

Management dlouhodobých mezinárodních aktiv a pasiv



**SLEZSKÁ
UNIVERZITA**
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ
FAKULTA V KARVINĚ

FIU/MFM

Ing. Jana Šimáková, Ph.D.

Katedra financí a účetnictví

Mezinárodní kapitálové rozpočtnictví



**SLEZSKÁ
UNIVERZITA**
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ
FAKULTA V KARVINĚ

- Hodnocení dlouhodobých mezinárodních projektů probíhá pomocí mezinárodního kapitálového rozpočtnictví, které je založeno na výběru nejlepších projektů, do kterých by měl podnik investovat finanční zdroje v závislosti na předpokládaném výnosu a riziku.
- Správné využití mezinárodního kapitálového rozpočtnictví může identifikovat mezinárodní projekty vhodné či nevhodné k implementaci.



- počáteční investice
 - Finanční prostředky investované do projektu mohou zahrnovat nejen to, co je nezbytné pro zahájení projektu, ale také další finanční prostředky (např. pracovní kapitál), na podporu projektu v průběhu jeho trvání.
 - Takové prostředky jsou obvykle zapotřebí k financování zásob, mzdových nákladů a dalších výdajů, až do doby, kdy projekt nezačne generovat dostatečně vysoké příjmy.
- cena a spotřebitelská poptávka
 - Budoucí ceny budou s největší pravděpodobností reagovat také na budoucí míru inflace v hostitelské zemi.
 - spotřebitelské poptávky po produktu budou ovlivněny zejména očekávanou míru převzetí části trhu od konkurence.

- daně
 - Daňové zákony týkající se zisků vytvořených zahraniční dceřinou společností či výnosů převedených na mateřskou MNC se mezi jednotlivými zeměmi liší.

- omezení v převodech finančních prostředků
 - Toto omezení může odrážet podporu hostitelské země k dalším výdajům v tamní ekonomice nebo může pramenit z obavy nadměrného prodeje místní měny.
 - Vzhledem k tomu, že omezení převodu finančních prostředků zabraňují cash flow směrem k mateřské společnosti, budou ním ovlivněny zejména očekávané čisté peněžní toky z pohledu mateřské společnosti.



- devizové kurzy
 - Jakýkoli mezinárodní projekt je také ovlivněn fluktuacemi devizových kurzů během trvání projektu prostřednictvím hodnoty devizového kurzu v době konverze příslušných cash flow.
- zůstatková (likvidační) hodnota projektu
 - Zůstatková hodnota projektu bude záviset na několika faktorech, včetně úspěšnosti projektu, ale také přístupu hostitelské vlády. Jako extrémní možnost by hostitelská vláda mohla převzít projekt bez dostatečné kompenzace MNC.
 - Některé projekty mají neomezené trvání, které lze obtížně posoudit, zatímco jiné projekty jsou nastaveny na přesnou dobu působení, na jejímž konci budou likvidovány (nahradit lze např. odhadem cen akcií k příslušnému datu).
- požadovaná míra výnosnosti

Rozdílnost hodnocení projektů z pozice mateřské a dceřiné společnosti



**SLEZSKÁ
UNIVERZITA**
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ
FAKULTA V KARVINĚ

- Obvykle by rozhodnutí MNC měla vycházet z pohledu mateřské společnosti a maximalizace její hodnoty.
- Některé projekty mohou být pro dceřinou společnost výhodné, i když nejsou výhodné pro mateřskou společnost, neboť čistý příliv peněz po zdanění dceřiné společnosti se může podstatně lišit od přílivu peněz mateřské společnosti.
- Rozdíly v peněžních tocích mezi dceřinou společností a mateřskou společností mohou být způsobeny několika faktory:
 - daňovými diferenciacemi,
 - omezenými převody finančních prostředků,
 - nadměrnými převody finančních prostředků,
 - kurzovými pohyby.

