24%
7	Citi	3,213	4.4	6	37%	27%	15%	21%
8	Barclays Capital	3,005	4.1	9	37%	21%	21%	21%
9	UBS	2,827	3.8	8	28%	34%	9%	29%
10	Wells Fargo Securities	1,405	1.9	15	32%	23%	41%	4%
11	RBC Capital Markets	1,280	1.7	14	33%	30%	18%	20%
12	RBS	1,269	1.7	11	54%	12%	24%	10%
13	Nomura	1,238	1.7	10	16%	56%	3%	24%
14	BNP Paribas	1,234	1.7	12	44%	8%	32%	16%
15	HSBC	1,177	1.6	13	48%	16%	21%	15%
16	Jefferies & Company	752	1.0	23	24%	19%	9%	48%
17	Mizuho	723	1.0	16	22%	42%	27%	9%
18	Lazard	695	0.9	22	0%	0%	0%	100%
19	Credit Agricole CIB	689	0.9	19	35%	17%	36%	13%
20	SG Corporate & Investment Banking	608	0.8	21	34%	15%	31%	20%
	Subtotal	47,751	64.9		30%	27%	17%	26%
	Total	73,632	100.0		27%	30%	18%	25%

Največjih 10 investicijskih bank v perspektivi



Investment bank	2005	2004 rank	2011 (9 May 10-8 May 11)	2011 rank
J.P. Morgan	6.80%	3	7.90%	1
Bank of America Securities (Bank of America Merrill Lynch)	3.60%	10	7.10%	2
Goldman Sachs	5.00%	9	6.10%	3
Morgan Stanley	7.30%	2	5.90%	4
Credit Suisse First Boston	6.40%	6	5.30%	5
Deutsche Bank	5.90%	7	5.20%	6
Citigroup	9.40%	1	4.40%	7
UBS	5.30%	8	3.80%	8
Merrill Lynch	6.60%	4	BoAML	
Lehman Brothers	6.50%	5	Bankrupt	

Wall Street Journal, 3. jan 2005 in Dealogic, 15.5.2011.

Investicijske banke: rangirnje po plačah in nagradah



- 1. **Blackstone** – \$3.6bn (total compensation pot in 2010), \$810,717 (average staff payout)
- 2. **Greenhill & Co** – \$159.9m, \$551,379
- 3. **Deutsche Bank** (investment bank only) – \$8.07bn, \$510,474
- 4. **Lazard** - \$1.7bn, \$501,415
- 5. **Goldman Sachs** – \$15.4bn, \$431,000
- 6. **UBS Investment Bank** – \$6.95bn, \$418,009
- 7. **J.P. Morgan** (investment bank only) – \$9.7bn, \$380,000
- 8. **Credit Suisse** (investment banking) – \$297,944
- 9. **Morgan Stanley** - \$16.0bn, \$256,000

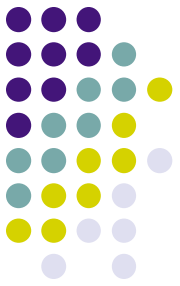
equity-research.com, 15.5. 2011.

Storitve borznega posredovanja



- **Tržna naročila** (*market orders*) strank so vezana na trenutno tržno ceno VP in se izvršijo takoj, ko se naročilo pojavi v trgovalnem sistemu
- **Naročila z omejitvijo** (*limit orders*) pa so vezana na določeno minimalno ali maksimalno ceno:
 - Zaščito pred maksimalno izgubo na določenem VP predstavlja t.i. stop-loss naročilo (*ang. stop-loss order*)
- **Kratka prodaja** (*short selling*)
 - Prodaja VP, ki ga vlagatelj nima v premoženju (obvezno si ga mora sposoditi)
 - Uporablja se za špekularanje o padcu cene VP
 - Prodajalec, ki se poslužuje kratke prodaje, posojevalcu “vrne” vse prejete dividende (denarne tokove)

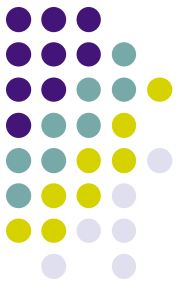
Storitve borznega posredovanja (nad.)



