

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

ZDRUŽITEV BORZ EURONEXT IN NEW YORK STOCK EXCHANGE

Ljubljana, september 2010

MARJETKA FRELIH

IZJAVA

Študentka Marjetka Frelj izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. Aljoše Valentinčiča, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 23. 9. 2010

Podpis: _____

KAZALO

UVOD.....	1
1. OPREDELITEV POJMOV "PREVZEM" IN "ZDRUŽITEV".....	2
1.1 Prevzem	3
1.2 Združitev.....	5
1.3 Motivi za prevzem	6
1.4 Prevzemni proces.....	9
1.5 Uspešnost prevzemov	10
2. KAPITALSKI TRGI	12
2.1 Evropski trg kapitala.....	13
2.1.1 Evropski zakonodajni okvir	14
2.1.2 Uvedba evra.....	15
2.2 Spremembe na kapitalskih trgih	16
2.2.1 Spremembe lastniške strukture borz	16
2.2.2 Povezovanje borz	17
2.2.3 Vrste sodelovanja borz in njegovi učinki	19
2.2.4 Primeri borznih povezovanj	20
2.2.5 Posledice povezovanja borz	21
2.3 Nove oblike trgovanja	23
3. ANALIZA ZDRUŽITVE BORZ EURONEXT IN NYSE.....	26
3.1 Proces povezovanja borz Euronext in NYSE	27
3.2 Menjalno razmerje delnic NYSE in Euronext po združitvi.....	28
3.3 Posledice združitve NYSE in Euronext.....	28
3.4 Vodstvo, nadzor, kliring in poravnava	29
3.5 Podružnice podjetja NYSE Euronext	30

3.6	Borzni indeksi na NYSE Euronext.....	31
3.7	Nadaljnje povezovanje NYSE Euronext s svetovnimi borzami	32
	SKLEP.....	32
	LITERATURA IN VIRI	34
	PRILOGE	

KAZALO SLIK

<i>Slika 1: Prijateljski in sovražni prevzemi.....</i>	<i>4</i>
<i>Slika 2: Osnovne oblike prevzemov podjetij</i>	<i>4</i>
<i>Slika 3: Shematični prikaz spojitve oziroma pripojitve.....</i>	<i>5</i>
<i>Slika 4: Glavne faze prevzemnega procesa</i>	<i>10</i>
<i>Slika 5: Prikaz menjalnega razmerja delnic NYSE in Euronext v delnice NYSE Euronext.....</i>	<i>28</i>

KAZALO TABEL

<i>Tabela 1: Razvrstitev motivov za prevzeme podjetij</i>	<i>8</i>
<i>Tabela 2: Kronološki pregled demutualizacije nekaterih svetovnih borz.....</i>	<i>17</i>
<i>Tabela 3: Prednosti in slabosti horizontalne oziroma vertikalne združitve borz</i>	<i>20</i>
<i>Tabela 4: Primeri različnih vrst borznega sodelovanja.....</i>	<i>21</i>
<i>Tabela 5: Trgovalni sistemi na nekaterih svetovnih borzah</i>	<i>24</i>
<i>Tabela 6: Glavne razlike med trgovanjem na borznem parketu in elektronskim trgovanjem .</i>	<i>25</i>
<i>Tabela 7: Največjih 10 svetovnih borz v letu 2009 glede na tržno kapitalizacijo</i>	<i>27</i>

UVOD

Za dolgoročni obstoj podjetij na globalnem trgu je nujno, da rastejo in se razvijajo. Podjetja lahko rastejo navznoter ali navzven, in to imenujemo notranja oziroma zunanja rast. Notranja rast je posledica povečane proizvodnje znotraj obstoječih proizvodnih zmogljivosti ali širitve poslovanja v dodatno zgrajenih proizvodnih zmogljivostih. Zunanjo rast pa je mogoče doseči z združitvijo, prevzemom, pripojitvijo ali spojitvijo dveh ali več že obstoječih podjetij (Pučko, 2003, str. 39). Združitve so navadno privlačna oblika rasti podjetja, saj so v primerjavi z notranjo rastjo dokaj hiter način rasti. Združeni podjetji povečata tržno moč na področju uporabljene tehnologije, znanja, zmogljivosti, trženja in upravljanja (Kovačič, 2006, str. 10). Za uspešno združitev sta ključni dve fazi, in sicer faza dolgotrajnih pogajanj pred združitvijo ter faza integracije po združitvi, ki predstavlja največje tveganje in je pogosto ključ do uspeha (Habeck, Kröger & Träm, 2000, str. 16–17).

Zadnja tri desetletja se tudi borze soočajo s spremembami in izzivi v okolju, kar pospešuje proces sodelovanja in povezovanja borz. Evropska unija si prizadeva za integracijo evropskega kapitalskega trga, za kar so nacionalne borze modernizirale trgovalne sisteme, tehnološke spremembe pa so zahtevale nove pristope in organiziranost borz. Vse več borz je svoje delovanje usmerilo tudi na tuje trge, saj želijo vlagateljem ponuditi tudi čezmejno trgovanje. Evropski kapitalski trgi tako postajajo vse bolj povezani, s čimer naj bi se dosegli večja tržna likvidnost, manjša razdrobljenost trgov ter zmanjšanje transakcijskih stroškov (Ramos, 2003, str. 3–7).

Namen diplomske naloge je predstaviti prevzeme oziroma združitve ter njihovo pojavnost tudi na kapitalskih trgih. Od 90. let prejšnjega stoletja so kapitalske povezave pogoste med različnimi svetovnimi borzami ter sistemi kliringa in poravnave, zato sem se odločila, da bom predstavila proces združitve največje svetovne borze, New York Stock Exchange (v nadaljevanju NYSE), in prve vseevropske borze Euronext. Združitev leta 2007 je pomenila nastanek prve čezoceanske borze, ki je vlagateljem omogočala trgovanje z delnicami, obveznicami ter izvedenimi finančnimi instrumenti.

Diplomsko delo je sestavljeno iz treh poglavij. V prvem, teoretičnem, so obravnavani teorija prevzemov in združitev, njihove pojavne oblike, motivi zanje, opis prevzemnega procesa ter navedba razlogov za uspešno oziroma neuspešno izvedene prevzeme (združitve).

Spremembe na kapitalskih trgih, s katerimi želijo evropske institucije spodbuditi integracijo evropskega kapitalskega trga in tako povečati njegovo učinkovitost, so opisane v drugem poglavju. Borze so spremenile svojo lastniško strukturo in se tako iz neprofitnih institucij preoblikovale v profitne, kar jim je omogočilo povezovanje z drugimi borzami. Vse bolj konkurenčne organiziranim trgov pa so nove oblike (elektronskega) trgovanja, in sicer alternativni trgovalni sistemi in elektronske komunikacijske mreže.

V tretjem poglavju je analizirana združitev borz Euronext in NYSE. Najprej je predstavljen proces povezovanja, nato pa posledice združitve ter postintegracijsko delovanje največje svetovne borze.

V sklepu so povzete najpomembnejše ugotovitve.

1. OPREDELITEV POJMOV "PREVZEM" IN "ZDRUŽITEV"

Pri terminološki opredelitvi pojmov "prevzem" in "združitev" v literaturi tujih in domačih avtorjev naletimo na številne podobne in tudi povsem nasprotujoče si razlage, ki so lahko posledica neustrezne rabe ali težav pri prevajanju angleških izrazov v našo poslovno prakso.

V angloameriški literaturi se na področju prevzemov in združevanj najpogosteje uporabljajo termini "*mergers*", "*takeovers*" in "*aquisitions*", med katerimi pa je težko potegniti jasno ločnico in jih opredeliti enopomensko. Prevajanje teh terminov v slovenski jezik prinaša še dodatne težave pri opredeljevanju pojmov (Bešter, 1996, str. 26).

Levy in Sarnat (1988, str. 524) izraze "*mergers*", "*takeovers*" in "*aquisitions*" obravnavata kot sopomenke, pri katerih se izraz "*merger*" nanaša na tako povezavo podjetij, pri katerih eno od podjetij preneha obstajati. "*Consolidation*" pomeni nastanek nove pravne osebe, kar pomeni, da obe (ali več) podjetji prenehata obstajati.

Brigham in Houston (1998, str. 802) z besedo "*merger*" opredeljujeta tisto kombinacijo poslovnih povezovanj, pri katerih iz dveh ali več podjetij nastane eno samo.

Po Hamptonu (1989, str. 394) je "*merger*" kombinacija dveh ali več podjetij, ki se povežeta, pri čemer pa preživi le eno. Drugo oziroma druga podjetja prenehajo obstajati, njihova sredstva in obveznosti pa se prenesejo na preživelo, obstoječe podjetje. Termin "*consolidation*" avtor uporablja za nastanek novega podjetja iz dveh ali več podjetij, pri čemer novonastalo podjetje prevzame vsa sredstva in obveznosti prvotnih podjetij.

Repovž (1996, str. 30–31) opredeljuje prevzem kot "dejanje, ki naj bi prevzemnemu podjetju skrajšalo čas, ki bi ga sicer potrebovalo za razvoj (osvojitev trgov, razvoj proizvodov, investiranje v kadre in stalna sredstva in tako naprej)". Razlika med združitvijo ("*merger*") in prevzemom ("*acquisition*") je v tem, da gre pri združitvi praviloma za prostovoljno dejanje (na podlagi dogovora enakopravnih partnerjev), prevzem pa običajno nastopi pri neenakopravnih partnerjih; prevzem je opravljen s prisilo, in sicer gre lahko za ogroženost podjetja zaradi poslovanja z izgubljenimi trgi, nerazvitim proizvodom, neučinkovite tehnike in tehnologije, nesposobnih kadrov, neučinkovitega in neuspešnega poslovanja. V angleščini se za prevzem ("*acquisition*") kot sopomenka večkrat uporablja izraz "*takeover*", ki velja tudi

kot splošen pojem za prevzem in vključuje tako "*merger*" kot združitev (pripojitve, spojitve) kot tudi "*acquisition*" kot prevzem.

Lahovnik (1998, str. 14) pri združevanju podjetij loči prevzem ("*takeover*"), združitev ("*merger*") in priključitev ("*acquisition*").

1.1 Prevzem

Prevzem pomeni pridobitev določenega deleža lastninskih pravic v prevzetem podjetju, ki prevzemnemu podjetju daje zadosten delež glasovalnih pravic (kontrolni delež) za odločilno vplivanje na poslovanje prevzetega podjetja (Tajnikar, 2000, str. 148).

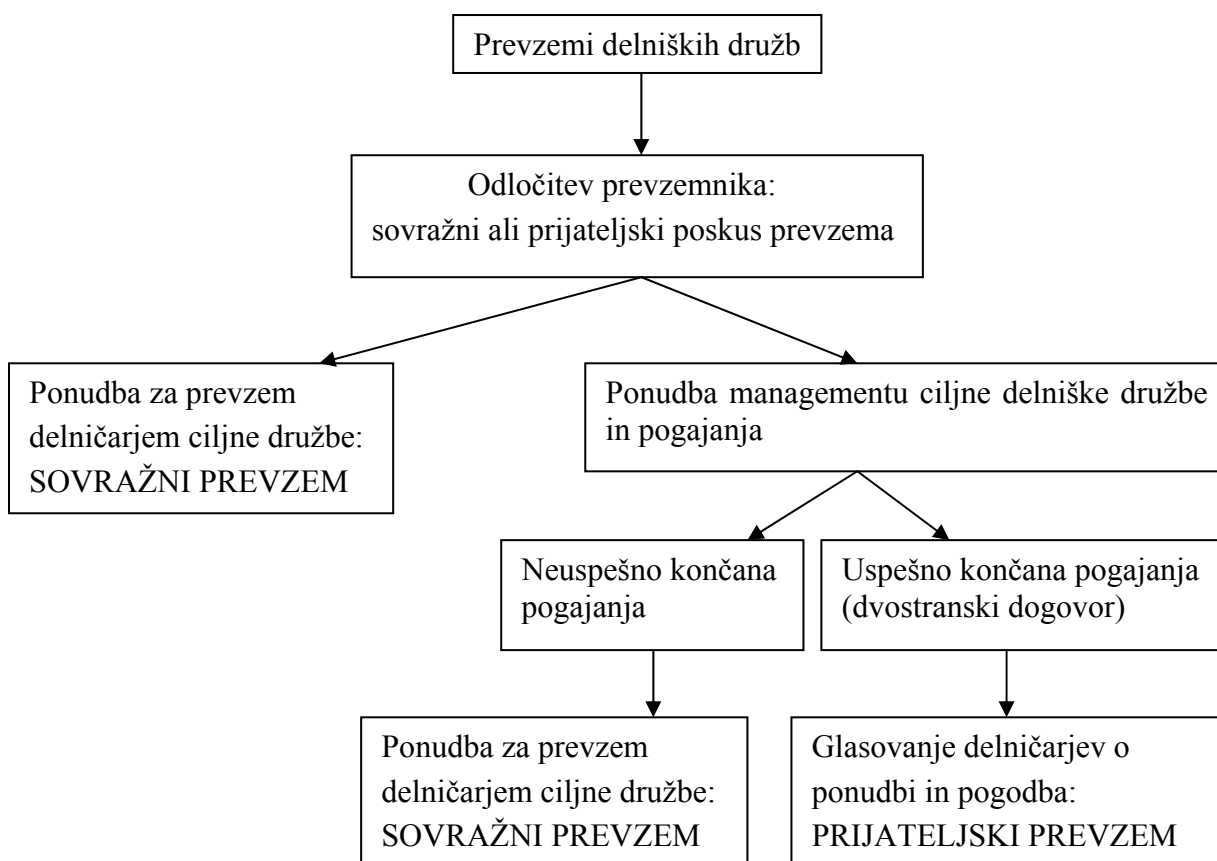
Pučnik in Tekavc (2002, str. 39) menita, da sta cilja prevzemov dva, in sicer za prvim stoji ponudnik, čigar glavni interes je pridobitev čim večjega deleža upravljaljskih pravic v prevzetem podjetju, drugi cilj pa je možnost dosedanjih delničarjev, da zaradi krepitve položaja enega izmed njih izstopijo iz podjetja tako, da ponudniku svoje delnice prodajo v transparentnem postopku prevzema.

Prevzemi in združitve zahtevajo večje ali manjše organizacijske spremembe, ki pomembno vplivajo na nadaljnji razvoj in uspešnost podjetja. Kljub času, trudu, denarnemu vložku in stresu, ki jih prevzemno in prevzeto podjetje namenita uspešnemu prihodnjemu sodelovanju, se veliko prevzemov oziroma združitev konča neuspešno. Najpogostejši vzroki za neuspeh so pomanjkanje znanja o dejavnosti prevzemnega oziroma prevzetega podjetja, poprevzemno nesodelovanje med prevzemnikom in prevzetim podjetjem, prenačljeno izvajanje sprememb v politiki in procesu delovanja novooblikovanega podjetja ter neustrezno vrednotenje podjetij (Shapiro, 1989, str. 941–942). Pri prevzemih se povezuje dve različni podjetji, pri katerih izziv ni različenost, temveč upravljanje le-te. Poudarek mora biti na uravnoteženem upravljanju ključnih človeških in finančnih virov podjetja, kar je pogoj za ustvarjanje trajnostne rasti in dobrih dolgoročnih rezultatov (Bertoncelj, 2008, str. 13–14).

Prevzemi so ponavadi gotovinske transakcije, pri katerih gre za klasičen kupo-prodajni odnos med dvema ali več strankami oziroma lastniki podjetij. Lastniki prevzetega podjetja nimajo dolgoročnega interesa za soupravljanje v novi povezavi, pač pa sta njihov interes le prodaja lastniškega deleža in izstop (Bertoncelj, 2005, str. 13–14).

