



**MIĘDZYNARODOWE
FINANSE
PRZEDSIĘBIORSTW**

Anna Chmielewska

© Anna Chmielewska, SGH 2017



MILLER & MODIGLIANI

© Anna Chmielewska, SGH 2017

WACC

Średnioważony koszt kapitału (**WACC**) to krańcowy koszt pozyskania dodatkowych środków przez firmę.

Zależy on od struktury finansowania firmy oraz kosztu poszczególnych jej elementów

$$\text{WACC} = \left[\frac{D}{EV} r_d (1 - t) \right] + \left[\frac{E}{EV} r_e \right]$$

r_d krańcowy koszt długu (brutto)

r_e krańcowy koszt kapitału (brutto)

t stopa podatkowa (przedsiębiorstwa)

D wielkość długu

E wartość rynkowa kapitału

$EV = D + E$ wartość przedsiębiorstwa

Niezależność od struktury finansowania

- Franco Modigliani & Merton Miller (MM) sformułowali teorię według której wartość przedsiębiorstwa jest niezależna od struktury finansowania.
- Teoria ta bazowała na szeregu dość utopijnych założeń:
 1. Homogeniczne oczekiwania
 2. Idealnie funkcjonujące rynki długu i kapitału
 3. Stopy depozytowe = kredytowym
 4. Brak kosztów agencyjnych
 5. Niezależność decyzji biznesowych i finansowych
 6. Brak podatków i kosztów bankructwa

Brak podatków oraz kosztów bankructwa

- Wartość przedsiębiorstwa nie zależy od stopnia zadłużenia – inwestorzy mogą podejmować decyzję o skali zadłużenia/ryzyka niezależnie od decyzji o zainwestowanie w akcje danej spółki.
- Koszt kapitału jest wtedy liniową funkcją kosztu długu

$$r_e = r_0 + (r_0 - r_d) \left(\frac{D}{EV} \right)$$

- WACC jest stały w czasie, bo jeśli rośnie udział długu, rośnie też koszt kapitału (który staje się kapitałem bardziej ryzykownym).

Rozwinięcie teorii MM Wprowadzenie tarczy podatkowej

- jeśli koszt odsetek obniża podstawę opodatkowania to zadłużanie
 - Obniża koszt długu.
 - Obniża WACC.
 - Zwiększa wartość firmy

| | Bez podatku | Z podatkiem |
|----------------|--|--|
| Wartość firmy | $EV_L = EV_U$ | $EV_L = EV_U + tD$ |
| WACC | $r_{WACC} = \left[\frac{D}{EV} r_d \right] + \left[\frac{E}{EV} r_e \right]$ | $r_{WACC} = \left[\frac{D}{EV} r_d (1 - t) \right] + \left[\frac{E}{EV} r_e \right]$ |
| Koszt kapitału | $r_e = r_0 + (r_0 - r_d) \left(\frac{D}{EV} \right)$ | $r_e = r_0 + (r_0 - r_d) (1 - t) \left(\frac{D}{EV} \right)$ |

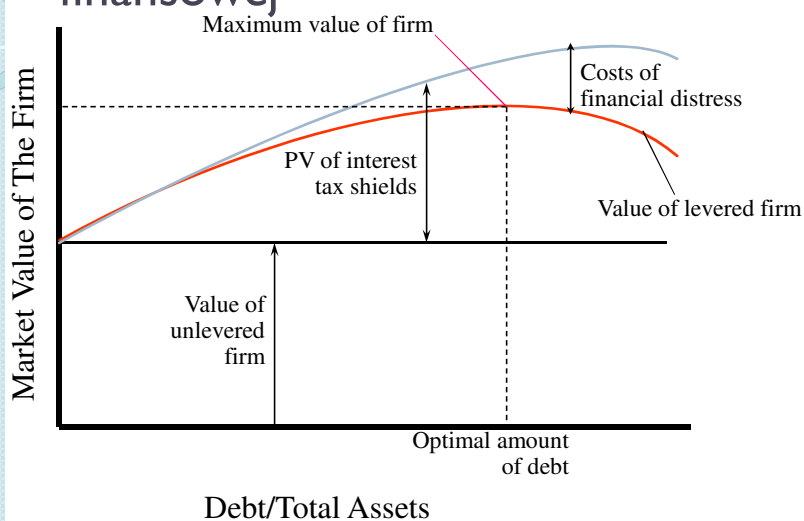
- Przy tarczy podatkowej, ale bez kosztów bankructwa optymalne jest jak największe zadłużenie