Proces převodu finančních prostředků od dceřiné společnosti k mateřské společnosti



SLEZSKÁ
UNIVERZITA
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ
FAKULTA V KARVINĚ

1. Cash flow vygenerované z projektu v dceřiné společnosti
2. - Daně odvedené v hostitelské zemi

3. Nerozdělený zisk dceřiné společnosti
4. =► Peněžní toky převedené dceřinou společností
5. - Srážková daň placená hostitelské vládě

6. Peněžní toky převedené dceřinou společností po zdanění
7. =► Převod cash flow na měnu mateřské společnosti

8. =► Příjem finančních prostředků mateřskou společností

Výpočet čisté současné hodnoty projektu

- Výpočet čisté současné hodnoty projektu (NPV) je uskutečňován dle vzorce:

$$NPV = -I + \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t} + \frac{ZH_n}{(1+k)^n}$$

- *NPV* je závislé na výši vstupní investice I , cash flow CF_t v čase t , požadované výnosnosti projektu k , odhadované zůstatkové hodnotě ZH_n a životnosti projektu n .
- Do požadované míry výnosnosti projektu se nepromítají jen náklady kapitálu, ale také riziko.

Řešený příklad (1)

Jako finanční manažer MNC, která disponuje volnými peněžními prostředky, máte 2 tříleté investiční příležitosti. Jejich charakteristika je následovná:

- a) Projekt A: vstupní investice je 80 000 EUR, předpokládané každoroční čisté cash flow po dobu 3 let jsou 30 000 EUR, zůstatková hodnota po tří letech je 0 EUR.
- b) Projekt B: vstupní investice je 80 000 EUR, předpokládané roční čisté cash flow jsou 1) 23 000 EUR, 2) 30 000 EUR, 3) 37 100 EUR, zůstatková hodnota po tří letech je 0 EUR.

Které investici dáte přednost při požadované neměnné míře výnosnosti 2,6 % p. a.?

Řešený příklad (2)

$$NPV = -I + \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t} + \frac{ZH_n}{(1+k)^n}$$

$$NPV_A = -80000 \text{ EUR} + \frac{30000 \text{ EUR}}{(1+0,026)^1} + \frac{30000 \text{ EUR}}{(1+0,026)^2} + \frac{30000 \text{ EUR}}{(1+0,026)^3} + \frac{0 \text{ EUR}}{(1+0,026)^3}$$

$$NPV_A = 5\,515,17 \text{ EUR}$$

$$NPV_B = -80000 \text{ EUR} + \frac{23000 \text{ EUR}}{(1+0,026)^1} + \frac{30000 \text{ EUR}}{(1+0,026)^2} + \frac{37100 \text{ EUR}}{(1+0,026)^3} + \frac{0 \text{ EUR}}{(1+0,026)^3}$$

$$NPV_B = 5\,266,35 \text{ EUR}$$

Na základě čisté současné hodnoty projektů je zřejmé, že výhodnější je realizace investice A.

Metody zakomponování rizika projektu do požadované výnosnosti



**SLEZSKÁ
UNIVERZITA**
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ
FAKULTA V KARVINĚ

- diskontní sazba upravená o riziko
- analýza citlivosti
- simulace



- MNC mohou při dlouhodobém financování zvažovat:
 - zvyšování vlastního kapitálu
 - domácí emisi akcií, ve které jsou fondy denominovány v místní měně
 - globální akciovou nabídkou, ve které vydávají akcie ve své domovské zemi a také v jedné nebo více zahraničních zemích.
 - cizí zdroje financování
 - získání cizích zdrojů ve své domácí ekonomice
 - využití globální dluhové nabídky
- Z praxe vyplývá, že většina MNC získává kapitálové financování ve své domácí ekonomice. Naproti tomu se dluhové financování často provádí v zahraničí.