Glede na način predloga prevzema poznamo prijateljske in sovražne prevzeme (slika 1). Prijateljski prevzem se začne z zaupno ponudbo upravi ciljnega podjetja, s čimer je upravi omogočena obramba pred prevzemom. Pri sovražnem prevzemu pa prevzemno podjetje brez predhodnega opozorila in sporazuma z upravo ciljnega podjetja objavi javno ponudbo za odkup delnic ciljnega podjetja.

Slika 1: Prijateljski in sovražni prevzemi

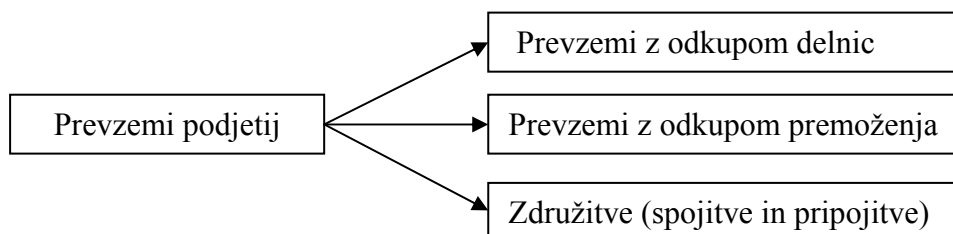


Vir: J. Bešter, Prevzemi podjetij in njihovi učinki na delničarje, managerje, zaposlene, upnike in državo, 1996, str. 103.

Kot prikazuje slika 2, Bešter (1996, str. 30) po obliki deli prevzeme na:

- prevzeme z odkupom delnic,
- prevzeme z odkupom premoženja,
- združitve (spojitve in pripojitve).

Slika 2: Osnovne oblike prevzemov podjetij



Vir: J. Bešter, Prevzemi podjetij in njihovi učinki na delničarje, managerje, zaposlene, upnike in državo, 1996, str. 30.

Pri prevzemu z odkupom delnic prevzemno podjetje kupi zadostno (ali celotno) število delnic z glasovalno pravico v prevzetem podjetju, s čimer si pridobi ustrezno število glasov na skupščini in s tem nadzor nad podjetjem. Cilj takega prevzema je torej pridobiti kontrolni delež v prevzetem podjetju in doseči morebitno združitev. Pri tej obliki prevzema nobeno od podjetij ne preneha obstajati kot pravna oseba, dokler ne pride do združitve in prenosa sredstev oziroma premoženja z enega podjetja na drugo (Kovačič, 2006, str. 24).

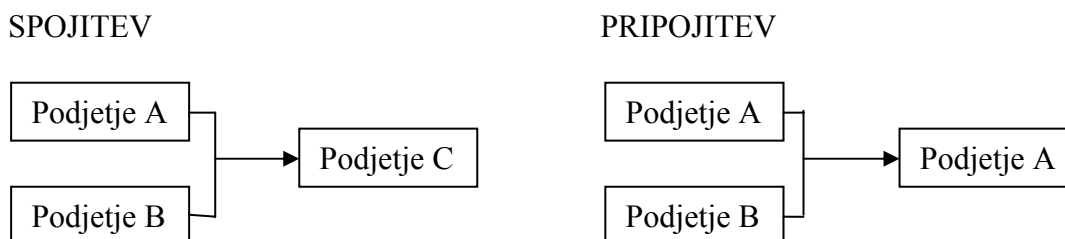
Poleg odkupa delnic pa ima prevzemno podjetje možnost prevzeti ciljno podjetje tudi z odkupom dela ali celote njegovega premoženja, za kar je potrebno glasovanje delničarjev prevzetega podjetja. Tak način prevzema nasprotno od prevzema z odkupom delnic omogoča prevzem celotnega podjetja, saj ne nastopi problem malih delničarjev. Le-ti namreč lahko zavrnejo prevzemno ponudbo in obdržijo delnice ciljnega podjetja, s čimer prevzemniku onemogočajo prevzem celotnega podjetja (Ross, Westerfield & Jaffe, 2002, str. 818). Prevzeto podjetje lahko po prodaji premoženja ostane nespremenjeno, običajno pa je, da po končanem prenosu lastništva preneha obstajati kot pravna oseba (Bešter, 1996, str. 32).

1.2 Združitev

Pri združitvah gre za obojestranski interes podjetij, da se povežejo, pri tem pa iz dveh ali več podjetij nastane eno samo (Bertoncel, 2005, str. 14).

Znotraj združitve ločimo spojitve in pripojitve. O spojitvi govorimo, kadar se ustanovi nova delniška družba (prevzemna družba), na katero preidejo celotno premoženje, pravice in obveznosti družb, ki se spajajo (prevzete družbe), hkrati pa se delničarjem prevzetih družb zagotovijo delnice prevzemne družbe (Zakon o gospodarskih družbah, 2009, 580. člen). Pripojitev pomeni, da ena ali več delniških družb (prevzeta družba) na drugo delniško družbo (prevzemna družba) prenese celotno premoženje, pravice in obveznosti (Zakon o gospodarskih družbah, 2009, 580. člen). Prevzeta družba po pripojitvi preneha obstajati kot pravna oseba, medtem ko prevzemna družba obstaja še naprej (slika 3).

Slika 3: Shematični prikaz spojitve oziroma pripojitve



Hampton (1989, str. 395) meni, da imajo v nekaterih primerih spojitve določene prednosti pred pripojitvami. Če se združujeta dve različno veliki podjetji, se običajno manjše podjetje

pripoji k večjemu. Kadar pa gre za približno enako veliki podjetji, je pogosto težko doseči sporazum o prenehanju delovanja enega izmed podjetij, zato se v takem primeru običajno ustanovi novo podjetje.

Glede na stopnjo povezanosti v produkcijski verigi in dejavnosti podjetij, ki se povezujejo, ločimo horizontalne, vertikalne, konglomeratne in koncentrične združitve. Pri horizontalnih združitvah se povezujejo podjetja, ki so v isti dejavnosti in so na enaki stopnji proizvodnih procesov oziroma dodelanosti proizvodov ali storitev, medtem ko gre pri vertikalnih združitvah za povezovanje podjetij na različnih stopnjah proizvodnega procesa (Hampton, 1989, str. 395). Podjetja, ki delujejo v popolnoma različnih dejavnostih, se povezujejo v konglomeratne združitve (Brealey & Myers, 2003, str. 930). Za koncentrične združitve velja, da so podjetja povezana z osnovno tehnologijo, proizvodnim procesom ali trgi (Tajnikar, 2000, str. 149).

Združitve so običajno negotovinske transakcije, pri čemer gre za zamenjavo delnic ali poslovnih deležev lastnikov dveh ali več podjetij, kar pomeni, da ni treba črpati lastnih virov ali pa iskati zunanjih virov financiranja. (Bertoncel, 2005, str. 15).

Z ekonomskega vidika je meja med združitvijo in prevzemom zelo tanka, saj oba procesa predstavljata odnos med ekonomsko močnejšim in šibkejšim partnerjem, pri čemer ekonomsko močnejše podjetje prevzame šibkejše podjetje. Večino združitev, predvsem pa pripojitev, bi tako lahko obravnavali kot prevzeme, vendar pa je pravno gledano položaj drugačen. Pri združitvi oziroma pripojitvi eno ali celo obe podjetji prenehata obstajati, saj nastane novo podjetje, medtem ko pri prevzemu tako prevzemno kot tudi prevzeto podjetje ostaneta samostojni pravni osebi. Prevzem tako ne ustvarja posledic na statusnopravnem področju, pač pa le na področju povezanosti dveh podjetij in pravic vodenja. Obenem pa je prevzem lahko tudi povod za združitev podjetij, saj je mogoče zbrati zadostno količino upravljaljskih pravic, ki zagotavljajo tako moč odločanja, da se lahko na skupščini izglasuje sklep o združitvi (Pučnik & Tekavc, 2002, str. 38–39).

1.3 Motivi za prevzem

Prevzemi so posledica intenzivnega tehnološkega napredka, deregulacije, internacionalizacije, zahtev trga po hitrem razvoju novih proizvodov oziroma storitev, novega ekonomskega okolja in globalizacije (Kokkoris & Olivares-Caminal, 2007, str. 455).

Teorije o motivih za kapitalsko povezovanje podjetij temeljijo na podobnih predpostavkah, razlikujejo pa se glede na poudarek posameznih prevzemnih dejavnikov. V grobem lahko teorije razdelimo na dve skupini, in sicer v prvo skupino uvrščamo tiste, ki izhajajo iz predpostavke, da je višjo učinkovitost proizvodnih dejavnikov, ki so v rabi, mogoče doseči z njihovo prerazporeditvijo in s tem pozitivno prispevati k povečanju bruto domačega

proizvoda. Znotraj te skupine se prevzeme deli na tiste, katerih cilj je doseganje pozitivnih sinergijskih učinkov (podjetja združijo del svojih poslovnih dejavnosti oziroma neposredno sodelujejo pri proizvodnji izdelkov ali opravljanju storitev) ter na finančne prevzeme (podjetja sodelujejo le pri zagotavljanju optimalnih finančnih učinkov, ki jih omogoča nova oblika povezave podjetij). V drugo skupino spadajo prevzemi, katerih namen je discipliniranje managementa prevzetega podjetja, ki naj ne bi vedno deloval v skladu s pričakovanji delničarjev ter na način, ki bi maksimiziral tržno vrednost podjetja. Namen take vrste prevzemov je spodbuditi managerje k učinkovitejšemu poslovanju oziroma jih zamenjati s sposobnejšimi ljudmi, ki bodo vodili poslovanje v skladu z zahtevami delničarjev. Običajno so taki prevzemi sovražni, medtem ko so sinergijski prevzemi prijaznejši, saj njihov cilj ni zamenjati vodstvo ciljnega podjetja, ampak maksimizirati koristi delničarjev (Bešter, 1996, str. 40).

Avtorji navajajo različne motive, na osnovi katerih temeljijo posamezne teorije. Tako na primer Brigham in Houston (1998, str. 802–804) navajata naslednje razloge za prevzem:

- sinergije (ekonomije obsega, tržna moč, finančne sinergije, večja učinkovitost managementa in boljša izraba sredstev podjetja),
- davčne ugodnosti,
- odkup premoženja podjetja pod njegovimi nadomestitvenimi stroški,
- razpršitev podjetniške dejavnosti,
- osebni izziv managerjev (obrambni prevzem).

Jackson in Schuler (2001, str. 6) med najpogostejše motive za prevzem uvrščata:

- večji tržni delež, ekonomije obsega (horizontalni prevzemi),
- nadzor nad distribucijskimi kanali (vertikalni prevzemi),
- razpršitev tveganj, znižanje stroškov, sinergijski učinki,
- rast globalnega svetovnega voditeljstva,
- preživetje podjetja, kritična masa, maksimizacija prodaje,
- pridobitev dodatnega kapitala, povečanje zmožnosti zadolževanja,
- fleksibilnost,
- pridobivanje nadarjenih zaposlenih, znanja in tehnologije.

Repovž (1996, str. 31) navaja naslednje prevzemne motive:

- večanje tržnega deleža (pridobivanje novih trgov),
- poprevzemni oziroma pozdružitveni sinergijski učinki na področju zaslužkov, dividend, tržne vrednosti, finančne strukture itd.,
- podcenjenost vrednosti podjetja,
- kadri,
- davčni vidik,
- razpršenost tveganja,
- delitev tveganja.

Ross et al. (1993, str. 824–826) kot prevzemne motive opredeljujejo:

- povečanje prihodkov (tržne prednosti, strateške koristi, tržna ali monopolna moč),
- znižanje stroškov (ekonomije obsega, prednosti vertikalnih integracij, odstranitev nesposobnega managementa),
- davčne motive (prenos izgub, neizrabljene kapacitete zadolževanja, denarni presežki),
- stroške kapitala.

Med najbolj znane teorije razvrščanja motivov za prevzeme spada Levova razvrstitev, ki deli motive na tri večje skupine (tabela 1), in sicer na sinergije, podcenjenost ciljnega podjetja in managerske motive.

Tabela 1: Razvrstitev motivov za prevzeme podjetij

SINERGIJE	Neoklasični motivi	Kratkoročne finančne sinergije
		Razmerje med ceno delnice in dobičkom na delnico
		Izboljšana plačilna sposobnost
		Davčni učinki (prihranki)
	Dolgoročne finančne sinergije	Povečana zmogljivost zadolževanja
		Učinkovito pre zaposlovanje kapitala
		Zmanjševanje stroškov dolga in tveganja stečaja
		Večja stabilnost letnega dobička
	Sinergije v poslovanju	Ekonomije obsega
		Omejene možnosti rasti v panogi podjetja
		Omejevanje konkurence
		Pridobitev tehnoloških ali managerskih znanj
		Programska ali tržna diverzifikacija
		Zmanjševanje tveganja poslovanja
PODCENJENOST CILJNEGA PODJETJA		Tržne neučinkovitosti
		Notranje informacije
		Superiorna analiza
		Zamenjava nesposobnega managementa
MANAGERSKI MOTIVI		Potreba po moči, velikosti, rasti
		Nadomestila managerjev
		Trgovanje na osnovi notranjih informacij
		Zmanjševanje tveganja človeškega kapitala

Vir: B. Lev, Observations on the Merger Phenomenon and a Review of the Evidence, 1983, str. 6.

Kot je razvidno iz nekaj navedenih razvrstitev motivov za prevzeme, nobena od številnih teorij prevzemov ni celovita in ne združuje vseh dejavnikov vpliva, pač pa se teorije

medsebojno dopolnjujejo. Dejansko ne more nobena sama, neodvisno od drugih, popolnoma pojasniti vseh primerov prevzemov v zadnjem dvajsetletju.

Ne glede na številne razloge, ki jih imajo podjetja za prevzeme in združitve, pa obstajajo osnovna spoznanja o prevzemih (Jackson & Schuler, 2001, str. 8):

- združitve in prevzemi so najhitrejša oblika rasti podjetja,
- obstaja velika verjetnost, da ne bodo doseženi na začetku določeni cilji,
- združitve in prevzeme je težko realizirati,
- ustvarjanje sinergij predstavlja velik izziv za podjetja,
- združevanje različnih kultur je eden glavnih izzivov,
- možnosti za uspeh povečuje pravočasno in temeljito načrtovanje.

1.4 Prevzemni proces

Nenehne spremembe v okolju zahtevajo od podjetij, da se prilagajajo ter da imajo jasno vizijo o tem, kaj želijo postati, njihova strategija pa opredeljuje način, kako želijo to doseči v določenem času. Eno od sredstev za doseg strateških ciljev podjetja so tudi prevzemi.