Celotna storitev BP in posredovanje brez storitev svetovanja (*full-service vs. discount brokerage services*):

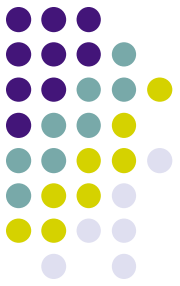
- BPD, ki nudijo celotno storitev: informacije in svetovanje (priporočilo za določene naložbe) ter izvedba naročila
- **BPD, ki ne nudijo celotne storitve** (*discount brokerage firms*) samo na zahtevo strank izvajajo transakcije, brez storitev svetovanja
 - Minimalni vložek je navadno \$1000 ali \$3,000
 - Večino teh posrednikov zadnje čase nudi informacije na domači strani.
 - “Online-trading” postal zelo konkurenčen (strošek danes cca. 25\$ za 100 delnic).

Viri prihodkov



Investment Banking Services	
Underwriting	➤ Fees from underwriting stock or bond offerings
Advising	➤ Fees for advice to firms about identifying potential targets, valuing targets, identifying potential acquirers, protecting against takeover
Restructuring	➤ Fees for facilitating mergers, divestitures, carve-outs, spin-offs
Brokerage services	
Management fees	➤ Fees for managing securities portfolios
Trading commissions	➤ Fees for executing trades securities requested by individual or firms in the secondary market
Margin interest	➤ Interest charged to investors who buy securities on margin
Investing its own funds	
Investing	➤ Profits from investing in securities

Viri prihodkov (nad.)



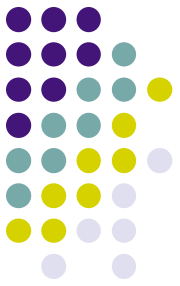
- Sestava prihodkov (strateški vidik)
 - Nekateri IB bolj aktivni na trgu IPO (npr. Goldman Sachs), drugi bolj pri borznem posredovanju (npr. Charles Schwab)
 - Kot je prvih ponudb delnic relativno veliko, so dohodki (ustvarjeni z posredovanjem pri izdaji) visoki
 - Veliko IB oz. BPD zaradi velike nestanovitnosti (IPO trg se v času recesije praktično zlomi oz. presahne) skušajo pridobiti ekonomijo obsega, poleg tega pa se razpršiti v več dejavnosti (npr. upravljanje premoženja, ki je (vsaj v primerjavi s trgom IPO) izrazito neciklično)

Pravna ureditev v dejavnosti finančnega posredništva



- Podjetja v finančnem posredništvu so podvržena številnim predpisom.
- Cilji pravne ureditve:
 - Integriteta trga (pošteni, učinkoviti in transparentni trgi)
 - Zaščita vlagateljev
 - Spodbujanje konkurence
 - Minimizirati sistemsko tveganje
 - Vzdrževanje zaupanja
- Raven pravne ureditve je odvisna od kompleksnosti finančnih produktov in storitev

Temeljno izhodišče



- Nadzornik naj bi zagotavljal, da imajo (potencialni) vlagatelji enak dostop do informacij
- Nadzornik naj bi zagotavljal, da javne delniške družbe objavljajo občutljive informacije obstoječim in potencialnim vlagateljem
- Nadzornik, na podlagi zakonov o trgu vrednostnih papirjev za splošna pravila trgovanja

Osnovna zakonodaja v Sloveniji



Zakon o trgu finančnih instrumentov (ZTFI - dec 2010; prej ZTVP-1)

→ <http://www.a-tvp.si/Default.aspx?id=27>

Zakon o prevzemih (ZPre-1 - 2008)

→ <http://www.a-tvp.si/Default.aspx?id=29>

ZTFI – osnovna določila



32. člen

(opravljanje investicijskih storitev in poslov)