Náklady dluhového financování přes emisi dluhopisů



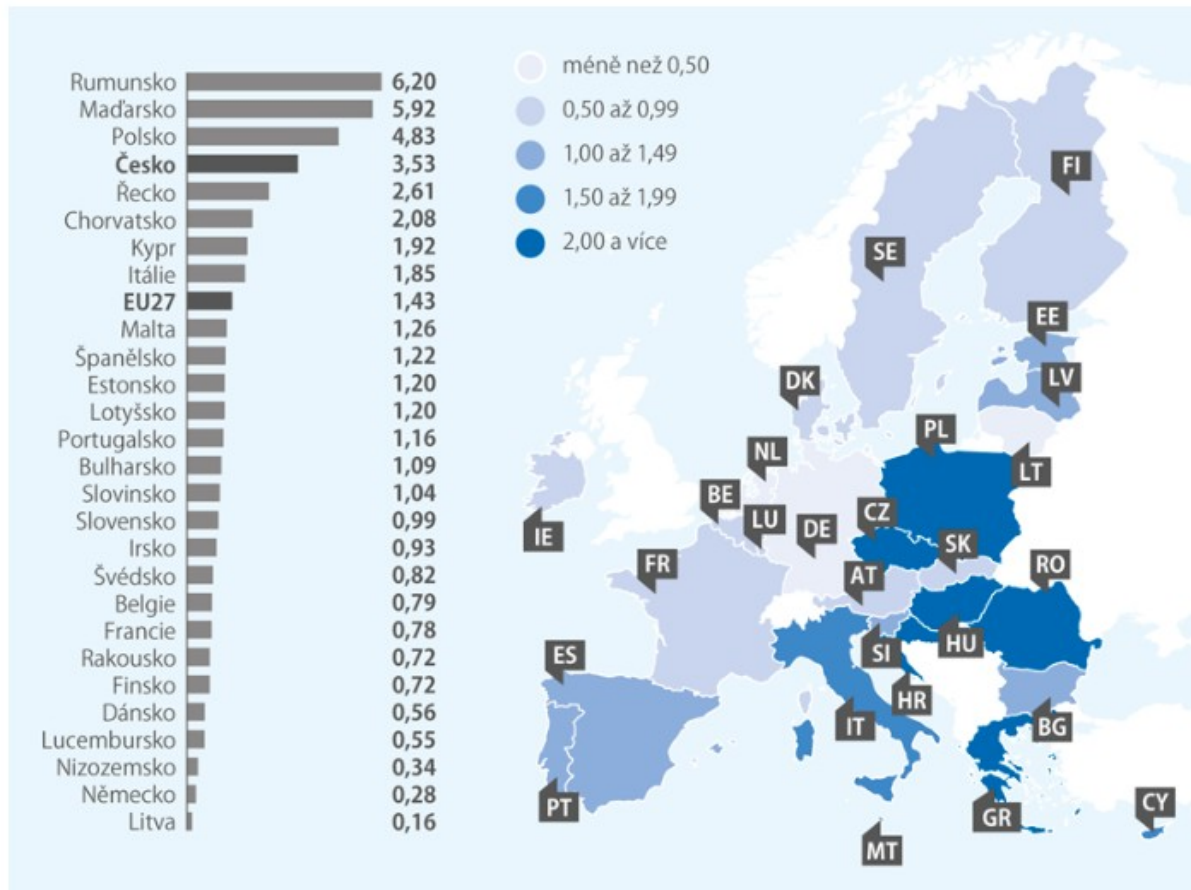
**SLEZSKÁ
UNIVERZITA**
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ
FAKULTA V KARVINĚ

- Rozhodnutí o dluhovém financování MNC je na mezinárodní úrovni obecně ovlivněno výši úrokových sazeb napříč měnami.
- Skutečné náklady na dlouhodobé financování jsou pak založeny jednak na kótované úrokové sazbě, ale také na procentní změně devizového kurzu měny, kterou si MNC půjčila během trvání úvěru.
- Stejně jako úrokové sazby z bankovních úvěrů se mezi jednotlivými měnami liší i výnosy z dluhových cenných papírů.