Koszty bankructwa

- **Koszty**, które pojawiają się w sytuacji w której przedsiębiorstwo przestaje wywiązywać się ze swoich zobowiązań
- Obejmują:
 - Koszt podejmowania nieoptymalnych decyzji
 - Niemożność wynegocjowania najkorzystniejszych kontraktów
 - Utratę klientów
 - Koszty procesów likwidacyjnych
- **Koszty te „podrażają” dług im więcej jest go w strukturze finansowej (im bardziej takie kłopoty są prawdopodobne).**
- **To powoduje, że istnieje optymalna struktura finansowa**

© Anna Chmielewska, SGH 2017

Zmodyfikowana teoria struktury finansowej



© Anna Chmielewska, SGH 2017

Optymalna struktura finansowa

| Podatek | Koszty bankructwa | Optymalna struktura finansowa |
|---------|-------------------|--|
| Nie | Nie | Nie ma – dowolna |
| Tak | Nie | Tak – praktycznie całkowite (99.99%) zadłużenie |
| Tak | Tak | Tak, efekt dźwigni podatkowej stopniowo ograniczają oczekiwane koszty bankructwa |

Nie ma jednej optymalnej struktury finansowej. Dla każdego przedsiębiorstwa zależy ona od:

- Ryzyka biznesowego
- Sytuacji podatkowej
- Charakteru aktywów spółki
- Corporate governance
- Przejrzystości