(1) V Republiki Sloveniji lahko investicijske storitve in posle opravlja:

1. borznoposredniška družba, ki za to pridobi dovoljenje agencije,
2. investicijsko podjetje države članice, ki ni banka ali posebna finančna institucija in ki v skladu s tem zakonom ustanovi podružnico v Republiki Sloveniji oziroma je v skladu s tem zakonom upravičena neposredno opravljati investicijske storitve in posle v Republiki Sloveniji,
3. podružnica investicijskega podjetja tretje države, ki ni banka in ki pridobi dovoljenje agencije za ustanovitev.

(2) V Republiki Sloveniji lahko investicijske storitve in posle opravlja tudi:

1. banka, ki za to pridobi dovoljenje Banke Slovenije,
2. banka ali posebna finančna institucija države članice, ki v skladu z ZBan-1 ustanovi podružnico v Republiki Sloveniji oziroma je v skladu z ZBan-1 upravičena neposredno opravljati investicijske storitve in posle v Republiki Sloveniji,
3. podružnica banke tretje države, ki pridobi dovoljenje Banke Slovenije za ustanovitev in je v skladu z ZBan-1 upravičena opravljati investicijske storitve in posle.

(3) V Republiki Sloveniji lahko investicijske storitve v zvezi z upravljanjem MTF opravlja tudi upravljavec organiziranega trga, ki izpolnjuje pogoje iz prvega odstavka tega člena.

(4) Nihče drug razen oseb iz prvega do tretjega odstavka tega člena ne sme opravljati investicijskih storitev in poslov.

(5) Četrty odstavek tega člena se ne uporablja za osebe iz prvega odstavka 34. člena tega zakona glede storitev in poslov, na katere se nanašajo izjeme, ki jih določa navedeni člen.

ZTFI – osnovna določila



53. člen (splošna pravila o sestavi prospekta)

(1) Če v 60. členu tega zakona ni določeno drugače, mora prospekt vsebovati vse informacije, ki so ob upoštevanju značilnosti izdajatelja in vrednostnih papirjev, ki bodo predmet ponudbe javnosti oziroma uvrstitve v trgovanje na organiziranem trgu, potrebne, da vlagatelji na njegovi podlagi lahko opravijo oceno:

1. premoženja in obveznosti, finančnega položaja, poslovnih izidov in razvojnih možnosti izdajatelja in morebitnega poroka ter
2. pravic, ki izhajajo iz vrednostnih papirjev.

(2) Informacije, vsebovane v prospektu, morajo biti pravilne in popolne.

(3) Informacije v prospektu morajo biti predstavljene tako, da je mogoča njihova enostavna analiza ter da je prospekt pregleden in razumljiv.

(4) Prospekt mora vsebovati:

1. informacije glede izdajatelja,
2. informacije glede vrednostnih papirjev, ki bodo predmet ponudbe javnosti oziroma uvrstitve v trgovanje na organiziranem trgu, in
3. povzetek prospekta.

(5) Če se prospekt nanaša na uvrstitev v trgovanje dolžniških vrednostnih papirjev, ki se glasijo na nominalni znesek, ki ni manjši od 50.000 eurov, ni treba, da bi vseboval povzetek prospekta.

ZTFI – osnovna določila

10.2 Prepovedana ravnanja zlorab trga

382. člen

(prepoved trgovanja na podlagi notranjih informacij)

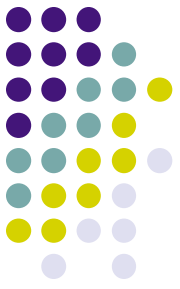


(1) Oseba, ki je notranjo informacijo pridobila na enega od naslednjih načinov:

1. kot član organa vodenja ali nadzora izdajatelja,
2. kot imetnik deleža v kapitalu izdajatelja,
3. ker ima dostop do informacij pri opravljanju svoje zaposlitve, poklica ali nalog, ali
4. s kaznivim dejanjem te notranje informacije ne sme uporabiti za neposredno ali posredno pridobitev ali odtujitev finančnih instrumentov, na katere se ta informacija nanaša, oziroma za poskus pridobitve ali odtujitve teh finančnih instrumentov, in sicer niti za svoj račun niti za račun druge osebe.