Výnosy desetiletých dluhopisů vybraných zemí (% března 2022)



**SLEZSKÁ
UNIVERZITA**
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ
FAKULTA V KARVINĚ



Proces rozhodování o dlouhodobém zahraničním dluhovém financování



**SLEZSKÁ
UNIVERZITA**
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ
FAKULTA V KARVINĚ

1. Určit výši potřebných prostředků.
2. Předpovídat cenu, s jakou může dluhopis emitovat.
3. Predikovat devizové kurzy pro měnu, ve které bude dluh denominován.

Obecné kurzové trendy ovlivňující celkové náklady na zahraniční dluh



**SLEZSKÁ
UNIVERZITA**
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ
FAKULTA V KÁRVINĚ

- **Apreciace cizí měny**
 - pokud měna, která byla vypůjčena v průběhu vůči domácí měně apreciuje, pak bude MNC potřebovat více finančních prostředků na pokrytí kuponových plateb a vyplacení jistiny.
 - Tento kurzový vývoj tedy zvyšuje náklady na zahraniční cizí zdroje financování MNC.

- **Depreciace cizí měny**
 - pokud měna, která byla vypůjčena v průběhu vůči domácí měně depreciuje, pak bude MNC potřebovat méně finančních prostředků na pokrytí kuponových plateb a vyplacení jistiny.
 - Znehodnocující cizí měna snižuje výplatní toky emitenta, a proto snižuje náklady na jeho financování.

Pozn.: při zahraničním financování lze snížit riziko použitím vhodné strategie zajišťování devizového rizika

Úrokové riziko cizích zdrojů financování



SLEZSKÁ
UNIVERZITA
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ
FAKULTA V KARVINĚ

- Cílem při dluhovém financování by mělo být využít splatnost, která minimalizuje celkové platby na dlužnou částku.
- Pokud jsou cizí zdroje získány v zemi, kde je umístěna například dceřiná společnost, pak by splatnost neměla být delší, než očekávaná životnost této společnosti v dané zemi.
- MNC by měla zvažovat také výnosovou křivku dotyčné země.
 - Výnosová křivka je tvořena poptávkou po finančních fondech s různými úrovněmi splatnosti na trhu cizích zdrojů dané země.

Fixní verzus pohyblivé kuponové sazby

- Z hlediska rozhodování je také důležitá otázka zda při emisi dluhopisů využít fixní nebo pohyblivé kuponové platby.
 - Při fixních kuponových platbách hrozí riziko, že dlouhodobé úrokové sazby se v blízké budoucnosti mohou snížit, ale MNC bude muset nadále financovat dluh s vyššími náklady.
 - MNC, které chtějí využít dlouhodobou splatnost, mohou proto také zvážit dluhopisy s pohyblivou kuponovou sazbou. V takovém případě bude kupónová sazba kolísat v průběhu času v souladu s jinými úrokovými sazbami. Pohyblivá kuponová sazba může být výhodou pro emitenta dluhopisu během období klesajících úrokových sazeb, naopak nevýhodou v období zvyšování úrokových sazeb.

- Užší definice
 - Corporate governance se dá definovat z hlediska aspektů chování firmy, jako projevy korporace ve smyslu výkonnosti, efektivity, růstu, finanční struktury a nakládání s akcionáři a ostatními zájmovými skupinami.
- Širší definice
 - Corporate governance se dá definovat také z hlediska normativního rámce jako pravidla, na základě kterých firma funguje – právní a soudní systém, finanční trhy a trhy výrobních faktorů (zejména trh pracovní síly).

Corporate governance z hlediska mezinárodního finančního managementu



SLEZSKÁ
UNIVERZITA
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ
FAKULTA V KARVINĚ

- Ze studií z jednotlivých zemí světa vyplývá, že první způsob definování je považován obecně za logičtější.
 - Zahrnuje mimo jiné i činnost správních orgánů či vztah jednotlivých zájmových skupin.
- Z hlediska mezinárodního finančního managementu je nicméně opodstatněná druhá skupina definic
 - Důležitá, pokud chceme porovnávat země a fungování společností vzájemně mezi sebou.
 - V tomto pojetí jsou zkoumány rozdíly v normativním rámci, který má vliv nejen na chování firem ale i na rozhodování potencionálních investorů.
 - Tato skupina definic bere v potaz daleko širší souvislosti než jen samotnou firemní strukturu.
 - V širším ponětí představuje corporate governance systém, v rámci něhož je korporace řízena a kontrolována.