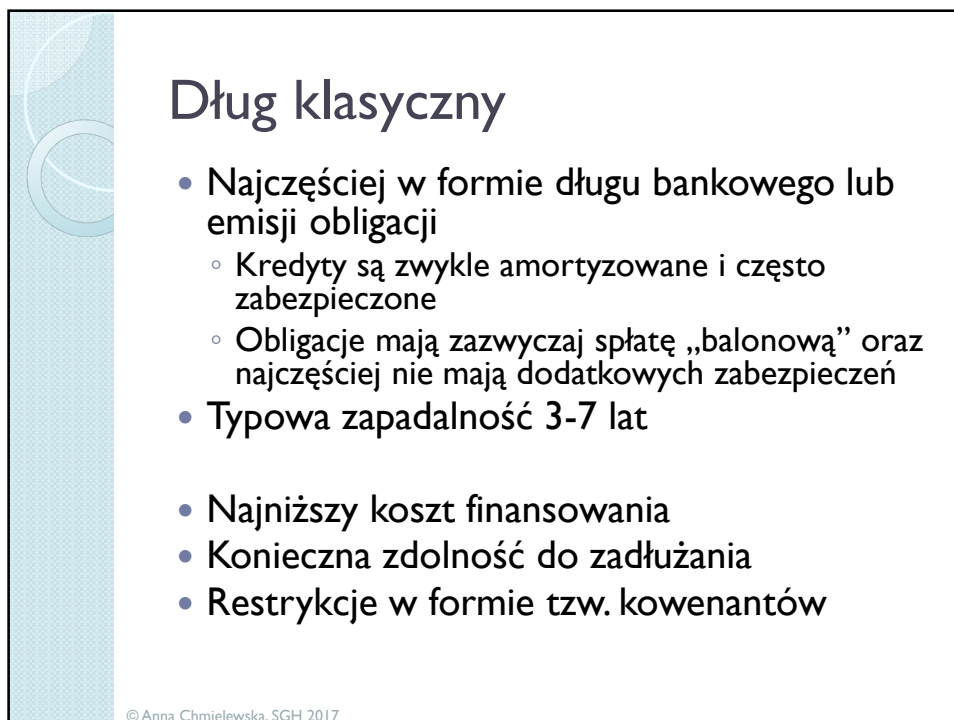
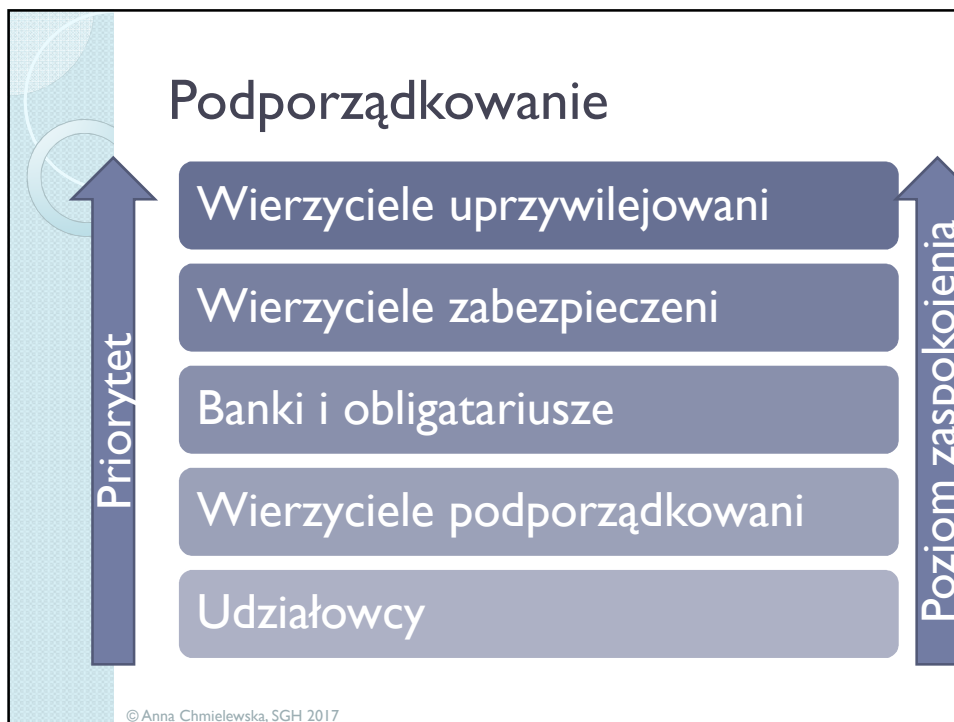
© Anna Chmielewska, SGH 2017

9

Struktura finansowa



© Anna Chmielewska, SGH 2017



Dług podporządkowany i mezzanine

- Forma pośrednia pomiędzy długiem a kapitałem
- Różne instrumenty: od dług podporządkowanego do akcji preferowanych
- Czasami mają zabezpieczenie ale drugiego rzędu
- Zwykle spłaty balonowe
- Odsetki klasyczne + PIK (+ warranty)
- Zwykle 5-10 lat

- Droższe niż dług klasyczny
- Umożliwiają większe zadłużenie
- Nie rozgadniają udziałowców (lub robią to nieznacznie)

© Anna Chmielewska, SGH 2017

Jak określić zdolność zadłużenie

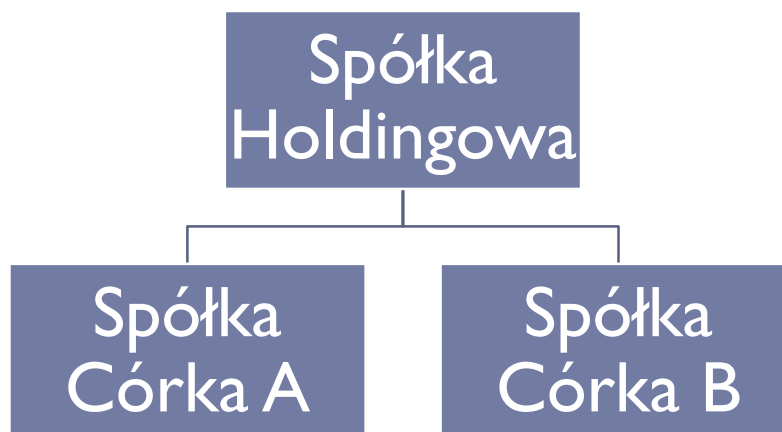
- Analiza przepływów pieniężnych (FCFDS)
- Profil spłaty długu

- Skąd firma weźmie środki na obsługę długu?
- Jakie płatności będą uprzywilejowane wobec długu?