(2) Če je oseba iz prvega odstavka tega člena pravna oseba, se prvi odstavek tega člena uporablja tudi za fizično osebo, ki v tej pravni osebi sodeluje pri odločanju o opravljanju poslov za račun te pravne osebe.

(3) Prvi odstavek tega člena se ne uporablja za posel, ki je opravljen zaradi izpolnitve zapadle obveznosti glede pridobitve ali odtujitve finančnih instrumentov, če je ta obveznost nastala na podlagi pravnega posla, ki je bil sklenjen, preden je oseba, ki je subjekt prepovedi, pridobila notranjo informacijo.



ZTFI – osnovna določila

383. člen

(druge prepovedi glede notranjih informacij)

Oseba, ki je subjekt prepovedi iz prvega oziroma drugega odstavka 382. člena tega zakona, tudi ne sme:

1. razkriti notranje informacije nobeni drugi osebi, razen če to stori pri običajnem opravljanju svoje zaposlitve, poklica ali nalog,
2. na podlagi notranje informacije priporočati drugi osebi ali jo napeljevati, da pridobi ali odtuji finančne instrumente, na katere se ta informacija nanaša.

384. člen

(druge osebe, za katere se uporabljajo določbe o prepovedih glede notranjih informacij)

382. in 383. člen tega zakona se uporabljata tudi za vsako drugo osebo:

1. ki ni oseba iz prvega oziroma drugega odstavka 382. člena tega zakona,
2. ki je pridobila notranjo informacijo in
3. ki ve ali bi morala vedeti, da gre za notranjo informacijo.

385. člen

(prepoved tržne manipulacije)

Nihče ne sme trgovati, dajati naročil za trgovanje, posredovati pri trgovanju s finančnimi instrumenti ali kakor koli drugače sodelovati pri tržni manipulaciji.

ZTFI – notranja informacija

373. člen (notranja informacija)



(1) Notranja informacija je vsaka informacija, ki ima naslednje značilnosti:

1. je natančna,
2. ni bila objavljena,
3. se neposredno ali posredno nanaša:
 - na enega ali več izdajateljev finančnih instrumentov ali
 - na enega ali več finančnih instrumentov in
4. bi, če bi postala javna, verjetno pomembno vplivala na cene teh finančnih instrumentov ali na cene z njimi povezanih izvedenih finančnih instrumentov.

(2) V zvezi z izvedenimi finančnimi instrumenti na blago je notranja informacija vsaka natančna informacija:

1. ki ni bila objavljena,
2. ki se neposredno ali posredno nanaša na enega ali več izvedenih finančnih instrumentov na blago in
3. za katero uporabniki trga z izvedenimi finančnimi instrumenti na blago pričakujejo, da jo bodo prejeli ob upoštevanju priznanih tržnih običajev na teh trgih.

(3) Za osebo, ki opravlja posle v zvezi z izvrševanjem naročil strank je notranja informacija tudi informacija, ki jo je tej osebi dala stranka v zvezi z njenim neizvršenim naročilom in ki ima značilnosti iz 1., 3. in 4. točke prvega odstavka tega člena.

(4) Domneva se, da je informacija natančna po prvem odstavku tega člena:

1. če označuje:
 - sklop okoliščin, ki obstajajo, ali je mogoče razumno pričakovati, da bodo nastopile, ali
 - dogodek, ki se je zgodil, ali je razumno mogoče pričakovati, da bo nastopil, in
2. če je zadosti podrobna, da je na njeni podlagi mogoče sklepati o mogočih učinkih teh okoliščin ali dogodka na cene finančnih instrumentov ali z njimi povezanih izvedenih finančnih instrumentov.