Příklad důsledku nesprávného corporate governance



SLEZSKÁ
UNIVERZITA
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ
FAKULTA V KARVÍNĚ

Korporace Royal Ahold v roce 2015 fúzovala s belgickým potravinovým řetězcem Delhaize a vznikla Ahold Delhaize. Nicméně, ještě jako samostatný Royal Ahold se jednalo o holandskou firmu s mezinárodním významem, patřící mezi největší maloobchodní firmy s potravinami na světě. V roce 2003 u ní vyplynul na povrch finanční skandál.

Dne 24. února 2003 společnost Royal Ahold oznámila umělé navýšení tržeb o 500 mil. USD v souvislosti se situací v dceřiné společnosti U.S. Foodservice, Inc. Ahold také informovala investory, že přehodnotí dříve zveřejněné zisky, které byly nesprávně sloučeny ze společných podniků. Na základě prohlášení společnosti Ahold ze dne 24. února 2003 klesla hodnota kmenových akcií společnosti a depozitních certifikátů ADR o více než 60 %. Generální a finanční ředitelé okamžitě odstoupili.

- Členění modelů corporate governance ve světě je možné pojmut z několika hledisek:
 - koncentrace vlastnických práv,
 - vlivu bank na nebankovní společnosti,
 - způsobu financování,
 - struktury správních orgánů,
 - územně-historického.

Hledisko koncentrace vlastnických práv



**SLEZSKÁ
UNIVERZITA**
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ
FAKULTA V KARVINĚ

- Z hlediska koncentrace vlastnických práv rozlišujeme:
 - outsider systém
 - V outsider systému jsou podíly na základním kapitálu společností rozptýleny mezi velké množství investorů.
 - Outsider je chápán jako akcionář, který pouze sleduje vývoj akcií bez faktického zájmu na řízení, kontrole nebo tvorbě její strategie.
 - Mezi outsidersi spadají častokrát institucionální investoři, kteří také nemají tendenci vlastnit kontrolní či významné podíly ve společnosti.
 - V rámci tohoto modelu je typický silný zastupitelský konflikt mezi manažerem a vlastníkem.
 - insider systém
 - Insider systém je naopak postaven na větší koncentraci vlastnických práv.
 - Investoři investují do akcií společnosti zejména za účelem řízení a kontroly, nikoli spekulace na cenu akcií.
 - Zastupitelský konflikt mezi manažerem a vlastníkem je tedy logicky menší.

- Z hlediska vlivu bank rozlišujeme:
 - bankovně orientovaný systém
 - V tomto systému dochází k menšímu počtu primárních a sekundárních emisí akcií
 - Převaha financování je uskutečňována přes banky, které mohou mít tedy snahu na jejich řízení.
 - tržně orientovaný systém
 - V tomto systému jsou naopak primárně získávány finance přes kapitálové trhy.

- Z hlediska způsobu financování rozlišujeme:
 - model nesměřující k vnitřní kontrole
 - Model ALF (Arm's- Length Finance)
 - strany finanční transakce nemají mezi sebou žádné vztahy nebo vzájemné kontakty kromě uskutečněné finanční transakce
 - příkladem může být financování přes prodej obligací na burze, kdy se účastníci transakce neznají
 - model orientovaný na kontrolu
 - Model CIF (Control Involved Finance, někdy označován i Control Oriented Finance - COF)
 - finanční vztahy bývají dlouhodobé, účastníci financování jsou známy přes dostupné zveřejněné či poskytnuté informace
 - příkladem je financování přes banky

- **Struktura správních orgánů rozlišuje:**
 - **unitární model**
 - V unitárním, tedy jednoúrovňovém, modelu existuje pouze jeden správní orgán a to je rada ředitelů.
 - Rada ředitelů je tvořena exekutivními a neexekutivními řediteli. Exekutivní ředitelé představují ekvivalent představenstva a neexekutivní ředitelé jsou převážně externí spolupracovníci (odborníci z praxe).
 - **duální model**
 - V duálním, tedy dvouúrovňovém, modelu existují mimo valné hromady (nejvyšší orgán společnosti) také dva správní orgány - představenstvo a dozorčí rada.