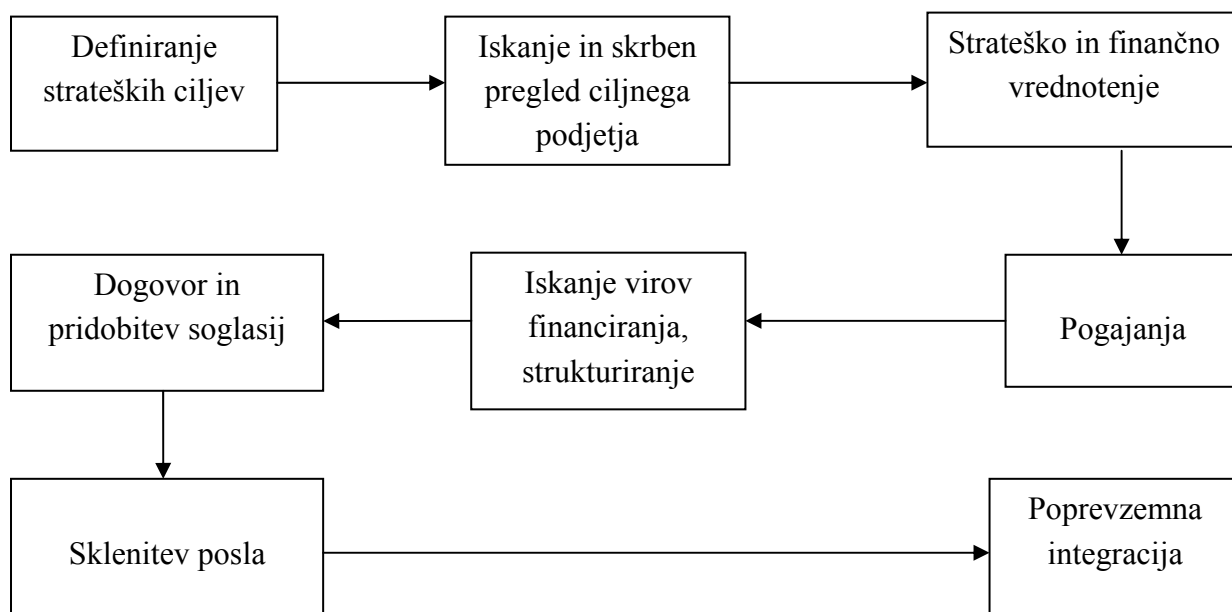
Običajno se podjetje opredeli za strategijo stalne rasti in izdela strateški načrt rasti na podlagi prevzemov. Pomembna sestavna dela strategije sta sposobnost za uspešno izvajanje prevzemov in ocena notranjih potencialov podjetja. Izhajati je treba iz konkurenčne sposobnosti podjetja in jasno postavljenih ciljev oziroma meril, da se v določenem okolju in času ustvari konkurenčna prednost. Določitev merljivih in jasno izraženih strateških ciljev v predprevzemnem obdobju je pomembna, saj bo podjetje le tako lahko ocenilo prevzem s primerjavo zastavljenih in uresničenih postavk. Prevzemna podjetja morajo dobro poznati svoje dobre in slabe lastnosti ter se osredotočiti na uresničevanje poslovnih strategij in doseganje poslovnih ciljev, ki so opredeljeni v strateških načrtih podjetij (Bertoncel, 2005, str. 27–28).

Vsak prevzemni proces je edinstven poslovni dogodek, saj so sodelujoča podjetja vedno druga, z drugačnimi značilnostmi, vendar pa je določeno zaporedje posameznih dejavnosti (slika 4) za izvedbo prevzema v nekem časovnem obdobju vedno enako. Bertoncelj (2008, str. 35) meni, da dejavnosti po posameznih fazah potekajo zaporedno ali sočasno. Glavne faze prevzemnega procesa so:

- predprevzemna analiza industrije in izbira ciljnega podjetja,
- proučitev informativnega memoranduma ali drugih razpoložljivih informacij o ciljnem podjetju,
- pogajanja z lastniki/vodstvom ciljnega podjetja,
- skrbni pregled poslovanja,
- ocena vrednosti in priprava (neobvezujoče) ponudbe ter drugih spremljajočih dokumentov,
- iskanje virov financiranja,

- nadaljevanje pogajanj in dogovor (priprava obvezujoče ponudbe),
- pridobitev potrebnih soglasij za prevzem ciljnega podjetja (v prevzemni in prevzeti družbi, državne institucije),
- sklenitev posla (zaključek transakcije).

Slika 4: Glavne faze prevzemnega procesa



Vir: A. Bertonecelj, Prevzemi in združitve, Model uravnoteženega upravljanja ključnih dejavnikov uspeha, 2008, str. 36.

1.5 Uspešnost prevzemov

V optimalnih razmerah so prevzemi generatorji nove vrednosti, lahko pa se zgodi, da do tega ne pride oziroma da celo povzročijo njeno propadanje. Ustvarjanje vrednosti predstavlja velik izziv za management in vse druge, ki so zadolženi za učinkovito integracijo.

Prevzemni proces povzroči večje organizacijske spremembe, ki vplivajo na uspešnost podjetja ter na njegovo nadaljnjo rast in razvoj. Empirične raziskave kažejo, da je več kot polovica prevzemov neuspešnih. Delež prevzemov, ki ne izpolnijo finančnih obljub, se giblje med 55 in 77 %, medtem ko slaba polovica vseh čezmejnih kapitalskih povezovanj povzroči izgubo. Približno dvema tretjinama združenih podjetij se tržni delež zmanjša v prvem kvartalu skupnega delovanja, v tretjem kvartalu pa svoj tržni delež izgubi kar 90 % podjetij. V slabem letu po združitvi se produktivnost v združenih podjetjih zmanjša za 50 % (Bertonecelj, 2008, str. 13).

Večina empiričnih raziskav obravnava skoraj izključno finančne posledice prevzemov, redke pa poskušajo dejansko poiskati vzroke za neuspeh. Le-te je treba proučiti in nato predlagati drugačen pristop k integraciji. Pomemben dejavnik uspeha pri prevzemu je nedvomno uravnoteženo upravljanje ključnih dejavnikov uspeha, pri čemer govorimo o konceptu uravnoteženega upravljanja ekonomskega in človeškega kapitala.

Razlogi za uspeh, kot jih navajata Jackson in Schuler (2001, str. 12), so naslednji:

- uspešno vodstvo,
- dobro premišljeni cilji,
- podrobni pregled trdih in mehkih dejavnikov uspeha,
- dobro voden tim, ki je zadolžen za prevzem,
- uspešno učenje na podlagi preteklih izkušenj,
- obdržanje nadarjenih zaposlenih v podjetju,
- temeljita in pravočasna komunikacija z vsemi udeleženci v prevzemu.

Kljub številnim nasvetom, vodilom, strategijam, ki se v literaturi pojavljajo kot ključ do uspešne integracije, pa pri veliko prevzemih vedno prevladujejo dejavniki neuspeha, ki jih Habeck et al. (2000, str. 21) pripisujejo naslednjim postavkam:

- vizija: podjetji nimata oblikovane jasne dolgoročne vizije in strategije,
- vodstvo: podjetja ne določijo pravočasno novega vodstva, kar povzroča negotovost in zmanjšuje motivacijo zaposlenih,
- rast: podjetja kot osnovo za združitev vidijo rast, vendar se preveč opirajo na sinergijo stroškov, ki pa ima lahko le kratkotrajni uspeh; po znižanju stroškov podjetje zopet začne delovati tako kot pred združitvijo, namesto da bi se usmerilo v delovanje, s katerim bo raslo,
- zgodnji uspehi: podjetja pogosto pričakujejo, da bodo zaposleni kupili delnice novega podjetja takoj po združitvi, pri čemer zanemarjajo dvome zaposlenih glede novonastalega podjetja; treba je doseči hitre, pozitivne in otipljive uspehe, s čimer si bo podjetje pridobilo zaupanje vlagateljev, ki bodo nato kupili nove delnice,
- kultura: podjetja premalo pozornosti posvečajo različnim organizacijskim kulturam, zaradi katerih prihaja do konfliktnih situacij,
- komunikacija: premalo je posvečanja zaposlenim in strankam, kar vzbuja negotovost in nezaupanje,
- obvladovanje tveganj: podjetja slabo obvladujejo tveganja oziroma o njih sploh redko govorijo, zato se lahko le-ta kmalu spremenijo v ovire ali celo katastrofe, ki vplivajo na poslovanje podjetja.

Jackson in Schuler (2001, str. 9) kot razloge za neuspeh navajata:

- v naglici oblikovana strategija, slabo načrtovanje, nestrokovna izvedba,
- nesposobnost poistovetenja s sporočilom prevzema,
- nadarjenost zaposlenih je zapostavljena oziroma slabo vodena, zato nekateri celo zapustijo podjetje,

- vodili prevzema oziroma združitve sta moč in politika, namesto produktivni cilji,
- zahteve po nemogočih stopnjah sinergije,
- zanemarjanje kulturnih razlik med podjetjema,
- neizvajanje tranzicijskega managementa,
- podcenjevanje stroškov tranzicije,
- prevelika finančna izčrpanost,
- obrambna motiviranost,
- osredotočenost posloводства je odmaknjena od osnovne dejavnosti.

Obstoječi prevzemni modeli posvečajo premalo pozornosti ljudem, njihovemu vedenju, vrednotam in novi organizacijski kulturi. V prevzemnih procesih je vsa pozornost usmerjena v komercialne in finančne rezultate, ki pa omogočajo le kratkoročne učinke. Veliko pomembnejši je dolgoročni organizacijski uspeh, ki pa ni mogoč brez povezave in upoštevanja poslovnega uspeha in človeškega kapitala.

Prevzemi in združitve so vse bolj pogosti tudi na kapitalskih trgih, na kar je v veliki meri vplivala ostra konkurenca na borznih trgih. Kapitalska povezovanja se dogajajo tako med samimi borzami kot tudi med klirinško-depotnimi družbami (v nadaljevanju KDD). V naslednjem poglavju so prikazane nekatere spremembe na kapitalskih trgih od konca 80. let prejšnjega stoletja pa do danes, s katerimi skuša Evropa ustvariti enoten evropski kapitalski trg.

2. KAPITALSKI TRGI

Kapitalski trgi so temelj finančnega sistema vsakega gospodarstva in imajo pomembno vlogo pri alokaciji kapitala znotraj gospodarstva (Duisenberg, 1999). Veljajo za eno najbolj dinamičnih področij ekonomije, saj jih zaznamuje velik tehnološki napredek, ki z razvojem telekomunikacij in elektronskega poslovanja ponuja nove možnosti za vlaganja kapitalskih presežkov. Ponudba finančnih instrumentov se je močno povečala, kar je povzročilo spremembe na kapitalskih trgih, s tem pa se je povečala tudi konkurenca med borzami, ki je posledično privedla do povezovanj različnih borz, sporazumov o souporabi tehnologije, privatizacije borz ter razvoja alternativnih trgovalnih sistemov (Kokkoris & Olivares-Caminal, 2007, str. 459–466).

Hitre spremembe na kapitalskih trgih, ki jim morajo tržni udeleženci slediti ter se jim prilagajati, da ostanejo konkurenčni, so posledica naslednjih dejavnikov, ki spodbujajo koncentracijo trgov (Torkar, 2001):

- zniževanje stroškov iskanja ustreznega partnerja (večje število udeležencev v okviru enega finančnega centra oziroma trgovalnega sistema poveča verjetnost srečanja ustrezne nasprotne stranke),

- nižji stroški prenosa finančnih sredstev (prihranki še vedno nastajajo razdrobljeno, vendar se kopičijo v večjih svetovnih ali lokalnih finančnih centrih),
- ekonomije obsega,
- likvidnost trga (visoka stopnja likvidnosti omogoča hitro in poceni trgovanje, običajno brez prevelikih cenovnih šokov pri večjem obsegu poslov).

Amati (2001, str. 5) kot glavne zunanje dejavnike, ki so bistveno vplivali na operativno okolje svetovnih borz in njihove strateške povezave, navaja deregulacijo in liberalizacijo gospodarstev, intenzivno konkurenco med udeleženci kapitalskih trgov (borzami, investicijskimi bankami, borznoposredniškimi družbami, izdajatelji, vlagatelji), hiter tehnološki napredek na področju informacijske in telekomunikacijske tehnologije, povečano povpraševanje po finančnih instrumentih ter konsolidacijo trgov oziroma oblikovanje enotnejših tržnih struktur.

2.1 Evropski trg kapitala

Od začetka 90. let prejšnjega stoletja pa do danes se je mikrostruktura evropskih delniških trgov močno spremenila. Stroški trgovanja so se znižali, povečala pa se je izbira trgovalnih sistemov. Pritisk na zmanjševanje stroškov in hitra rast alternativnih trgovalnih sistemov sta posledica močne konkurence, ki je prisotna med evropskimi borzami (Pagano, 1997, str. 3).

Konkurenca med borzami se je začela konec 80. let prejšnjega stoletja, ko je londonska mednarodna borza SEAQ-International (angl. *Stock Exchange Automated Quotation International*, v nadaljevanju SEAQ-I) privabila veliko število evropskih delnic s celinskih borz (Wu, 2007, str. 75). SEAQ-I je bila konec 80. let glavni trg za evropske blue-chip¹ delnice (Pagano, 1997, str. 3), saj je v primerjavi s celinskimi borzami bolj zadovoljevala potrebe vlagateljev. To je dosegala z neprestano dosegljivostjo posrednikov med trgovanjem, kar je bila prednost za vlagatelje pred evropskimi borzami, na katerih je bilo trgovanje omejeno na eno ali nekaj avkcij. Trgovanje z nebritanskimi delnicami v Veliki Britaniji je bilo neobdavčeno, kar je nižalo transakcijske stroške v primerjavi s celinskimi borzami (Licht, 1997, str. 5). SEAQ-I je nudila večjo globino trga in takojšnje izvrševanje naročil, kar je londonski borzi omogočalo zajemanje precejšnjega deleža prometa z vrednostnimi papirji celinske Evrope. Uspeh London Stock Exchange (v nadaljevanju LSE) je celinske borze prisilil k reagiranju, in sicer so slednje oblikovale celinski trgovalni model z višjo stopnjo elektronske avtomatizacije. To je privedlo do selitve trgovanja z vrednostnimi papirji določenih segmentov londonske borze nazaj na celinske borze (Levin, 2003, str. 24).

Pospešen proces razvoja in integracije finančnih trgov Evropske unije so spodbudili trije medsebojno povezani dejavniki, in sicer globalizacija (povzročajo jo liberalizacija

¹ Blue chip podjetje je znano in uveljavljeno podjetje oziroma delniška družba, ki slovi po stabilnem poslovanju in rednih izplačilih dividend in kotira na najpomembnejših svetovnih borzah (Ljubljanska borza).

mednarodnih kapitalskih tokov, finančna deregulacija in tehnološki napredek), vzpostavitev skupnega zakonodajnega okvira v celotni Uniji (kot del prizadevanj za dokončanje notranjega trga finančnih storitev) ter uvedba evrske valute (Doumont, 2003, str. 16).

Model skupnega evropskega trga, h kateremu stremijo evropska gospodarstva, vključuje naslednje postavke (Veselinovič & Albreht, 2008, str. 80):

- neprekinjeno trgovanje na temelju knjige naročil (angl. *order-driven trading*), z začetno in zaključno avkcijo (če je potrebno, tudi z vmesnimi avkcijami),
- enoten dostop do trga za vse investitorje,
- anonimnost v vseh fazah trgovanja,
- možno naročilo s skrito količino (angl. *iceberg order*) in trgovanje s svežnji,
- preprečevanje cenovnih manipulacij,
- dostop do trga je pravičen do vseh tržnih udeležencev, ne glede na njihovo geografsko oddaljenost.

Čas in Jamnik (2000, str. 31) menita, da lahko poleg učinkovitega bančnega in plačilnega sistema ravno kapitalski trg prek pravilno delujočih borz, institucionalnih investitorjev in dejavnih vzajemnih skladov pripomore k usmeritvi kapitala v industrijo, kar lahko omogoči hitrejšo gospodarsko integracijo. Za to sta potrebni visoka stopnja zaupanja med državami članicami, predvsem na področju nadzora, in poenotena zakonodaja, ki bo lahko nadzorovala tako razširjene trge.