(5) Informacija z značilnostmi iz 4. točke prvega odstavka tega člena je informacija, ki bi jo razumen vlagatelj uporabil kot del podlage za 29 svojo naložbeno odločitev.

ZTFI – tržna manipulacija

374. člen (tržna manipulacija)



(1) Tržna manipulacija je:

1. sklenitev posla ali izdaja naročila za trgovanje:

– ki daje ali je verjetno, da lahko daje napačno ali zavajajočo predstavo udeležencem trga glede ponudbe, povpraševanja ali cene finančnega instrumenta, ali

– s katerim oseba ali več oseb, ki delujejo povezano, zagotovijo ceno enega ali več finančnih instrumentov na nenormalni ali umetni ravni, razen če oseba, ki je sklenila ta posel oziroma dala to naročilo za trgovanje, dokaže, da je bil poslovni razlog za tako ravnanje zakonit in da so ti posli oziroma naročila za trgovanje v skladu s priznanimi tržnimi običaji na trgu, na katerem so bili sklenjeni oziroma dani;

2. sklenitev posla ali izdaja naročila za trgovanje z uporabo fiktivnih sredstev ali katere koli druge oblike prevare ali zavajanja;

3. razširjanje informacije, ki daje ali je verjetno, da lahko daje napačen ali zavajajoč znak glede finančnega instrumenta, vključno z razširjanjem govoric in napačnih ali zavajajočih novic, prek medijev, vključno s svetovnim spletom ali kakor koli drugače, če oseba, ki razširja informacijo ve ali bi morala vedeti, da je informacija napačna ali zavajajoča.

(2) Pri presoji ali je novinar oziroma novinarka (v nadaljnjem besedilu: novinar), ki deluje v tej svoji poklicni vlogi, storil dejanje tržne manipulacije iz 3. točke prvega odstavka tega člena, je treba ustrezno upoštevati pravila novinarske stroke, razen če je novinar z razširjanjem informacije neposredno ali posredno pridobil določeno prednost ali dosegel določeno korist.



12. člen (obvezna prevzemna ponudba)

- (1) Prevzemno ponudbo v skladu s tem zakonom mora dati prevzemnik, ki doseže prevzemni prag.
- (2) Prevzemno ponudbo mora ponovno dati prevzemnik, ki je po končanem postopku uspešne prevzemne ponudbe pridobil 10-odstotni delež glasovalnih pravic (v nadaljnjem besedilu: dodatni prevzemni prag).
- (3) Obveznost dati ponovno prevzemno ponudbo preneha, ko prevzemnik z uspešno prevzemno ponudbo, pridobi najmanj 75-odstotni delež vseh delnic ciljne družbe z glasovalno pravico (v nadaljnjem besedilu: končni prevzemni prag).
- (4) Določbe tega zakona o obveznosti prevzemnika, ki doseže prevzemni prag, se smiselno uporabljajo tudi za prevzemnika, ki doseže dodatni prevzemni prag.
- (5) Z nastopom obveznosti prevzemnika po prvem ali drugem odstavku tega člena imetniki vrednostnih papirjev ne pridobijo pravice od prevzemnika zahtevati sklenitev pogodbe o odkupu teh vrednostnih papirjev, temveč za prevzemnika, ki krši to svojo obveznost, nastopi mirovanje glasovalnih pravic v skladu s 63. členom tega zakona.

7. člen (prevzem in prevzemni prag)

- (1) Prevzem je položaj, ~~ko prevzemnik sam ali skupaj z osebami, ki delujejo usklajeno z njim, doseže prevzemni prag.~~
- (2) Prevzemni prag v ciljni družbi (v nadaljnjem besedilu: prevzemni prag) je 25-odstotni delež glasovalnih pravic v tej družbi.
- (3) Pri ugotavljanju, ali so osebe, ki delujejo usklajeno, dosegle prevzemni prag, se za vsako od njih ugotovi delež glasovalnih pravic v skladu z določbami prejšnjega člena, nato pa se njihovi deleži seštejejo.