Hledisko územně historické



**SLEZSKÁ
UNIVERZITA**
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ
FAKULTA V KARVINĚ

- Z hlediska územně historického rozlišujeme systém:
 - angloamerický
 - Obecně platí, že angloamerický systém vykazuje atributy outsider modelu, který je tržně orientován, nesměruje ke kontrole a používá unitární řízení.
 - Aby mohl tento systém efektivně fungovat, je nutná vysoká četnost obchodovaných titulů na veřejném kapitálovém trhu, likvidní kapitálový trh, velký počet individuálních investorů a naopak malý počet holdingů.
 - kontinentálně-evropský
 - Kontinentálně-evropský systém vykazuje atributy insider systému, který je orientován zejména na banky, směřuje ke kontrole a užívá duální systém řízení.
 - K fungování tohoto systému je potřebný silný bankovní sektor založený na univerzálním bankovníci a také podrobné legislativní vymezení pravomocí výkonných orgánů společnosti.

Výhody a nevýhody angloamerického a kontinentálně-evropského systému



**SLEZSKÁ
UNIVERZITA**
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ
FAKULTA V KARVÍNĚ

Systém	Výhody	Nevýhody
Angloamerický	<ul style="list-style-type: none"> - Společnost může snadno využít prostředky získané emisí akcií -Vlastník je motivován -Kapitálový trh oceňuje společnosti, kurz je odrazem její situace -Neefektivní společnosti jsou odhaleny trhem 	<ul style="list-style-type: none"> -Nedostatečná výkonnost neexecutivních ředitelů -Existence spekulativního kapitálu -Nákladná regulace proti zneužívání insider informací -Zastupitelský konflikt a zastupitelské náklady
Kontinentálně-evropský	<ul style="list-style-type: none"> -Předpoklady k zabezpečení stabilního okolí podniku <ul style="list-style-type: none"> - kooperace -Není náchylný k výkyvům na kapitálových trzích -Motivuje k prosazování dlouhodobějších cílů -Kontrolu společností provádějí vlastníci přímo -Úzké vazby s finančním sektorem dávají předpoklad k snazšímu překonání problému při přechodných finančních těžkostech 	<ul style="list-style-type: none"> - Nepružnost při změnách vlastnictví - Existence propojených holdingových společností - Existence křížového vlastnictví mezi bankovním a nebankovním sektorem - Silná vyjednávací pozice zaměstnanců a odborů

Kapitálový trh jako nástroj kontroly managementu



SLEZSKÁ
UNIVERZITA
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ
FAKULTA V KARVINĚ

- Přes mnohé modely corporate governance popsané výše, manažeri mohou nadále činit rozhodnutí, které nejsou v souladu s cílem akcionáře (zastupitelský konflikt)
- Když však fungují kapitálové trhy správně, špatná manažerská rozhodnutí by se měly odrážet v nízkých cenách akcií, v čehož důsledku by mohla firma čelit pokusu o převzetí, tedy získání takového podílu na hlasovacích právech, které umožňuje kontrolu nad společností.

Princip převzetí akciové společnosti



SLEZSKÁ
UNIVERZITA
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ
FAKULTA V KARVINĚ

- Pokud má MNC v současné době nízkou cenu akcií, může být převzata za velmi nízké ceny a poté restrukturalizována odstraněním neefektivních manažerů.
- Mezinárodní kapitálový trh tak může napravit neefektivní MNC, což má dva významné důsledky:
 - Manažeři MNC jsou si vědomi, že pokud činí rozhodnutí, která snižuje hodnotu MNC, mohla by čelit převzetí a její manažeři by mohli ztratit svou práci.
 - Když MNC rozšiřují své podnikání na globální úrovni, mohou považovat mezinárodní kapitálový trh za prostředek k dosažení svých cílů rozšiřováním přes převzetí jiné společnosti.