2.1.1 Evropski zakonodajni okvir

Na evropskem kapitalskem trgu so prisotni različni nacionalni sistemi reguliranja finančnih trgov, kar preprečuje oziroma upočasnjuje učinkovito sodelovanje med borzami. Novembra 2007 so morale vse članice Evropske unije v svoje nacionalne zakonodaje prenesti direktivo o trgih finančnih instrumentov MiFID (angl. *The Markets in Financial Instruments Directive*), eno najpomembnejših direktiv Evropske unije, ki ureja finančni trg (Davies, 2008, str. 1). MiFID predstavlja višjo stopnjo harmonizacije investicijskih storitev in transakcij s finančnimi instrumenti, ter stremi k ustanovitvi enotnega evropskega trga finančnih storitev. Direktiva je uvedla nove in obsežnejše zahteve, predvsem glede poslovanja in notranje organizacije ter povzročila nedvomno večjo konkurenco med borzami in prinesla spremembe na finančnih trgih. Nadomešča in širi področje uporabe direktive o investicijskih storitvah, pomembno pa spreminja še regulativni okvir, da bi ta odražal spremembe v panogi finančnih storitev (Morela, 2007). Z uvedbo direktive MiFID se je povečala konkurenca na finančnih trgih, saj sedaj poleg borznoposredniških družb trgovanje z vrednostnimi papirji lahko opravljajo tudi banke in druge finančne ustanove, kar prej v nekaterih državah ni bilo mogoče (Polanič, 2007).

Med spremembami, ki jih je nova direktiva vpeljala na kapitalske trge, velja omeniti dve bistveni novosti. Prvič, z direktivo MiFID je odpravljen pravilo koncentracije, ki je določalo, da se posli sklepajo prek borze oziroma organiziranega trga. Omenjena sprememba investicijskih podjetij ne zavezuje več, da morajo naročila posredovati le prek nacionalne borze v državi članici (Veselinovič & Albreht, 2008, str. 75). Drugič, direktiva je uvedla koncept potnega lista, ki omogoča institucijam (borznoposredniškim družbam, investicijskim bankam, alternativnim trgovalnim sistemom) delovanje tudi na trgih ostalih držav članic Evropske unije (Davies, 2008, str. 1).

Slovenija je določbe direktive MiFID v slovenski pravni red zajela v Zakonu o trgu finančnih instrumentov (v nadaljevanju ZTFI), sprejetem 12. 7. 2007 (ZTFI, 2007), ki je nadomestil takrat veljavni Zakon o trgu vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ZTVP-1). Prenos direktive v slovenski pravni red bi zahteval obsežnejše spremembe ključnih področij urejanja trga finančnih instrumentov, zaradi katerih bi bilo treba bistveno dopolniti ali spremeniti ureditev v skoraj vseh poglavjih tedanjega ZTVP-1. Zaradi večje preglednosti se je prenos direktive namesto s spremembo tedanjega ZTVP-1 opravil z novim ZTFI (Predlog ZTFI, 2007, str. 2).

2.1.2 Uvedba evra

Poleg poenotenja zakonodaje je k integraciji evropskega kapitalskega trga pripomogla tudi uvedba skupne valute (Goldberg, Kambhu, Mahoney, Radecki, Sarkar, 2002, str. 1), kar je bila verjetno najpomembnejša reforma v mednarodnem monetarnem sistemu po propadu brettonwoodskega sistema v začetku 70. let prejšnjega stoletja. Z nastankom ekonomske in monetarne unije je evropski kapitalski trg prehitel japonskega in tako postal drugi najpomembnejši svetovni trg, takoj za ameriškim (Malkamäki & Topi, 1999, str. 12).

Pri članicah Evropske monetarne unije je uvedba evra omogočila lažjo primerljivost evropskih borz, povečala pretok in razpoložljivost informacij ter povzročila neposrednejšo konkurenco med borzami, saj je valutni učinek, ki je bil pogosto vzrok za konkurenčno prednost, izginil. Poleg tega so zaradi skupne valute čezmejne transakcije postale enostavnejše, likvidnost trgov pa se je povečala, s tem ko so bili odpravljeni stroški konverzij in devizno tveganje (Ramos, 2003, str. 7). Kotacija vseh evropskih delnic in obveznic v enotni valuti je nedvomno pomenila velik korak na poti k enotnemu trgu (Duisenberg, 2002).

2.2 Spremembe na kapitalskih trgih

2.2.1 Spremembe lastniške strukture borz

Borze so temeljna sestavina modernih in učinkovitih finančnih trgov. Od leta 1990 dalje se struktura kapitalskih trgov spreminja, saj vedno več borz sodeluje v prevzemnih oziroma združitvenih procesih ali pa pri oblikovanju raznih medborznih zavezništev, kar je posledica globalizacije, povečanega povpraševanja investicijskih vlagateljev po večjih borzah in tehnološkega napredka, s katerim je omogočeno trgovanje na praktično vseh svetovnih borzah ne glede na geografski položaj investitorja (Hasan, Schmiedel & Song, 2010, str. 5).

Možnost povezovanj med borzami je večja, če so le-te odprte delniške družbe, kar pomeni, da se z njihovimi delnicami trguje na organiziranem trgu. Prvotno so bile borze javna (celinska Evropa) ali zasebna podjetja, ki jih je strogo reguliral javni sektor (anglosaški svet) (Di Noia, 1998, str. 2). V obeh primerih je šlo za podjetja z zaprtim članstvom in visokimi vstopnimi ovirami. V Združenih državah Amerike so bile borze zasebna podjetja, ki so bila v lasti članov borze (Ramos, 2003, str. 7). Z javno prodajo borznih delnic in s tem spremembo lastništva so borze postale tipična javna podjetja, v katerih si novi lastniki prizadevajo predvsem za en cilj, to je povečevanje vrednosti podjetja oziroma rast cene delnic.

Pri izbiri oblike organiziranosti borze ima vsaka država prosto pot. Na voljo ima različne možnosti (Čas & Jamnik, 2000, str. 19):

- ustanovitev ene ali več borz vrednostnih papirjev,
- ustanovitev javnopravne ali zasebnopravne organizacije,
- ustanovitev pridobitne ali nepridobitne organizacije,
- smiselnost ustanovitve posebne borze za trgovanje z opcijami, terminskimi pogodbami in drugimi izvedenimi finančnimi instrumenti.

Spremembe v lastniški strukturi evropskih borz so se začele sredi 90. let prejšnjega stoletja, ko je kapitalske trge preplaval trend lastniškega odpiranja borz (demutualizacija). Kot prva na svetu se je leta 1993 iz neprofitnega v profitno podjetje preoblikovala borza v Stockholmu, nato pa so ji sledile še ostale borze, kar je prikazano v tabeli 2.

Tabela 2: Kronološki pregled demutualizacije nekaterih svetovnih borz

Borza	Leto demutualizacije
Stockholm	1993
Helsinki	1995
Köbenhavn	1996
Amsterdam	1997
Milano	1997
Avstralija	1998
Islandija	1999
SIMEX ²	1999
Atene	1999
Singapur	1999
Toronto	2000
LSE	2001
Deutsche Börse	2001
Euronext	2001
Chicago Mercantile Exchange	2002
Chicago Stock Exchange	2005
NYSE	2006

Vir: I. Domowitz & B. Steil, Automation, Trading Costs, and the Structure of the Securities Trading Industry, 1999, str. 22; Delany, Recent trends in the exchange landscape, 2005.

Monopolni položaj borz v posameznih državah se je s pojavom konkurence začel umikati kot posledica globalizacije trgov, tehnološkega napredka, v Evropi pa tudi deregulacije ter ekonomske in monetarne konvergence (Ramos, 2003, str. 6). S svojimi vrednostnimi papirji so borze začele kotirati na borznem trgu in tako prek kotacije z lastnimi delnicami in odprtim lastništvom prešle iz neprofitnih institucij v profitne. Po eni strani odprtje lastniške strukture povečuje možnosti povezovanja borz, kar naj bi jim omogočilo uspešen razvoj, obstanek na svetovnem kapitalskem trgu ter hitrejši odziv na spremembe v okolju, po drugi strani pa so prav tiste borze, ki so odprte delniške družbe, najlažje tarče prevzemov.

2.2.2 Povezovanje borz

V zahodni Evropi je bilo konec 90. let prejšnjega stoletja več kot 35 borz, kar je bilo nedvomno preveč za učinkovit kapitalski trg glede na to, da so imele Združene države Amerike, katerih populacija in bruto družbeni proizvod sta bila skoraj primerljiva z evropskim, takrat 3 nacionalne in 5 regionalnih borz (Licht, 1997, str. 1). V Evropi so potekala prilagajanja finančnih trgov trenutnim razmeram na trgu, in sicer so le-te zahtevale integracijo borz, s čimer naj bi borze uživale številne prednosti: zmanjšanje nadzora nad posli tujih borz ter nad gibanjem kapitala, izboljšanje telekomunikacijske tehnologije, povečanje

² SIMEX – Singapore International Monetary Exchange; leta 1984 ustanovljena terminska borza v Singapurju, ki se je leta 1999 združila s Stock Exchange of Singapore. Skupaj tvorita Singapore Exchange (The Free Dictionary).

števila poslov multinacionalnih podjetij, katerih delnice velikokrat kotirajo istočasno na več borzah (Pantner, 2006, str. 1). Veliko število borz povzroča nizek promet, transakcije se odvijajo večinoma med lokalnimi investitorji, zaradi česar so evropske delnice manj likvidne kot ameriške, stroški transakcij pa visoki, tudi do trikrat višji kot v Združenih državah Amerike (Cox, 2006). Evropa je imela poleg nekaj več kot 30 borz tudi 12 različnih trgovalnih sistemov, okoli 20 nacionalnih in 2 mednarodni centralni klirinški družbi, Clearstream in Euroclear.

Konsolidacija evropskih borz je imela velik vpliv na integracijo evropskih finančnih trgov, še posebno pa je vplivala na razvoj klirinškega sistema in sistema poravnave prek različnih depozitarjev. Pred integracijo borznih trgov so bile posttrgovalne storitve omejene predvsem na nacionalne KDD (de Carvalho, 2004, str. 7, 8), saj so različne denarne valute v Evropi in omejitve pretoka kapitala odvrčale od čezmejnega trgovanja (predvsem zaradi stroškov konverzij in valutnega tveganja) zaradi česar ni bilo velike potrebe po kliringu in poravnavi čezmejnih transakcij.

Clearstream International je mednarodna KDD s sedežem v Luksemburgu (Deutsche Börse Group Annual Report, 2009, str. 16), ki je nastala leta 2000 z združitvijo mednarodne KDD Cedel International in nemške KDD Deutsche Börse Clearing, ki je del skupine Deutsche Börse (European Central Securities Depositories), in to predstavlja vertikalno povezavo za nemški trg. Clearstream International ima pod seboj Clearstream Banking Frankfurt (KDD za celotno Nemčijo) in Clearstream Banking Luxembourg (mednarodna KDD).

Euroclear je bil ustanovljen 1968 za poravnavo transakcij na mednarodnem trgu evroobveznic, konkurenco pa mu je od leta 1971 delal Cedel. Kasneje sta obe KDD svoje delovanje razširili tudi na lastniške vrednostne papirje, čeprav je glavnino še vedno predstavljala poravnava poslov z obveznicami. Povezava z lokalnimi KDD in skrbniki je omogočila kliring in poravnavo čezmejnih poslov (de Carvalho, 2004, str. 31).

Tradicionalno je bila večina evroobveznic poravnana prek mednarodnih klirinških družb Clearstream in Euroclear. Prednosti take poravnave so povezane z manjšo zahtevnostjo samega procesa, kar omogočata dostop in integracija mednarodnih KDD z lokalnimi KDD v posameznih državah. Poleg tega mednarodna KDD omogoča ekonomije obsega z nižjimi fiksnimi stroški zaradi obdelave velikega števila transakcij. Elektronske trgovalne postaje so v veliki meri uporabljane za trgovanje z obveznicami, katerih poravnavo omogočajo mednarodne KDD (de Carvalho, 2004, str. 7).

Razlike na evropskih kapitalskih trgih zmanjšujejo učinkovitost teh trgov. Lamfalussyjevo poročilo³ označuje število borz in raznolikost organizacij, ki so vključene v nadzor evropskega kapitalskega trga, kot ovire za popolno integracijo trgov (Ferran, 2004, str. 237).

³ Lamfalussyjevo poročilo določa smernice, kako povišati stopnjo učinkovitosti evropske zakonodaje na področju vrednostnih papirjev (Lamfalussy et al., 2000, str. 1).

Ameriški trg ima v tem pogledu občutno prednost, saj se vsi delniški posli obračunavajo in poravnavajo samo prek ene KDD, US Depository Trust and Clearing Corporation. Enoten je tudi regulativni okvir; celotni ameriški trg je pod nadzorom ameriške agencije za trg vrednostnih papirjev Securities and Exchange Commission (v nadaljevanju SEC).

Povezovanje borz pomeni povečanje učinkovitosti le-teh. V Evropi se kapitalski trgi še vedno soočajo z razdrobljenostjo zaradi naslednjih dejavnikov (Amati, 2001, str. 1–2):

- neučinkovitega in dragega sistema obračunavanja in poravnav,
- malo vseevropskih borznih kotacij vrednostnih papirjev,
- nizke ravni vlaganj v tvegani kapital,
- naraščanja novih oblik izdajanja vrednostnih papirjev, kot so alternativni trgovalni sistemi (angl. *alternative trading systems, ATSS*) oziroma elektronske komunikacijske mreže (angl. *electronic communication networks, ECNs*), ki zahtevajo drugačno zaščito potrošnikov in stabilnejše okolje za elektronsko trgovanje,
- obstoja različnih nacionalnih sistemov reguliranih finančnih trgov.

Kljub omenjenim dejavnikom, ki zavirajo integracijo, pa so prisotni tudi tisti, ki pospešujejo povezovanje borz (Vasila, 2003, str. 5):

- ekonomije obsega: večji kot so trgi, večja je njihova stroškovna učinkovitost, kar se odraža v nižjih transakcijskih stroških za vlagatelje,
- globalna konkurenca: vlade je prisilila, da so liberalizirale finančne trge ter tako omogočile finančnim podjetjem uspešno konkuriranje po svetu; na kapitalskih trgih se deregulacija odraža na trgih (minimiziranje tržnih pravil, kot so npr. nadzor investicijskih transakcij, davčna pravila, borzna pravila itd.) ter pri institucijah (povečana konkurenca med finančnimi institucijami),
- tehnološki napredek: velik napredek na informacijskem in telekomunikacijskem področju je omogočil premoščanje ovir pri čezmejnem trgovanju, s tem da je tehnologija preprosta, hitra, poceni, zanesljiva in da ni potrebnih mnogo posrednikov,
- sprememba navad vlagateljev: povečal se je delež zasebnih vlagateljev,
- mednarodna razpršenost portfelja: mednarodna razpršenost naložb zmanjša sistematično tveganje⁴ portfelja,
- odprtje meja za kapitalске trge: poveča se interes tujih vlagateljev oziroma omogoči domačim vlagateljem trgovanje na tujih borznih trgih.

2.2.3 Vrste sodelovanja borz in njegovi učinki

Združitve borz delimo v dve skupini, in sicer na horizontalne in vertikalne združitve. Horizontalna združitev pomeni združitev tistih institucij, ki opravljajo enake storitve (Hasan et al., 2010, str. 13). V tem primeru gre za združitev bodisi borz bodisi institucij za

⁴ To je tisto tveganje portfelja, ki ga ni mogoče odpraviti z razpršitvijo naložb, ker je lastno že samemu trgu, na katerem izbiramo posamezne naložbe (KD Finančna točka).

kliring in poravnavo ali dobaviteljev tehnologije. Primer horizontalne združitve je združitev amsterdamske, bruseljske in pariške borze v Euronext. Pri vertikalni združitvi pa gre za združitev institucij, ki zagotavljajo različne, vendar komplementarne storitve – trgovanje, obračunavanje, poravnava (Nasry, 2007, str. 16). Tak primer najdemo na nemškem trgu, kjer skupina Deutsche Börse Group ponuja trgovanje in obračunavanje, potem ko je postala lastnica klirinške hiše Clearstream. Združitve, pri katerih je šlo za združevanje geografsko ločenih trgov, so vplivale na povečanje ekonomij obsega, medtem ko so združitve različnih dejavnosti poslovanja ponudile stranki bolj celostno finančno storitev. Prednosti oziroma slabosti horizontalnih in vertikalnih povezovanj prikazuje tabela 3.