Samoregulacija

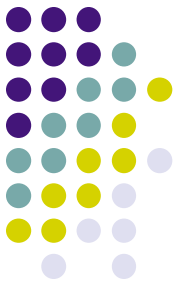


- Odkrivanje prepovedanih poslov
- Nadzor in odkrivanje trgovanja na podlagi notranjih informacij
- Nadzor članov borze
 - Oddelek za nadzor trgovanja (trgovalni vzorci...)
 - Disciplinski postopki
- Pravila trgovanja (pravila borze)
- Pravila obveščanja



Pravna ureditev EU

- Številne direktive (povzete v Slovenski zakonodaji):
 - O kapitalski ustreznosti (93/6/EEC)
 - O prospektu pri javni izdaji (2003/71/EC)
 - O pošteni predstavitev naložbenih nasvetov (2003/125/EC)
 - O investicijskih skladih – UCITS (2001/108/EC)
 - O zlorabi notranjih informacij in tržnih manipulacijah (2003/6/EC)
 - O uporabi izvedenih finančnih instrumentih investicijskih skladov (2004/383/EC)
 - ...



Pravna ureditev v ZDA

- “Financial Services Modernization Act”
 - Zakon omogoča združitve banke, zavarovalnice in BPH v finančni holding oz. konglomerat
 - Koristi za BPH – navzkrižno kotiranje (*cross-listing*)
 - Več posla med povezanimi osebami
 - Navadno npr. naložbena življenjska zavarovanja vežejo na lastne produkte, ipd...



Pravna ureditev v ZDA (nad.)

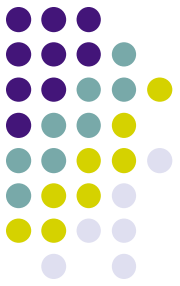
- “Regulation FD”:
 - oktober 2000 (SEC)
 - Zahteva simultana razkritja vsem udeležencem na trgu
 - Prepustnost informacij o vrednostnih papirjih, s katerimi BPH trenutno sklepa posle do analitikov
 - Analitikom BPH je bilo onemogočeno imeti prednost zaradi notranjih informacij
 - V prednosti analitiki z lastnimi analizami



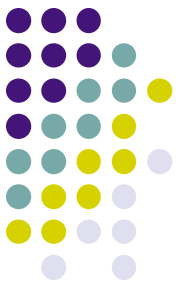
Pravna ureditev v ZDA (nad.)

- Nagrajevanje analitikov in bonitete (nova pravila SEC v 2002)
 - Analitiki BPH v roku 40 dni po izdaji delnic (*underwriting*) ne smejo propagirati delnic
 - Nagrajevanje analitikov ne more biti direktno vezana na stranke, ki jih pripelje BPH
 - Analitiki BPH ne smejo biti nadzirani s strani oddelka investicijskega bančništva (konflikt interesov)
 - Analitik, ki podeljuje oceno oz. naložbeno priporočilo mora razkriti nedavne posle BPH z omenjenim VP

Tveganja BPD

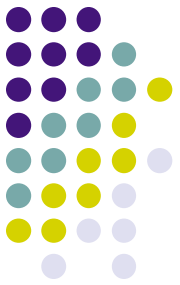


- Tržno tveganje (*market risk*)
 - Koristi od naraščajočega cenovnega trenda
 - Dolge pozicije v delniških naložbah (posledica izdajanja delnic)
 - Sodelovanje pri prevzemih
 - Tveganje spremembe/znižanja cen delnic
- Tveganje spremembe obrestne mere (*interest rate risk*)
 - Obratnosorazmerni obrestni učinek na cene obveznic
 - Nizka raven obrestnih mer lahko na trg “privede” finančne prihranke, ki so bili vezani v depozitih



Tveganja BPD (nad.)