- Převzetí se dají rozdělit na:
 - přátelská
 - Přátelská převzetí nejsou namířena proti managementu.
 - Management i vlastníci se vědomě a cíleně rozhodují pro určitý typ akvizice nebo fúze, která přinese firmě synergický efekt, potřebnou diverzifikaci a ekonomizaci či daňové úspory.
 - nepřátelská
 - Důležitější pro zabezpečování corporate governance.

Způsoby nepřátelského převzetí (1)



- veřejný odkup (Open Market Purchases)
 - začátek procesu nepřátelského převzetí přes nakupování akcií na veřejném kapitálovém trhu, které zajistí anonymitu nakupování, což může vést k zabezpečení úspěšnosti celého převzetí. Útočník (bidder) nakupuje akcie a čím větší balík se mu podaří koupit, tím je větší jeho výhoda. Napadený (targer) se však může začít bránit a tím celý proces prodraží či zastaví.
- zmocnění (Proxy Fights)
 - může následovat po veřejném odkupu akcií, nejde o skutečný nákup kmenových akcií, ale o získání hlasovacího práva s nimi spojeného. Jedná se o pokus akcionáře nebo skupiny akcionářů zajistit si kontrolu či výkon rozhodnutí ve společnosti získáním potřebného množství hlasovacích práv na základě zplnomocnění.

Způsoby nepřátelského převzetí (2)



**SLEZSKÁ
UNIVERZITA**
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ
FAKULTA V KARVINĚ

- přejetí na ulici (Street Sweeps)
 - odkup bloků akcií od arbitrážérů.

- tendrové nabídky (Tender Offers)
 - nabídka k odkoupení akcií jedním subjektem či více subjekty jednajícími ve shodě za účelem získání významných podílů ve společnosti.

Pasivní způsoby obrany proti převzetí

- plán zaměstnaneckého vlastnictví akcií (ESOP)
 - společnost přispívá do fondu vlastními akciemi nebo hotovostí (daňově odečitatelné položky) na vlastní akcie a zaměstnanci se tak stávají zároveň vlastníky společnosti.
- jedové pilulky (Poison Pills)
 - jedná se o cenné papíry vydávané potencionálně přebíraným subjektem za účelem snížení hodnoty firmy pro subjekt usilující o nepřátelské převzetí.
- zlaté padáky (Golden Parachutes)
 - atraktivní podmínky (zejména finanční) pro stávající management, které zajišťují vymoženosti i pro odcházející management po převzetí.
- dodatky ke společenské smlouvě (Corporate Charter Amendments)
 - dodatky týkající se například stanovení minimální odkupní ceny akcií minoritních akcionářů po převzetí či tzv. supermajoritního hlasování rady a jejího složení.

Aktivní způsoby obrany proti převzetí



SLEZSKÁ
UNIVERZITA
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ
FAKULTA V KARVINĚ

- **bílý rytíř (White Knights)**
 - napadená společnost hledá spojence (bílého rytíře) jako alternativního kupce při tendru útočící společnosti, jedná se o spřátelený subjekt
 - **bílý kavalír (White Squire)**
 - dočasné umístění akcií do rukou spřáteleného subjektu do doby než pomine nebezpečí.
 - **zelená pošta (Greenmail)**
 - nabídka napadené společnosti na zpětný odkup svých akcií útočícího subjektu za prémiovou cenu.
 - **změna ve struktuře pasiv (Debt Restructuring)**
 - zadlužením společnosti klesá její atraktivita.
 - **Pac-Man obrana (Pac-Man Defence)**
 - napadený se oplátí útočnickovi stejnou aktivitou tak, že začne nakupovat jeho akcie, podmínkou je dostatečná kapitálová rezerva.
-



**SLEZSKÁ
UNIVERZITA**
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ
FAKULTA V KARVINĚ

Děkuji za pozornost 😊