Tabela 3: Prednosti in slabosti horizontalne oziroma vertikalne združitve borz

	Prednosti	Slabosti
HORIZONTALNE ZDRUŽITVE	- nižji stroški čezmejnega trgovanja - ekonomije obsega - potencialno zniževanje stroškov	- zelo visoki stroški vzpostavitve tehničnega sodelovanja - koristi vidne šele dolgoročno - večja možnost nastanka monopolnega položaja
VERTIKALNE ZDRUŽITVE	- preprosta in hitra realizacija sodelovanja - potrebna je nižja stopnja koordinacije - manjše tveganje - nižji stroški - večja pravna varnost - hitrejša opravljanje storitve - večja konkurenca med tržnimi udeleženci - zmanjšanje vmesnih členov v sistemu - povečana zanesljivost izvršitve, kliringa in poravnave	- manjše potencialno znižanje stroškov zaradi manj transakcij - pomanjkanje ekonomij obsega

Vir: S. Kahnt-Eckner, Interdepository Relations of Clearstream Banking, 2002, str. 31; Seck: WFE IOMA/IOCA, Annual Conference, 2007, str. 19–20.

2.2.4 Primeri borznih povezovanj

Pri čezmejnih povezovanjih (angl. *cross border deals*) gre za povezave institucij (borz, KDD, ponudnikov tehnologij itd.), pri katerih sedež ciljnega podjetja ni v isti državi kot sedež prevzemnega podjetja (Buch & DeLong, 2003, str. 2082). Običajno taka povezava pripelje do skupnega dostopa do borznega trga oziroma uporabe enotne trgovalne platforme (primer take povezave je združitev NYSE in Euronext). Domača povezovanja oziroma restrukturiranje

(angl. *domestic mergers* oziroma *restructuring*) pomenijo združitev internih dejavnosti institucije, kar pomeni večje ekonomije obsega in manjše stroške. Borze so integrirale delniške trge in trge izvedenih finančnih instrumentov (horizontalna povezava) ali pa so združile proces trgovanja, kliringa in poravnave (vertikalna povezava). Članstvo tujih članov borze na domači borzi in obratno (angl. *cross remote membership*) omogoča dostop do tujih trgov. Borza tujim borznoposredniškim družbam in finančnim institucijam omogoči trgovanje na borzi, čeprav ne gre za njihovo fizično prisotnost v tuji državi. Kotacija tujih vrednostnih papirjev na domači borzi in obratno (angl. *cross listing*) pomeni, da podjetja z lastnimi vrednostnimi papirji kotirajo na tujih borzah, s čimer omogočajo tujim investitorjem trgovanje s (zanje) tujimi vrednostnimi papirji. Kotacija na tuji borzi je večinoma odvisna predvsem od izdajatelja vrednostnega papirja, ki pa lahko tako pridobi več kapitala, diverzificira strukturo delničarjev in poveča razpoznavnost podjetja v tujini. Večina trgovanja ponavadi še vedno poteka na domačem trgu, ima pa tak način trgovanja lahko negativne posledice za manjše in manj učinkovite kapitalske trge (Nasry, 2007, str. 17). Kakšne oblike sodelovanja so izbrale nekatere svetovne borze, prikazuje tabela 4.

Tabela 4: Primeri različnih vrst borznega sodelovanja

Oblika sodelovanja	Primeri
Čezmejno povezovanje	NYSE Euronext
	Eurex
	Euronext
	Deutsche Börse in Clearstream
	Euroclear in Crest
Domače povezovanje	Borza OM v Stockholmu
	Borza Helsinki HEX Limited
	DBAG Nemčija
	Borza Amsterdam
Članstvo tujih članov borze na domači borzi in obratno	Borza Luksemburg
	Borza Helsinki in Euronext
Kotacija tujih vrednostnih papirjev na domači borzi in obratno	Finski opcijski trg in borza OM v Stockholmu

Vir: A. R. A. Nasry, Globalization Effect On Stock Exchange Integration, 2007, str. 20.

2.2.5 Posledice povezovanja borz

Integracija kapitalskih trgov prinaša naslednje spremembe (Nasry, 2007, str. 11):

- nižje cene finančnih storitev, saj konkurenca zmanjšuje transakcijske stroške in omogoča podjetjem dosegati ekonomije obsega,
- učinkovitejši, bolj likviden in širši trg vrednostnih papirjev,
- inovativne finančne produkte in storitve,

- cenejše financiranje podjetij (zaradi nižjih transakcijskih stroškov),
- učinkovitejšo alokacijo kapitala (zaradi lažjega in cenejšega načina investiranja prihrankov),
- visoke donose naložb,
- izboljšano makroekonomsko situacijo v posameznih državah (višja ekonomska rast s pozitivnimi vplivi na stopnjo zaposlenosti in produktivnost).

Vasila (2003, str. 7–8) meni, da je integracija prihodnost globalnega finančnega sektorja zaradi naslednjih pozitivnih posledic:

- povečane konkurence na vseh ravneh – državni, borzni, finančnoinstitucionalni,
- skupnega finančnoregulatornega okvira za vse države,
- povezovanja borz oziroma sodelovanja med njimi,
- 24-urnega trgovanja,
- prevlade velikih borz nad manjšimi.

Nielsson (2009, str. 5) meni, da povezovanje borz lahko poveča likvidnost vrednostnih papirjev. Razširitev trga namreč omogoča, da ima vsak izdajatelj vrednostnih papirjev večji krog potencialnih investorjev. Prav tako se poveča globina trga, ki prenosorazmerno vpliva na likvidnost, saj veliki posli manj verjetno povzročajo premike cen. Pozitivno na likvidnost pa vplivajo tudi nižji transakcijski stroški, ki lahko povečajo promet na kapitalskih trgih. To velja predvsem za Evropo, kjer so stroški precej višji kot v Združenih državah Amerike. Evropska komisija je ocenila, da bi se lahko prek konsolidacije borzne infrastrukture v Evropi (trgovanje, kliring, poravnava) privarčevalo med 2 in 5 milijard EUR na leto (The Economist, 2006a).

Tehnološke zahteve borz hitro naraščajo, zato je oblikovanje trgovalne platforme zelo drago. Večina stroškov, povezanih s platformo, je stalnih, zaradi česar se lahko pričakuje velike ekonomije obsega, s tem ko platformo uporablja več izdajateljev oziroma ji je dodanih več delnic in drugih finančnih instrumentov, kar spodbuja naravno tendenco k oblikovanju enotnega borznega trga (The Economist, 2006b).

Povezovanje kapitalskih trgov ima pozitiven učinek na stopnjo gospodarske rasti posamezne države, regije oziroma celotnega svetovnega gospodarstva. Delniški trgi povzročajo naslednja gibanja v gospodarstvu (Vasila, 2003, str. 4):

- povečajo likvidnost in mehanizem diverzificiranega tveganja, zato so udeleženci trga bolj nagnjeni k investiranju,
- izboljšajo pretok informacij o delovanju podjetij, kar izboljša nadzor nad podjetji oziroma vodi do boljšega posloводства podjetja (organizacijska in managerska struktura podjetij postaneta učinkovitejši),
- omogočajo, da vlagatelji svoje prihranke investirajo v produktivnejše oblike naložb (delniški trgi prispevajo k akumulaciji kapitala in tehnološkim inovacijam).

Najpomembnejši uporabniki finančne integracije trgov so nedvomno posamezni tržni udeleženci. Izdajatelji vrednostnih papirjev imajo dostop do večje vsote prihrankov (ki jih vlagatelji vlagajo v izdane vrednostne papirje), medtem ko imajo vlagatelji na voljo bolj diverzificirane možnosti vlaganj. Prav tako pa imajo koristi tudi finančni posredniki, z več možnostmi za poslovanje in več ekonomijami obsega. Integracija prinaša koristi vsem tržnim udeležencem (vlagateljem, izdajateljem, finančnim posrednikom), zato morajo le-ti v okolju proste konkurence spodbujati in podpirati iniciative tržnih integracij (Duisenberg, 2002).

2.3 Nove oblike trgovanja

Vse večja konkurenca na kapitalskih trgih je namesto nadgradnje obstoječih načinov trgovanja spodbudila nastanek novih. Na začetku 90. let prejšnjega stoletja so se tako pojavili alternativni trgovalni sistemi (v nadaljevanju ATS) in elektronske komunikacijske mreže (v nadaljevanju ECN), ki so omogočili neposreden dostop do trgovanja, kar pa je pomenilo, da so vlagatelji obšli borzne posrednike (Levin, 2003, str. 36).

ATS so namenjeni predvsem stiku kupcev in prodajalcev, ki trgujejo z večjimi količinami vrednostnih papirjev (profesionalne stranke), kar še posebno velja za institucionalne vlagatelje. Tako se vlagatelji izognejo pomanjkljivostim borz, kot je npr. javno razkritje namena trgovanja, kar lahko spremeni ceno, ki je odvisna od tržne kapitalizacije in prometa s trgovanim vrednostim papirjem (Investopedia).

ECN so elektronski trgovalni sistemi, ki delujejo na podlagi odprte knjige naročil z omejitvijo. Pri trgovanju prek ECN vlagatelji ne posredujejo naročil borznim posrednikom, temveč oddajo naročilo in trgujejo neposredno z drugimi vlagatelji. V primerjavi s tradicionalnim načinom trgovanja ECN zagotavljajo večjo anonimnost, hitrejše izvrševanje poslov (Weston, 2002, 125), nižje stroške trgovanja, saj ne nastajajo stroški vzdrževanja zalog, prav tako ni asimetrije informacij (Levin, 2003, str. 36).

Implementacije novih tehnologij v mednarodnih finančnih sistemih so odstranile geografske ovire za trgovanje in tako ustvarile novo dimenzijo konkurenčnosti. Tradicionalni trgi finančnih storitev so se specializirali in po posameznih proizvodih segmentirali, spremenila pa se je tudi tržna struktura v smislu hitrejšega opravljanja transakcij (Amati, 2001, str. 1).

Prva je elektronsko trgovanje uvedla Toronto Stock Exchange, in sicer leta 1977 (Jain, 2004, str. 12). Danes večina svetovnih borz trguje elektronsko, kar prikazuje tabela 5, v kateri so navedeni trgovalni sistemi nekaterih večjih svetovnih borz.

Tabela 5: Trgovalni sistemi na nekaterih svetovnih borzah

Borza	Trgovalni sistem
BME	SIBE, AIAF, SENAFSON, MEFFS-MART, trgovanje na parketu
Deutsche Börse	Xetra, trgovanje na parketu
LSE	SETS, SEAQ, SEATS Plus, International Order Book, SEaq, International, International Retail Service
NYSE Euronext – New York	Trgovanje na parketu, avkcijsko trgovanje
NYSE Euronext – Amsterdam	NSC, SWITCH
NYSE Euronext – Brussels	NSC, BTS
NYSE Euronext – Lisbon	NSC, LIFFE Connect
NYSE Euronext – Paris	NSC
NASDAQ OMX	SOES, SelectNet
Singapore Exchange	OM
Tokyo Stock Exchange	ToSTNet, Tdex+
Wiener Börse	Xetra, OM

Vir: World Federation of Exchanges.

Dandanes vlagateljev ne zanima, kje bodo trgovali, pač pa kdo jim ponuja ugodnejše pogoje trgovanja. Pomembni so hitrost opravljenega posla, likvidnost trga, 24-urni dostop do trga ter nizki transakcijski stroški. Vse to omogoča nova tehnologija, predvsem internet. Številne borzoposredniške družbe uporabljajo računalniške sisteme, ki povezujejo kupce in prodajalce prek internetnih storitev. ECN dosega vse večji delež v prometu z delnicami in se hitro širi kot protiutež tradicionalnemu načinu trgovanja. Da bi ostale konkurenčne, tradicionalne borze ponujajo vse zmogljivejše elektronske sisteme izvajanja poslov. Z razvojem elektronskega sklepanja borznih poslov so borze v svoje poslovanje vključile uporabo telekomunikacijskih sredstev. ATS in ECN so skoraj že v celoti izpodrinili tradicionalno trgovanje prek borznih posrednikov in udeležencem prek spletnih strani omogočili neposredno udeležbo pri trgovanju. Tak način trgovanja nudi manjšo varnost, vendar obenem zaradi hitrosti in poenostavljenih pravil dostopa konkurira obstoječim institucijam kapitalnega trga, s čimer slednje sili v zmanjšanje stroškov posredniških provizij (Čas & Jamnik, 2000, str. 19–20). Polega tega ima elektronsko trgovanje še nekatere prednosti (Jain, 2004, str. 2–4):

- nižji transakcijski stroški,
- povečan obseg javno dostopnih informacij o povpraševanju po določenem vrednostnem papirju in njegovi ponudbi,
- večja likvidnost (k čemur prispeva oddaljen dostop vlagateljev do borz ter ohranjanje neizvršenih naročil v knjigi naročil z možnostjo izvršitve v prihodnosti),
- večja transparentnost kot pri trgovanju na parketu (na vpogled so informacije o ceni, globini trga, trenutno sklenjenih poslih; vse v realnem času),

- zaščita vlagateljev, saj je trgovanje anonimno.

Evropske borze so hitreje implementirale elektronske sisteme trgovanja, kot je to storil ameriški trg, kjer na največji svetovni borzi NYSE Euronext (ZDA) še vedno poteka tradicionalno trgovanje na borznem parketu, čeprav se na njihovem trgu sklene največ poslov prav elektronsko (velja za število poslov, ne pa za njihovo vrednost). Razlog za to sta predvsem ohranjanje tradicije in želja borznih posrednikov, da večje posle opravijo neposredno. Ameriške borze, še posebno NYSE Euronext, so med tistimi svetovnimi borzami, ki najmočneje ohranjajo vlogo povezovalk trgov in ne skušajo le čim bolj povečati svoje vrednosti (Peterle, 2001).

Glavne razlike med trgovanjem na borznem parketu in elektronskim trgovanjem so prikazane v spodnji tabeli (tabela 6).

Tabela 6: Glavne razlike med trgovanjem na borznem parketu in elektronskim trgovanjem

	Trgovanje na parketu	Elektronsko trgovanje
Identifikacija nasprotne stranke	Znana pred sklenjenim poslom.	Običajno je znana po sklenjenem poslu, čeprav nekatere borze prikažejo identiteto nasprotne stranke že pred poslom.
Ex-ante transparentnost likvidnosti	Običajno sta znana le najboljši ask in bid.	Običajno je znanih 5 najboljših prodajnih in nakupnih cen oziroma je vidna celotna knjiga naročil.
Hitrost sklepanja poslov	Posli so sklenjeni ročno, kar traja od 10 sekund do 1 minute.	Posli so sklenjeni avtomatsko v manj kot sekundi.
Transakcijski stroški	Višji	Nižji
Hitrost in stroški poravnave	Poravnava je običajno narejena v materializirani obliki in s časovnim zamikom.	Hitrejša nematerializirana poravnava ter nižji stroški.
Knjiga naročil	Knjige naročil ponavadi ni, cene pa so veljavne glede na ustni dogovor.	V knjigi naročil so zbrana omejena naročila strank, cene pa veljajo do umika oziroma spremembe naročila.