- Kreditno tveganje (*credit risk*)
 - Premostitvena posojila (ang. bridge loans)
 - Izpostavljenost se v času recesije poveča
- Valutno tveganje (*exchange rate risk*)
 - Poslovanje v tujih državah/kontinentih
 - Padanje tuje valute, v kateri imamo izpostavljenost vpliva tako na tokove (prihodki in dobički), kot na stanje (vrednost BPH v tujini)



Vrednotenje BPH

- Sedanja vrednost prihodnjih denarnih tokov

$$\Delta V = f[\Delta E(CF), \Delta k]$$

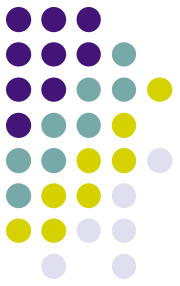
+ -

- Dejavniki, ki vplivajo na velikost denarnih tokov:

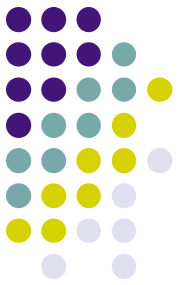
$$\Delta E(CF) = f(\Delta ECON, \Delta R_f, \Delta INDUS, \Delta MANAB)$$

+ - ? +

Vrednotenje BPH (nad.)

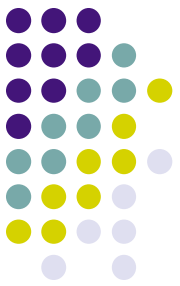


- Gospodarska rast
 - Gospodarska rast povečuje prihodke → povečano povpraševanje po storitvah BPH
 - Zmanjšana verjetnost kreditnih dogodkov
 - Delniški trg navadno v vzponu
- Spremembe netvegane obrestne mere
 - Obratna povezana z vrednostmi (ceno VP)



Vrednotenje BPH (nad.)

- Sprememba razmer v dejavnosti
 - Pravni predpisi, tehnologija, nivo konkurence
 - trg surovin
 - Strožji pravni predpisi → manj dobička, vendar tudi manj strogi pravni predpisi lahko pomenijo grožnjo (saj se poveča konkurenca – odvisno od elastičnosti ponudnikov...)
- Sposobnosti vodstva
 - Novi produkti, ki dopolnjujejo obstoječe storitve



Vrednotenje BPH (nad.)

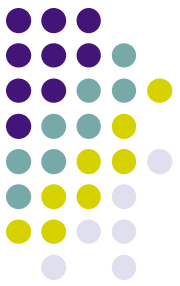
- Dejavniki, ki vplivajo na zahtevano donosnost (potencialnih) lastnikov BPH:

$$\Delta k = f(\Delta R_f, \Delta RP)$$

+ +

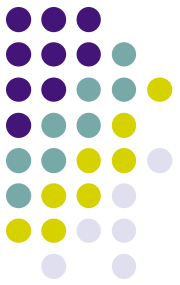
- Netvegana donosnost pozitivno povezana z inflacijo, stopnjo gospodarske aktivnosti, proračunskim primanjkljajem, in negativno s ponudbo denarja
- Premija za tveganje je nasprotnosorazmerno povezana z ekonomsko aktivnostjo in sposobnostjo (inovativnostjo) managerjev
- Zmanjšane regulatorne omejitve lahko pomenijo grožnjo za BPH (konkurenca...)