- Dla dojrzałych przedsiębiorstw możliwy na podstawie wskaźników (dług/EBITDA lub dług/kapitałów własnych)

© Anna Chmielewska, SGH 2017

Podporządkowanie strukturalne



© Anna Chmielewska, SGH 2017

Zabezpieczenie

Zabezpieczenie jest zawsze oceniane jako drugie.
Zdolność obsługi zadłużenia jest priorytetem

- Cel:
 - Zabezpieczenie interesów wierzycieli w przypadku upadłości
 - Przekracza kwotę zabezpieczenia
 - Łatwe do realizacji
- Typy:
 - Finansowe
 - Fizyczne
 - Inne

© Anna Chmielewska, SGH 2017

Restrykcje i warunki

- Warunki wypłaty – ustalenie zasad póki wierzyciel ma kontrole nad środkami
- Określenie zasad funkcjonowania firmy żeby ograniczyć konflikt pomiędzy udziałowcami a wierzycielami
- Typowo warunki mają wpływać na:
 - Zarządzanie przepływami gotówki
 - Ograniczanie podporządkowania
 - Zabezpieczenie przed nietypowymi zdarzeniami

© Anna Chmielewska, SGH 2017

Przykładowe warunki

- Dostęp do informacji
- Utrzymanie głównej linii biznesowej
- Utrzymanie jakości aktywów
- Ograniczenia:
 - wyprzedaży aktywów
 - zadłużania
 - ustanawiania zabezpieczeń
 - inwestycyjne
 - dywidend

© Anna Chmielewska, SGH 2017

Popularne klauzule

- Negative pledge
- Pari-passu
- Cross default
- Change of control
- Material Adverse Clause

Inne wymogi:

- Rachunek obsługi długu
- Mechanizm cash sweep

© Anna Chmielewska, SGH 2017

Warunki (kovenanty) finansowe

- Współczynnik obsługi zadłużenia
- Współczynnik obsługi odsetek
- Dług do EBITDA
- Wskaźnik dźwigni finansowej
- Wartość kapitałów własnych

© Anna Chmielewska, SGH 2017

Kredyt korporacyjny

Sytuacja w której kredyt jest udzielany operującej spółce na jej potrzeby bieżące lub inwestycyjne

Najczęściej analizowane aspekty

- Maksymalny poziom zadłużenia
- Pari passu (brak podporządkowania) subordination, incl. structural)
- Zapewnienie zyskowności operacyjnej
- Ograniczenia w dysponowaniu gotówką
- Często bez precyzyjnego przeznaczenia: cele ogólnokorporacyjne
- Mniejsze znaczenie zabezpieczeń

© Anna Chmielewska, SGH 2017

Project Finance – finansowanie projektowe

Sytuacja w której inwestycja która ma być finansowana kredytem ma potem generować przepływy pozwalające na spłatę tego kredytu.

- Typowe elementy struktury:
 - Zabezpieczenie „na wszystkim” (w tym na kontraktach, aktywach i akcjach)
 - Restrykcyjne warunki wypłat
 - Step in rights
 - Konieczność wkładu własnego
 - Wskaźniki oparte na przepływach

© Anna Chmielewska, SGH 2017

Wykup lewarowany

- Sytuacja w której finansowanie jest zbierane w celu sfinansowania zakupu przedsiębiorstwa. W większości sytuacji kupowane przedsiębiorstwo ma potem bezpośrednio lub przez strumień dywidend obsługiwać zadłużenie.
- Typowe elementy struktury
 - Wysoka dźwignia finansowa (często przekracza 6x EBITDA)
 - Dokładna analiza podporządkowania
 - Zabezpieczenie na akcjach
 - Kontrola managerska

© Anna Chmielewska, SGH 2017