Vir: P. Jain, Financial Market Design and Equity Premium: Electronic versus Floor Trading, 2004, str. 28.

3. ANALIZA ZDRUŽITVE BORZ EURONEXT IN NYSE

Nizozemski holding Euronext N. V. (v nadaljevanju Euronext) je prva vseevropska borza, ki je nastala septembra 2000 z združitvijo borz v Amsterdamu, Bruslju in Parizu. Dve leti pozneje sta se trojici pridružila še borza v Lizboni in londonski terminski trg (London International Financial Futures and Options Exchange – LIFFE). Euronext omogoča trgovanje na reguliranih delniških trgih (Amsterdam, Bruselj, Lizbona, Pariz) ter trgih izvedenih finančnih instrumentov (London, Amsterdam, Bruselj, Lizbona, Pariz). S povezovanjem evropskih trgov skuša vlagateljem zagotoviti kar najboljše razmere za trgovanje, saj se je z združitvijo petih borz skupni trg povečal, postal likvidnejši, transakcijski stroški pa so se zmanjšali.

Izdajatelji, ki ustrezajo regulatornim zahtevam Evropske unije, lahko izdajo vrednostne papirje na trgih Euronext, kjer se trguje z domačimi in tujimi delnicami, obveznicami (državnimi in podjetniškimi), nakupnimi boni (angl. *warrants*), sledilniki (angl. *trackers*) in zamenljivimi obveznicami (angl. *convertible bonds*). Leta 2009 je bila skupina Euronext druga največja evropska delniška borza po tržni kapitalizaciji kotirajočih podjetij (NYSE Euronext Annual Report, 2009, str. 1). Leta 2009 je bilo na Euronext uvrščenih 1.160 podjetij, od tega je bilo 990 domačih podjetij in 170 tujih (World Federation of Exchanges, 2009).

Skupina NYSE (NYSE Group, Inc.) je vodilni ponudnik kotacije vrednostnih papirjev, trgovanja ter proizvodov in storitev s področja borznih podatkov. V svetovnem merilu je največja borza na področju delnic (tabela 7), ki vzdržuje zanesljiv, urejen, likviden in učinkovit borzni trg, kjer vlagatelji kupujejo in prodajajo navadne delnice kotiranih podjetij in druge vrednostne papirje (NYSE, 2006). Skupina NYSE je nastala 7. 3. 2006, ko sta se združili newyorška borza NYSE in borza Archipelago Exchange iz Chicaga (NYSE Euronext Regulation, b. 1.).

Euronext se je uradno združila z ameriško borzo NYSE 4. 4. 2007. Novo podjetje se imenuje NYSE Euronext in je matično podjetje skupine NYSE in Euronext ter vseh njenih podružnic. Glavni sedež podjetja je v New Yorku, Pariz je sedež evropskega dela podjetja, v Londonu pa je center za trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti.

NYSE Euronext je največja in najbolj raznolika borzna skupina na svetu, ki ponuja številne finančne produkte in storitve tako v Evropi kot v Združenih državah Amerike. Omogoča trgovanje z delnicami, terminskimi pogodbami, opcijami, zamenjavami (angl. *swaps*) in obveznicami. Delniški trgi NYSE Euronext (NYSE, Euronext, NYSE Arca in NYSE Amex) predstavljajo skoraj 40 % svetovnega trgovanja z delnicami. NYSE Euronext je vključena v indeksa S & P 500 in S & P 100 (NYSE Euronext Annual Report 2009, 2010, str. 1).

Tabela 7: Največjih 10 svetovnih borz v letu 2009 glede na tržno kapitalizacijo

Borza	Tržna kapitalizacija 2009 (v mrd USD)
NYSE Euronext (ZDA)	11.838
Tokyo SE Group	3.306
NASDAQ OMX	3.239
NYSE Euronext (Evropa)	2.869
LSE	2.796
Shanghai SE	2.705
Hong Kong Exchanges	2.305
TSX Group	1.677
BME Spanish Exchanges	1.435
BM & FBOVESPA	1.337

Vir: World Federation of Exchanges.

3.1 Proces povezovanja borz Euronext in NYSE

Skupina NYSE in Euronext sta 2. 6. 2006 objavili namero o združitvi, s čimer naj bi se oblikoval prvi transatlantski borzni trg vrednostnih papirjev in izvedenih finančnih instrumentov v skupni vrednosti 20 milijard USD (Karmel, 2007, str. 1). NYSE je za nakup evropske borze ponudila 8 milijard EUR v delnicah in denarju (The Economist, 2006b). Euronext se je že prej dogovarjala o združitvi z nemško Deutsche Börse, vendar neuspešno, saj je bila 19. 5. 2006 nemška ponudba zavrnjena. Ključni vprašanji sta bili poslovni model skupine in lokacija njenega sedeža (Rozman, 2006). Prvotna ponudba Deutsche Börse je znašala 8,6 milijarde EUR z zahtevo, da bo sedež združene borze v Frankfurtu, prav tako pa bi moral biti njen predsednik nekdo iz nemškega podjetja.

Čeprav je Euronext že javno napovedala združitev z ameriško borzo, je Deutsche Börse junija povišala ponujeno ceno za Euronextovo delnico in poskušala tako prepričati Euronext o koristih in prednostih njune povezave. Prvotno ponudbo 8,6 milijarde EUR v gotovini in delnicah je nemška borza zvišala na 11,1 milijarde EUR. Delež nemške borze in Euronext v združenih borzi bi bil izračunan na podlagi povprečne cene za delnico vsake od družb v preteklih treh mesecih. Na podlagi prvotne ponudbe je Deutsche Börse predlagala Frankfurt za lokacijo sedeža novonastale borze, na osnovi nove ponudbe pa bi se lahko vse najpomembnejše funkcije razdelile med Frankfurt, Pariz in Amsterdam, v slednjem pa bi bil tudi sedež podjetja (Finance, 2006a).

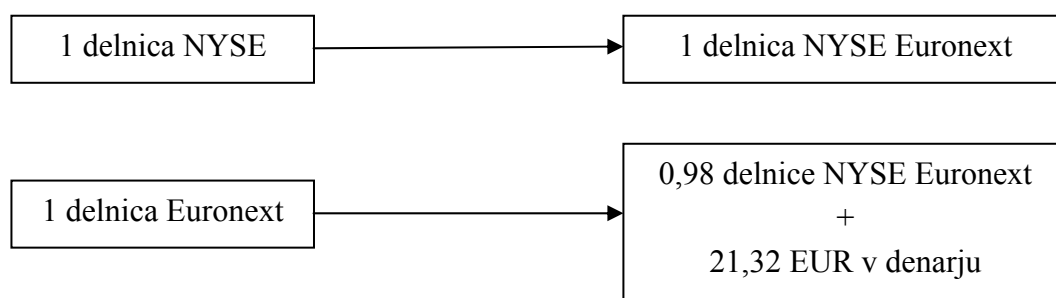
Euronext je zavrnila tudi zvišano nemško ponudbo in vztrajala pri povezavi z borzo v New Yorku. Večja naklonjenost ameriški borzi je bila tudi posledica želje, da bi se ohranilo obsežno trgovanje z delnicami (angl. *strong share-trading operation*) v Parizu, pod francoskim nadzornim organom (fr. *Autorité des Marchés Financiers*), prav tako pa tudi

Euronextovo federalno urejeno upravljanje podjetja. Vodstvo NYSE je to omogočalo, saj je NYSE nameravala obdržati dotedanjo organizacijsko strukturo Euronext, prav tako pa tudi vodenje evropskega poslovanja iz Pariza (The Economist, 2006a).

3.2 Menjalno razmerje delnic NYSE in Euronext po združitvi

V skladu z združitvenim predlogom je bila vsaka delnica skupine NYSE zamenjana za eno navadno delnico združenega podjetja NYSE Euronext. Imetniki navadnih delnic Euronext so imeli pravico do zamenjave vseh njihovih delnic za 0,98 delnice podjetja NYSE Euronext in 21,32 EUR v denarju (slika 5). Transakcija je temeljila na fiksnem razmerju 1,40 delnice podjetja NYSE Euronext za vsako navadno delnico Euronext s 30 % skupnega nadomestila, plačanega v denarju (NYSE Euronext, 2006). Euronext je svojim delničarjem leta 2006 izplačala obljubljeno dividendo v višini 1 EUR za delnico, prav tako pa tudi pred tem objavljeno izredno dividendo, ki je znašala 3 EUR za delnico (Finance, 2006b).

Slika 5: Prikaz menjalnega razmerja delnic NYSE in Euronext v delnice NYSE Euronext



3.3 Posledice združitve NYSE in Euronext

Združitev borz NYSE in Euronext je preoblikovala globalni finančni trg ter povzročila velike sinergije, znatne vrednosti, priložnosti za rast ter koristi za delničarje, stranke obeh borz, zaposlene, izdajatelje in vlagatelje.

Karmel (2007, str. 3–5) navaja najmanj tri razloge za združitev NYSE in Euronext. Prvič, vlagatelji lahko trgujejo z delnicami v Evropi in v Združenih državah Amerike. Naložbe v tuje delnice so zato privlačnejše in cenejše. Drugič, z združitvijo je NYSE pridobila platformo za trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti, s katerimi se je že prej trgovalo na terminskih borzah v Amsterdamu, Bruslju, Lizboni, Londonu in Parizu. NYSE je že leta 1979 ustanovila borzo s terminskimi blagovnimi posli, kar pa se ni izkazalo za uspešno poslovno potezo; leta 1993 je bila namreč terminska borza prodana ameriški borzi New York Cotton Exchange. V preteklosti je ameriška komisija za trg vrednostnih papirjev in nadzor nad

poslovanjem z vrednostnimi papirji SEC nasprotovala trgovanju z vrednostnimi papirji ter izvedenimi finančnimi instrumenti na eni borzi, saj je po njeni oceni tak način trgovanja dajal nepravilno prednost, kar zadeva informacije na borzi, ki trguje tako z delnicami kot opcijami ali terminskimi pogodbami. Glede na spremembe na kapitalskih trgih SEC ni mogel več nasprotovati lastništvu NYSE nad borzami z izvedenimi finančnimi instrumenti. Tretjič, povezanost dveh borz omogoči obema tudi souporabo tehnologije, kar zniža stroške trgovanja.

NYSE Euronext ima vodilni položaj na področju delnic, borzne kotacije, delniških opcij, terminskih pogodb, obveznic in podatkov na borznem trgu. Pred združitvijo so visoki trgovalni stroški vlagatelje odvrčali od čezmejnega trgovanja, združitev informacijskih tehnologij obeh borz pa naj bi pozitivno vplivala na znižanje stroškov (Vardy, 2006) ter spodbudila borzno posredniške družbe, da so postale članice obeh borz. To jim omogoča preprostejše trgovanje tako v Združenih državah Amerike kot v Evropi, hkrati pa povečuje likvidnost. Med letoma 2002 in 2005 je prišlo do 20 % rasti likvidnosti in čezmejnega trgovanja. Poleg tega pa NYSE Euronext omogoča kotacijo delnic v dveh, svetovno najmočnejših valutah, EUR in USD (Haddad & Bernard, 2007). Združitev naj bi po oceni NYSE prinesla tudi velike sinergije na področju prihrankov in novih prihodkov, in sicer v višini 300 milijonov EUR (Usenik, 2006).

3.4 Vodstvo, nadzor, kliring in poravnava

Ob združitvi je upravni odbor NYSE Euronext sestavljalo 20 članov, in sicer 11 članov iz NYSE Group in 9 iz Euronext (Usenik, 2006). Danes je razmerje med člani iz Združenih držav Amerike in iz Evrope enako, saj se je število članov povečalo na 22 (11 iz Združenih držav Amerike in 11 iz Evrope). Predsednik uprave združenega podjetja je Jan-Michiel Hessels, podpredsednik pa Marshall N. Carter, nekdanji predsednik nazornega sveta NYSE Group (NYSE Euronext, 2009). Nekdanji predsednik uprave Euronext Jean-François Théodore je namestnik generalnega direktorja in neposredno odgovorni za evropski del poslovanja združenega podjetja. Vodstveni management tako enakopravno sestavljajo vodilni managerji obeh podjetij, s čimer se še krepí globalna uravnoteženost združenega podjetja.

Za čim uspešnejšo realizacijo sinergijskih učinkov sta se morali obe borzi soočiti z različnima trgovačnima sistemoma in regulatornimi zahtevami za trgovanje z vrednostnimi papirji ter uskladiti zakonodajo in tehnologijo tako, da je delovanje obeh borz ustrezalo tako ameriškim kot evropskim zahtevam. Vsak od trgov NYSE Euronext je reguliran v skladu z lokalnimi zahtevami trgovanja (Reed et al., 2007). Ameriške borze skupine NYSE regulira SEC, Euronext pa za to pristojni organ v posamezni državi.

NYSE Regulation je neodvisna in neprofitna podružnica podjetja, ki regulira članice z uveljavljanjem pravil borznega trga in zveznih zakonov s področja vrednostnih papirjev.

Hkrati tudi zagotavlja, da podjetja, ki kotirajo na NYSE, NYSE Arca in NYSE Amex, izpolnjujejo njihove finančne standarde in standarde korporacijskega upravljanja, ki veljajo za podjetja iz borzne kotacije.

Z vrednostnimi papirji, ki kotirajo na Euronext, ni mogoče trgovati na NYSE, prav tako Euronext nikoli ne bo obravnavan kot ameriška borza. SEC je moral Euronext zagotoviti, da Euronext in na njem kotirajoča podjetja ne bodo nikoli v pristojnosti ameriških sodnih oblasti (Karmel, 2007, str. 6).

Obračunavanje in poravnava poslov, ki so izvršeni na borzi Euronext, se izvajata prek LCH.Clearnet S. A. in Euroclear Group, ki poravnavata posle z delnicami. Posli, sklenjeni na lizbonski borzi, so izjema, saj se poravnava preko portugalskega depozitarnega podjetja Interbolsa, ki je v popolni lasti Euronextove podružnice Euronext Lizbona.

3.5 Podružnice podjetja NYSE Euronext

Poleg NYSE in Euronext podjetje NYSE Euronext obsega še naslednje borze:

- NYSE Liffe,
- NYSE Arca,
- NYSE Alternext,
- NYSE Amex,
- NYSE Liffe US.

NYSE Liffe je mednarodna borza izvedenih finančnih instrumentov skupine NYSE Euronext. V Evropi se s terminskimi pogodbami in opcijami trguje na trgih v Amsterdamu, Bruslju, Lizboni, Londonu in Parizu, kjer vlagatelji z vsega sveta na dan opravijo za okoli 2 milijardi EUR prometa. Leta 2009 je bil NYSE Liffe po prometu drugi največji trg izvedenih finančnih instrumentov v Evropi ter drugi največji trg na svetu glede na povprečni dnevni promet, ki je v celem letu obsegal 4,1 milijona pogodb v vrednosti 1,7 bilijona EUR. V istem letu je bilo sklenjenih 1,06 milijarde terminskih in opcijskih pogodb s skupno vrednostjo 433 bilijonov EUR (NYSE Euronext Annual Report, 2009, str. 1).

NYSE Arca upravlja prvo odprto, vseelektronsko delniško borzo v Združenih državah Amerike. Ima vodilni položaj pri skladih, s katerimi se trguje na borzi, ter vrednostnih papirjih, ki kotirajo na borzi, poleg tega pa omogoča tudi trgovanje z delniškimi opcijami. Trgovalna platforma NYSE Arca povezuje vlagatelje na več borznih trgih Združenih držav Amerike in strankam zagotavlja hitro elektronsko izvedbo poslov ter neposredni in anonimni dostop do trga (NYSE Euronext).