Interakcija z drugimi finančnimi institucijami



Type of Financial Institution	Interaction with Securities Firm
Commercial banks and SIs	<ul style="list-style-type: none">➤ Compete with commercial banks and SIs for brokerage services➤ Compete with commercial banks offering advice on M&As and underwriting commercial paper
Mutual funds	<ul style="list-style-type: none">➤ Execute trades for mutual funds➤ Some mutual funds are organized by securities firms➤ Mutual funds purchase newly issued securities
Insurance companies	<ul style="list-style-type: none">➤ Advise portfolio managers of insurance companies on trades➤ Execute securities transactions for insurance companies➤ Advise portfolio managers on hedging interest rate and market risk➤ Underwrite stocks and bonds purchased by insurance companies➤ Compete with insurance companies in the sales of mutual funds➤ Obtain financing on LBOs from insurance companies➤ Have acquired or merged with insurance companies

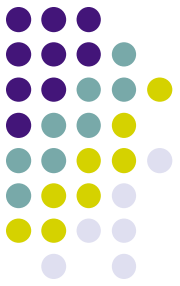
Interakcija z drugimi finančnimi institucijami (nad.)



Type of Financial Institution	Interaction with Securities Firm
Pension funds	<ul style="list-style-type: none">➤ Advise pension fund portfolio managers in trades➤ Execute securities transactions for pension funds➤ Advise pension fund portfolio managers on hedging interest rate and market risk➤ Pension funds purchase newly issued securities

Vir: Madura (2006).

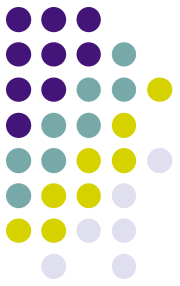
Borznoposredniške družbe in finančni trgi



Type of Financial Market	Participation by Securities Firms
Money markets	<ul style="list-style-type: none">➤ Some firms have created money market mutual funds➤ Underwrite commercial paper and purchase short-term securities
Bond markets	<ul style="list-style-type: none">➤ Underwrite bonds, advise clients on bonds to purchase or sell, serve as brokers for secondary market transactions➤ Some bond mutual funds have been created by securities firms➤ Facilitate mergers, acquisitions, and LBOs➤ Purchase bonds for their own investment portfolios
Mortgage markets	<ul style="list-style-type: none">➤ Place securities backed by mortgages for financial institutions
Stock markets	<ul style="list-style-type: none">➤ Underwrite stocks, advise clients on what stocks to purchase or sell, serve as brokers for secondary market transactions➤ Purchase stocks for their investment portfolios

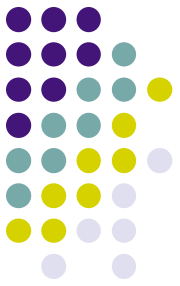
Vir: Madura (2006).

Borznoposredniške družbe in finančni trgi (nad.)



Type of Financial Market	Participation by Securities Firms
Futures markets	<ul style="list-style-type: none">➤ Advise large financial institutions on how to hedge their portfolios with futures➤ Serve as brokers for financial futures transactions
Options markets	<ul style="list-style-type: none">➤ Advise large financial institutions on how to hedge portfolio with options➤ Serve as brokers for options transactions
Swap markets Vir: Madura (2006).	<ul style="list-style-type: none">➤ Engage in interest rate swaps to reduce their exposure to interest rate risk➤ Serve a financial intermediaries in swap markets

Borznoposredniške družbe in finančni trgi (nad.)



- Konkurenca med BPH in bankami (Evropa in ZDA)
 - Banke ponujajo storitve kot npr. posredovanje pri nakupi VP brez svetovanja (*discount broker*)
 - Posli z VP se v banki odvijajo v posebnem oddelku
 - BPH tudi zagotavljajo posojila podjetjem

Globalizacija borznoposredniških družb



- 1986: t.i. “Big Bang” v VB dovolil deregulacijo
 - Pohod BPH v tujino (prej omejene le na VB)
 - Ameriške poslovne banke so v tujini množično odpirale investicijske banke (podružnice)
- Prednosti mednarodne prisotnosti (*becoming internationalized*)
 - Ekonomija obsega pri ponudbah v več državah
 - Koristi od mednarodnih združitvah in prevzemov (*international M&As*)
 - Graditev zaupanja z mednarodno prisotnostjo (predvsem pri mednarodnih vlagateljih)