NYSE Alternext deluje na evropskih trgih, kjer so v kotacijo uvrščena hitro rastoča podjetja. Le-ta morajo zadovoljiti manj stroge pogoje za uvrstitev na borzo kot podjetja na Euronext,

prav tako pa so ta podjetja bolj fleksibilna pri izbiri računovodskih standardov in imajo manjše obveznosti poročanja ustreznim institucijam kot podjetja, ki so uvrščena na Euronext. 31. 12. 2009 je bilo na NYSE Alternext uvrščenih 125 podjetij, njihova tržna kapitalizacija pa je znašala 4,2 milijarde EUR (NYSE Euronext Annual Report, 2009, str. 2).

NYSE Amex, nekdanja American Stock Exchange, je postala del NYSE Euronext oktobra 2008. Predstavlja ameriški trg za hitro rastoča podjetja oziroma omogoča kotacijo vrednostih papirjev (med njimi tudi ameriških opcij) več podjetjem kot NYSE. 31. 12. 2009 je bilo na NYSE Amex uvrščenih 391 podjetij s tržno kapitalizacijo 23,9 milijarde USD (NYSE Euronext Annual Report, 2009, str. 2).

Na NYSE Liffe US se trguje s terminskimi pogodbami v Združenih državah Amerike (NYSE Euronext Annual Report, 2009, str. 2).

3.6 Borzni indeksi⁵ na NYSE Euronext

NYSE Euronext ima več kot 450 benchmark⁶ in strateških indeksov, s katerimi se meri donosnost NYSE Euronext in drugih globalnih kapitalskih trgov. Velik del indeksov je vključen v kotirajoče indeksne sklade, s katerimi je poslovanje konec leta 2009 predstavljalo več kot 17 milijard USD (NYSE Euronext Annual Report, 2009, str. 12).

V letu 2009 je bilo patentiranih 25 novih indeksov, med katerimi so bili tudi NYSE Euronext Iberian Index, NYSE Euronext Treasuries Indexes ter sorazmerno obtežena indeksa AEX in CAC 40 (NYSE Euronext Annual Report, 2009, str. 12). NYSE Euronext Iberian Index sestavlja 30 delnic, od tega 20 najlikvidnejših na madridski borzi Bolsa de Madrid in 10 najlikvidnejših na lizbonski borzi Euronext Lisbon. Sorazmerno obtežena indeksa AEX in CAC 40 temeljita na evropskih blue chip indeksih⁷ AEX in CAC 40. AEX je delniški indeks, ki ga sestavlja 25 najpomembnejših nizozemskih delnic, ki kotirajo na amsterdamski borzi Euronext Amsterdam, medtem ko je CAC 40 sestavljen iz 40 najpomembnejših francoskih delnic glede na tržno kapitalizacijo na pariški borzi Euronext Paris (Wikipedia).

NYSE ima 12 benchmark indeksov. Prvi indeks, NYSE Composite Index, je bil ustanovljen leta 1966, da bi bilo z njim prikazano gibanje vseh delnic na NYSE.

Euronext indeksov je prek 200, med katerimi so paradni amsterdamski AEX, bruseljski BEL 20, pariški CAC 40, lizbonski PSI 20 in Euronext 100. Indeks Euronext 100 je blue chip

⁵ Borzni indeks je statistični kazalnik spremembe tečajev vrednostnih papirjev. Zagotavljati mora zbirne in jedrnatne informacije o gibanju cen največjih in najlikvidnejših delnic na posameznem trgu. Meri donosnost določene panoge, geografskega območja oziroma borznega trga (Finance, 2008).

⁶ Benchmark (angl.) je referenčna vrednost, s katero se primerja gibanje tečaja vrednostnega papirja, točke vzajemnega sklada ali indeksa (Ljubljanska borza).

⁷ Blue chip indeks je indeks, ki ga sestavljajo delnice najboljših podjetij na borzi (Ljubljanska borza).

indeks vseevropske borze Euronext N. V.. Sestavlja ga 100 največjih in najlikvidnejših delnic, ki kotirajo na Euronext (Wikipedia). Podjetja, uvrščena na Euronext, so umeščena v indekse glede na njihovo velikost, segment in sektor (NYSE Euronext Annual Report, 2009, str. 12).

NYSE Arca ima več kot 30 indeksov, ki so večinoma osnove za indeksne delnice, strukturirane produkte ter indeksne opcije.

3.7 Nadaljnje povezovanje NYSE Euronext s svetovnimi borzami

NYSE Euronext je še povečala svojo skupino prek združitev tako z ameriškimi kot neameriškimi borzami. Med večji transakciji spadata združitev z ameriško borzo American Stock Exchange (v nadaljevanju AMEX) in borzo v Katarju.

Oktobra 2008 je NYSE Euronext pridobila ameriško borzo AMEX, s čimer je svoje poslovanje razširila na ameriškem trgu opcij, indeksnih delnic (angl. *exchange-traded funds*), closed-end funds, strukturiranih produktov in delnic. NYSE Euronext tako obsega dve opcijski borzi, in sicer NYSE Arca in NYSE Amex. Priključitev AMEX k NYSE Euronext je bila vredna 260 milijonov USD v navadnih delnicah NYSE Euronext.

Junija 2008 se je NYSE Euronext dogovorila s Katarjem, da bo katarska borza Doha Securities Market postala mednarodna borza vrednostnih papirjev in izvedenih finančnih instrumentov. Junija 2009 je NYSE Euronext dopolnila sporazum delničarjev iz leta 2008 s holdingom Katar, strateško in neposredno investicijsko podružnico Qatar Investment Authority, ki je državna institucija. Sporazum je vseboval dogovor med NYSE Euronext in državo Katar o ustanovitvi katarske borze, ki bi nadomestila dosedanjo Doha Exchange Securities. Prvotna ponudba NYSE Euronext za pridobitev 25 % deleža borze v Dohi je bila 250 milijonov USD, kar naj bi bila do takrat največja tuja investicija podjetja. Kasneje je bila ponudba znižana na 200 milijonov USD v denarju, s čimer je NYSE Euronext 19. 6. 2009 pridobila 20 % delež katarske borze, ki se je preimenovala v Qatar Exchange. Slednja je že obstoječemu trgovanju z vrednostnimi papirji dodala še trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti (NYSE Euronext Annual Report 2009, 2010, str. 49).

SKLEP

Spremembe v gospodarskem okolju so stalnica, katerim se morajo podjetja prilagajati in jih vpeljati v svoje poslovanje, da ostanejo konkurenčna na trgu. Imeti morajo jasno vizijo o svojem bodočem delovanju ter postavljene strateške cilje, ki jih lahko dosežejo tudi prek prevzemov oziroma združitev. Strateški motivi so, poleg finančnih, glavni vzvod prevzemov, saj se prek njih uresničuje zastavljena strategija prevzemnih podjetij, medtem ko se z doseganjem finančnih ciljev povečuje vrednost podjetja in ustvarja pozitivni finančni učinek.

Z ekonomskega vidika so prevzemi in združitve smiselni, kadar zaradi njih nastanejo dodatni pozitivni učinki oziroma sinergije. Prevzemni proces povzroči večje organizacijske spremembe, ki vplivajo na uspešnost podjetja ter na njegovo nadaljnjo rast in njegov razvoj. Fazi priprav na prevzem oziroma združitev ter fazi dejanske izvedbe prevzema sledi kot zadnja faza integracije, ki je bistvena za realizacijo dodane vrednosti ob združitvi ter ključno vpliva na uspešnost prevzema.

Od začetka 90. let prejšnjega stoletja so prevzemni oziroma združitveni procesi vse pogostejši tudi na kapitalskih trgih. Deregulacija in liberalizacija svetovnih gospodarstev, hiter tehnološki napredek ter intenzivna konkurenca med udeleženci kapitalskih trgov so privedli do povezovanja borz na nacionalni, regionalni in mednarodni ravni. Večina največjih svetovnih borz je spremenila lastniško strukturo, borze so postale profitna podjetja, kar je še olajšalo povezovanje le-teh. Tuji borzni posredniki so dobili članstvo tudi na borzah izven nacionalnih meja, kjer jim je trgovanje omogočil elektronski način trgovanja. Največja prednost, ki jo prinaša ta način, je prav možnost trgovanja tudi na borzah zunaj domače države. Elektronsko poslovanje je povečalo konkurenco med borzami, znižalo transakcijske stroške ter povečalo likvidnost. Sodelovanje svetovnih borz je povečalo izbiro finančnih instrumentov, povečala sta se obseg trgovanja in globina trga, prav tako pa je naraslo število alternativnih trgovalnih sistemov, ki uspešno konkurirajo tradicionalnim borznim trgov. Poleg integracije borz pa proces povezovanja poteka tudi na področju kliringa in poravnave.

S tem ko postajajo evropski kapitalski trgi vse bolj integrirani v svetovne trge, še posebno ameriškega, je mogoče pričakovati, da bodo imeli večjo vlogo pri razvoju evropskega gospodarskega sektorja in pri ekonomski rasti. Bolj povezani in likvidni borzni trgi omogočajo manj tvegane in lažje dostopne naložbe, hkrati pa so le-te pogostejše dolgoročne in donosne ter prispevajo k ekonomski rasti posameznih držav.

Leta 2007 je prišlo do pomembnega mejnika na svetovnih finančnih trgih, saj sta se združili vseevropska borza Euronext N. V. in ameriška borza NYSE, Inc., in tako ustvarili prvi transatlantski kapitalski trg. Novonastalo podjetje NYSE Euronext za vlagatelje predstavlja največji svetovni trg, ki ponuja čezmejne transakcije z delnicami in izvedenimi finančnimi instrumenti tako v Evropi kot v Združenih državah Amerike, ne glede na različne časovne pasove in denarne valute.

Integracija kapitalskih trgov, ki jo v Evropi spremlja tudi proces harmonizacije pravnih in regulatornih postavk, pomeni oblikovanje enotnega kapitalskega trga, ki zagotavlja bolj likviden trg, z manjšimi stroški čezmejnega trgovanja in večjo globino trga. Povezovanje tako borz kot tudi institucij za kliring in poravnavo se bo po pričakovanjih še nadaljevalo, saj le enoten trg prinaša prednosti vsem tržnim udeležencem.

LITERATURA IN VIRI

1. AEX. (b. l.) V *Wikipedia*. Najdeno 15. junija 2010 na spletnem naslovu http://en.wikipedia.org/wiki/AEX_index
2. Alternative Trading System. (b. l.) V *Investopedia*. Najdeno 29. julija 2010 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/terms/a/alternative-trading-system.asp>
3. Amati, S. (2001, maj): A single Market in Financial Services: Effects on Growth, Employment and the Real Economy. *European Parliament*. Najdeno 15. aprila 2010 na spletnem naslovu <http://www.europarl.europa.eu/activities/committees/studies/download.do?language=en&file=5389>
4. Benchmark. (b. l.) V *Ljubljanska borza*. Najdeno 5. junija 2010 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=791&sstr=benchmark>
5. Bertonsel, A. (2005): *Čas prevzemov: prevzeti ali biti prevzet* (1. natis). Ljubljana: GV Založba.
6. Bertonsel, A. (2008): *Prevzemi in združitve: model uravnoteženega upravljanja ključnih dejavnikov uspeha*. Koper: Fakulteta za management.
7. Bešter, J. (1996): *Prevzemi podjetij in njihovi učinki na delničarje, managerje, zaposlene, upnike in državo*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
8. Blue chip indeks. (b. l.) V *Ljubljanska borza*. Najdeno 25. julija 2010 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=791&sstr=Blue+chip>
9. Blue chip podjetje. (b. l.) V *Ljubljanska borza*. Najdeno 25. julija 2010 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=791&sstr=Blue+chip>
10. Borzni indeks. (2008). V *Finance*. Najdeno 6. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/201991/Borzni-indeks>
11. Brealey, R. A., Myers, S. C. (2003): *Principles of Corporate Finance* (7th ed.). New York: McGraw-Hill/Irwin.
12. Brigham, E. F., Houston, J. F. (1998): *Fundamentals of Financial Management* (8th ed.). Orlando: The Dryden Press.
13. Buch, C. M. & DeLong, G. (2003): Cross-Border Bank Mergers: What Lures the Rare Animal? *Journal of Banking & Finance*. Najdeno 15. julija 2010 na spletnem naslovu http://www.sciencedirect.com.nukweb.nuk.uni-lj.si/science?_ob=ArticleURL&_udi=B6VCY-4B9568H-5&_user=4776866&_coverDate=09%2F30%2F2004&_alid=1456314196&_rdoc=2&_fmt=high&_orig=search&_origin=search&_zone=rslt_list_item&_cdi=5967&_sort=r&_st=13&_docanchor=&view=c&_ct=1443&_acct=C000033658&_version=1&_urlVersion=0&_userid=4776866&md5=5e1e34bcc8d1cb2e0bedbaf097761431&searchtype=a
14. CAC 40. (b. l.) V *Wikipedia*. Najdeno 15. junija 2010 na spletnem naslovu http://en.wikipedia.org/wiki/CAC_40

15. Clearstream Banking. (b. l.) V *European Central Securities Depositories Association*. Najdeno 28. avgusta 2010 na spletnem naslovu https://www.ecsda.com/portal/what_is_ecsda/_members/clearstream_banking/
16. Cox, C. (2006, junij): Cross-Border Exchange Mergers in the Context of Global Trade. *Harvard Business School Global Leadership Forum, Ronald Reagan International Center, Washington, DC*. Najdeno 20. decembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.sec.gov/news/speech/2006/spch062206cc.htm>
17. Čas, M. & Jamnik, S. (2000): *Boržno pravo*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
18. Davies, R. J. (2008, julij): MiFID and a Changing Competitive Landscape. *Babson College – Finance Division*. Najdeno 15. julija 2010 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1117232
19. de Carvalho, C. H. (2004, julij): Cross-Border Securities Clearing and Settlement Infrastructure in the European Union as a Prerequisite to Financial Markets Integration: Challenges and Perspectives. *Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv*. Najdeno 26. julija 2010 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=575981
20. Delany, G. (2005): Recent trends in the exchange landscape. *Global Marketing Manager*. Najdeno 12. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.exchange-handbook.com/index.cfm?section=articles&action=detail&id=54128>
21. Deutsche Börse Group (2009): Annual Report 2009. Najdeno 15. julija 2010 na spletnem naslovu http://ir2.flife.de/data/dbag/igb_html/index.php?bericht_id=1000004&lang=ENG
22. Deutsche Börse spremenila ponudbo za Euronext (2006a, 20. junij). *Finance*. Najdeno 17. marca 2010 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/156073/Deutsche-B%F6rse-spremenila-ponudbo-za-Euronext>
23. Di Noia, C. (1998, januar): Competition and Integration among Stock Exchanges in Europe: Network Effects, Implicit Mergers and Remote Access. *Wharton School Center for Financial Institutions, University of Pennsylvania, 98-03*. Najdeno 22. decembra 2009 na spletnem naslovu <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/98/9803.pdf>
24. Domowitz, I. & Steil, B. (1999): Automation, Trading Costs, and the Structure of the Securities Trading Industry. *The Brookings-Wharton Papers on Financial Services*. Najdeno 15. marca 2010 na spletnem naslovu http://scholar.google.si/scholar?hl=sl&q=Automation%2C+Trading+Costs%2C+and+the+Structure+of+the+Securities+Trading+Industry&as_ylo=&as_vis=0
25. Doumont, M. (2003). Evropski notranji trg finančnih storitev. *Bančni vestnik*, 7/8, 13–22.
26. Duisenberg, W. (2002, oktober): The Integration of Europe's financial markets. *Speech at 42nd Annual Meeting of the World Federation of Exchanges, Amsterdam*. Najdeno 20. decembra 2009 na spletnem naslovu http://www.ecb.int/press/key/date/2002/html/sp021008_1.en.html
27. Economist. (2006a, 27. maj): Special Report: Battle of the bourses – Financial exchanges. Najdeno 5. maja 2010 na spletnem naslovu <http://proquest.umi.com/nukweb.nuk.unilj.si/pqdweb?index=54&did=1044588041&SrchMode=3&sid=2&Fmt=3&VInst=PROD&VType=PQD&RQT=309&VName=PQD&TS=1282504387&clientId=16601&aid=1>

28. Economist. (2006b, 25. maj): Behind the mergers of financial exchanges lies not just a quest for size and scope, but also a fight for survival. Najdeno 4. aprila 2010 na spletnem naslovu <http://www.economist.com/node/6978712>
29. Euronext 100. (b. l.) V *Wikipedia*. Najdeno 15. junija 2010 na spletnem naslovu http://en.wikipedia.org/wiki/Euronext_100
30. Ferran, E. (2004): *Building an EU Securities Market*. Cambridge: Cambridge University Press.
31. Goldberg, L., Kambhu, J., Mahoney, J. M., Radecki, L., & Sarkar, A. (2002). Securities Trading and Settlement in Europe: Issues and Outlook. *Current Issues in Economics and Finance*, 8(4), 1–6.
32. Habeck, M. M., Kröger, F. & Träm M. R. (2000): *Čas združitev: sedem strategij za uspešno integracijo po združitvi podjetij*. Ljubljana: DZS.
33. Haddad, A. W & Bernard, J. (2007, november): Inside NYSE Euronext: Deputy CEO Jean-François Théodore. *Equities Magazine*. Najdeno 27. avgusta 2010 na spletnem naslovu http://www.equitiesmagazine.com/interview_jean_francois.php
34. Hampton, J. J. (1989): *Financial Decision Making: Concepts, Problems, and Cases* (4th ed.). Englewood Cliffs: Prentice-Hall International.
35. Hasan, I., Schmiedel, H., & Song, L. (2010, junij). Growth Strategies and Value Creation. What Works Best for Stock Exchanges? *European Central Bank. Working Paper Series*, (1201), 1–58.
36. Jackson, S. E. & Schuler, R. S. (2001, 1. maj). HR Issues and Activities in Mergers and Acquisitions. *Rutgers University*. Najdeno 15. marca 2010 na spletnem naslovu http://www.sciencedirect.com/science?_ob=ArticleURL&_udi=B6V9T-43P3FM2-7&_user=10&_coverDate=06%2F30%2F2001&_rdoc=1&_fmt=high&_orig=search&_sort=d&_docanchor=&view=c&_searchStrId=1390363146&_rerunOrigin=scholar.google&_acct=C000050221&_version=1&_urlVersion=0&_userid=10&md5=ba74b61c6d5b833badcfbefe7f70707
37. Jain, P. (2004, januar). Financial Market Design and Equity Premium: electronic versus Floor Trading. Najdeno 28. avgusta 2010 na spletnem naslovu http://www.afajof.org/pdfs/2004program/UPDF/P749_Market_MicroStructure.pdf
38. Kahnt-Eckner, S. (2002). Interdepository Relations of Clearstream Banking. Najdeno 16. avgusta 2010 na spletnem naslovu www.aecsd.com/common/img/files/2nd/8_rel.pps
39. Karmel, R., S. (2007, januar). The Once and Future New York Stock Exchange: The Regulation of Global Exchanges. *Brooklyn Journal of Corporate, Financial and Commercial Law*. Najdeno 25. aprila 2010 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=958260
40. Kokkoris, I. & Olivares-Caminal, R. (2007): Some Issues on Cross-Border Stock Exchange Mergers. Najdeno 20. decembra 2009 na spletnem naslovu [http://www.law.upeenn.edu/journals/jil/articles/volume29/issue2/KokkorisOlivares-caminal29U.Pa.J.Int'IL.455\(2007\).pdf](http://www.law.upeenn.edu/journals/jil/articles/volume29/issue2/KokkorisOlivares-caminal29U.Pa.J.Int'IL.455(2007).pdf)
41. Kovačič, D. (2006): *Vpliv združitve in prevzemov na poslovanje izbranih podjetij v Sloveniji* (magistrsko delo). Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.

42. Lahovnik, M. (1998). *Proučevanje strategije priključitve podjetja* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
43. Lamfalussy et al. (2000, 9. november). Initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets. Najdeno 3. septembra 2010 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/initial-report-wise-men_en.pdf
44. Lev, B. (1983). Observations on the Merger Phenomenon and a Review of the Evidence. *Midland Corporate Finance Journal*, str. 6–28.
45. Levin, M. (2003): *Competition, Fragmentation and Transparency*. Bruselj: CEPS.
46. Levy, H., Sarnat, M. (1988): *Principles of Financial Management*. London: Prentice-Hall International.
47. Licht, A. N. (1997, marec). Stock Market Integration in Europe. *Harvard Law School*. Najdeno 15. marca 2010 na spletnem naslovu <http://scholar.google.si/scholar?q=stock+market+integration+in+europe&hl=sl>
48. Malkamäki, M. & Topi, J. (1999). Strategic Challenges for Exchanges and Securities Settlement. Najdeno 15. julija 2010 na spletnem naslovu <http://www.bof.fi/NR/rdonlyres/A0B7DB9A-1F95-4652-8B48-F42D7073F73B/0/9921.pdf>
49. Morela, J. (2007, 21. marec). Direktiva MiFID prinaša finančno revolucijo. *Finance*. Najdeno 18. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/177807/Direktiva-MiFID-prina%20B9a-finan%20E8no-revolucijo>
50. Nasry, A. R. A. (2007, maj). Globalization Effect on Stock Exchange Integration. *Cairo University*. Najdeno 12. januarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.humanrights-observatory.net/revista5/articulos10/AMIR%20NASRY.pdf>
51. Nielsson, U. (2009, maj). Stock Exchange merger and Liquidity. *Columbia University*. Najdeno 20. decembra 2009 na spletnem naslovu http://www.sciencedirect.com/science?_ob=ArticleURL&_udi=B6VHN-4T5CH0P-1&_user=10&_coverDate=05%2F31%2F2009&_rdoc=1&_fmt=high&_orig=search&_sort=d&_docanchor=&view=c&_searchStrId=1415807925&_rerunOrigin=scholar.google&_acct=C000050221&_version=1&_urlVersion=0&_userid=10&md5=71425e2cdd4993afcb820ea6584c8ee5
52. NYSE (2006, junij). *A Guide to the NYSE Marketplace* (interno gradivo). New York: NYSE.
53. NYSE Arca. (b. 1.) *NYSE Euronext*. Najdeno 14. julija 2010 na spletni strani <http://www.nyse.com/equities/nysearcaequities/1156241406908.html>
54. NYSE Euronext (2006, 6. junij). NYSE Euronext Launches Statutory Buy-Out Procedure for Remaining Euronext N. V. Shares. Najdeno 21. februarja 2010 na spletnem naslovu http://www.euronext.com/news/press_release/press_release-1731-EN.html?docid=385783
55. *NYSE Euronext Regulation*. Najdeno 13. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.euronext.com/landing/regulation-12602-EN.html>
56. NYSE Euronext Annual Report 2009 (2010). *United States Securities and Exchange Commission*. Washington. Najdeno 9. maja 2010 na spletnem naslovu <http://phx.corporate->

- ir.net/External.File?item=UGFyZW50SUQ9NTA5MTF8Q2hpbGRJRD0tMXxUeXBIPtM=&t=1
57. NYSE in Euronext se združujeta v največjo borzo na svetu (2006b, 2. junij). *Finance*. Najdeno 21. februarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/154503/NYSE-in-Euronext-se-zdru%BEujeta-v-najve%E8jo-borzo-na-svetu>
 58. Pagano, M. (1997, april). The Changing Microstructure of European Equity Markets. *Centro Studi di Economia e Finanza, Working Paper no.4. Salerno: The European Securities Markets: The Investment Services Directive and Beyond*. Najdeno 17. januarja 2010 na spletnem naslovu [http://www.sbf.unisg.ch/org/sbf/web.nsf/bf9b5a227ab50613c1256a8d003f0349/f9481b5533082206c1256c7e0056e955/\\$FILE/The%20changing%20microstructure%20of%20European%20Equity%20Markets.pdf](http://www.sbf.unisg.ch/org/sbf/web.nsf/bf9b5a227ab50613c1256a8d003f0349/f9481b5533082206c1256c7e0056e955/$FILE/The%20changing%20microstructure%20of%20European%20Equity%20Markets.pdf)
 59. Pantner, H. (2006). *Prednosti povezovanja evropskih borz: primer vključitve Amsterdam Exchanges v Euronext* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
 60. Peterle, P. (2001, 18. junij). Borze postajajo čedalje bolj podjetja, ne pa povezovalci trgov. *Finance*. Najdeno 18. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/7102/Borze-postajajo-%E8edalje-bolj-podjetja-ne-pa-povezovalci-trgov>
 61. Polanič, M. (2007, 10. maj). Evropska direktiva MiFID bo pretresla finančne trge. *Dnevnik*. Najdeno 15. julija 2010 na spletnem naslovu http://www.dnevnik.si/tiskane_izdaje/dnevnik/244684
 62. Predlog Zakona o trgu finančnih instrumentov (ZTFI) predlog za obravnavo (2007, 12. april). *Generalni sekretariat vlade Republike Slovenije*. Najdeno 5. avgusta 2010 na spletnem naslovu [193.2.236.95/dato3.nsf/OC/070427141621C/\\$file/119v6.doc](http://193.2.236.95/dato3.nsf/OC/070427141621C/$file/119v6.doc)
 63. Pučko, D. (2003). *Strateško upravljanje*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
 64. Pučnik, J. & Tekavc, J. (2002): *Prevzemi podjetij in varovanje konkurence*. Tržič: Učila International.
 65. Ramos, S. (2003, februar). Competition between Stock Exchanges: A Survey. *HEC - University of Lausanne, FAME and CEMAF/ISCETE, Research Paper N°77*. Najdeno 16. januarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.swissfinanceinstitute.ch/rp77.pdf>
 66. Reed et al. (2007, 12. julij). A Global View: Examining Cross-Border Exchange Mergers. *Statement of the U.S. Securities Exchange Commission*. Najdeno 15. aprila 2010 na spletnem naslovu <http://www.sec.gov/news/testimony/2007/ts071207sec.htm>
 67. Repovž, L. (1996): Motivi, strategije in financiranje prevzema podjetja. *Revizor – revija o reviziji*, 7(6), 30-40.
 68. Ross, S. A., Westerfield, R. W & Jaffe, J. F. (2002). *Corporate Finance* (6th ed.). Boston: McGraw-Hill.
 69. Rozman, J. (2006, 22. maj). NYSE bi se povezala z Euronextom. *Finance*. Najdeno 18. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/153434/NYSE-bi-se-povezala-z-Euronextom>
 70. Seck, W. K. (2007). Business Models in Clearing. *WFE IOMA / IOCA Annual Conference Mexico City*. Najdeno 18. aprila 2010 na spletnem naslovu <http://www.world-exchanges.org/files/file/IOMA%20IOCA%20Annual%20Conference%20-%20Mexico%20-%202020-23%20May%202007%20-%20Report.pdf>

71. Shapiro, A. C. (1989). *Modern Corporate Finance*. New York: Macmillan Publishing Company.
72. SIMEX. (b. l.) V *The Free Dictionary*. Najdeno 25. julija 2010 na spletni strani <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/SIMEX>
73. Sistematično tveganje. (b. l.) V *KD Finančna točka*. Najdeno 16. maja 2010 na spletni strani <http://www.financna-tocka.si/sys/cmspage.aspx?MapaId=4254>
74. Tajnikar, M. (2000). *Tvegano poslovanje* (2. izdaja). Portorož: Visoka strokovna šola za podjetništvo.
75. Torkar, D. (2001, 18. junij). Preživeti bodo morale tudi male borze. *Finance*. Najdeno 25. avgusta 2010 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/7098/Pre%BEiveti-bodo-morale-tudi-male-borze>
76. Usenik, B. (2006, 23. maj). Prezemna vojna: Prevzem Euronexta napovedala še newyorška borza. *Finance*. Najdeno 25. avgusta 2010 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/153475/Prevzemna-vojna-Prevzem-Euronexta-napovedala-%B9e-newyor%B9ka-borza>
77. Vardy, N. A. (2006, 22. december). The Birth Of A Global Stock Exchange: Part2. *The global Guru*. Najdeno 26. avgusta 2010 na spletnem naslovu <http://www.theglobalguru.com/article.php?id=84&offer=GURU>
78. Vasila, A. (2003, 21. junij). European Stock Market Integration and Economic Growth: A Theoretical Perspective. Najdeno 21. februarja 2010 na spletnem naslovu http://www.lse.ac.uk/collections/hellenicObservatory/pdf/1st_Symposium/Vasila.pdf
79. Veselinovič, D., & Albrecht, M. (2008). MiFID and its Importance to Capital Markets. *Bančni vestnik*, 57 (11), str. 74–81.
80. Weston, J. P. (2002). Electronic Communication Networks and Liquidity on the Nasdaq. *Journal of Financial Services Research*. Najdeno 19. avgusta 2010 na spletnem naslovu <http://www.springerlink.com/content/144u1judu6lbnppr/fulltext.pdf>
81. World Federation of Exchanges. (2009). Najdeno 3. junija 2010 na spletnem naslovu <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2009/equity-markets/number-listed-companies>
82. World Federation of Exchanges. (2009). Najdeno 3. junija 2010 na spletnem naslovu <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2009/equity-markets/domestic-market-capitalization>
83. Wu, J. (2007, avgust). Essays on Equity Prices and Market Structures. Najdeno 28. julija 2010 na spletnem naslovu <http://repository.tamu.edu/bitstream/handle/1969.1/ETD-TAMU-1509/WU-DISSERTATION.pdf?sequence=1>
84. Zakon o gospodarskih družbah. *Uradni list RS*, št. 65/2009. Najdeno 21. julija 2010 na spletnem naslovu <http://www.uradni-list.si/1/objava.jsp?urlid=200965&stevilka=3036>
85. Zakon o trgu finančnih instrumentov. *Uradni list RS*, št. 67/2007. Najdeno 21. julija 2010 na spletnem naslovu <http://www.uradni-list.si/1/objava.jsp?urlid=200767&stevilka=3699>

PRILOGE

Priloga 1: TERMINOLOŠKI SLOVAR

alternative trading system (ATS) □□ alternativni trgovalni sistem

Autorité des Marchés Financiers □□ francoski nadzorni organ na trgu vrednostnih papirjev

convertible bond □□ zamenljiva obveznica

cross border deals □□ čezmejna povezovanja

cross listing □□ kotacija tujih vrednostnih papirjev na domači borzi in obratno

cross remote membership □□ članstvo tujih članov borze na domači borzi in obratno

domestic mergers (restructuring) □□ domača povezovanja (rekstrukturiranje)

electronic communication networks (ECN) □□ elektronske komunikacijske mreže

exchange traded fund (ETF) □□ kotirajoči indeksni sklad

iceberg order – naročilo s skrito količino

Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) □□ direktiva o trgih finančnih instrumentov

order-driven trading □□ trgovanje na temelju knjige naročil

strong share-trading operation □□ trgovanje z delnicami

Securities and Exchange Commission (SEC) □□ ameriška agencija za trg vrednostnih papirjev

swap □□ zamenjava

tracker □□ sledilnik

warrant □□ nakupni bon