

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

**DIPLOMSKO DELO
ŠPANSKI FINANČNI TRG**

Ljubljana, junij 2004

DAŠA KRAPEŽ

IZJAVA

Študent/ka Daša Krapež izjavljam, da sem avtor/ica tega diplomskega dela, kisem ga napisal/a pod mentorstvom doc.dr Boštjana Jazbeca in dovolim objavodiplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 03.06.2004 Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 FINANČNI SISTEM	2
1.1 FINANČNI TRGI	2
1.1.1 <i>Delitev finančnih trgov</i>	3
1.2 <i>FINANČNE INSTITUCIJE</i>	4
1.3 <i>FINANČNI INSTRUMENTI</i>	5
2 ŠPANSKI FINANČNI SISTEM	6
2.1 <i>ZGODOVINSKI RAZVOJ</i>	6
2.2 <i>TRENTNA STRUKTURA</i>	10
3 TRG KAPITALA V ŠPANJI	11
3.1 <i>PRIMARNI TRG</i>	11
3.1.1 <i>Vrednostni papirji s stalnim donosom</i>	12
3.1.1.1 Javni dolg	13
3.1.1.2 Zasebne izdaje	13
3.1.2 <i>Vrednostni papirji s spremenljivim donosom</i>	14
3.2 <i>SEKUNDARNI TRG</i>	15
4 BORZNI TRG V ŠPANJI	16
4.1 <i>ZGODOVINSKI RAZVOJ BORZ V ŠPANJI</i>	17
4.1.1 <i>Razvoj do leta 1988</i>	17
4.1.2 <i>Razvoj po letu 1988</i>	17
4.2 <i>AKTUALNA STRUKTURA BORZNEGA TRGA</i>	19
4.2.1 <i>Člani borz</i>	20
4.2.2 <i>Iberclear</i>	20
4.2.3 <i>Nadzorni organi trga vrednostnih papirjev</i>	21
5 SISTEMI TRGOVANJA NA BORZAH	21
5.1 <i>SPLOŠNO O SISTEMIH TRGOVANJA</i>	21
5.1.1 <i>Centralizirani sistemi</i>	23
5.1.1.1 <i>Trgovanje »v živo«</i>	23
5.1.1.2 <i>Avtomatizirano trgovanje</i>	23
5.1.2 <i>Decentralizirani sistemi</i>	24
5.2 <i>SISTEMI TRGOVANJA NA ŠPANSKIH BORZAH</i>	24
5.2.1 <i>Trgovanje na borznih sestankih</i>	24
5.2.1.1 <i>Značilnosti trgovanja za instrumente s spremenljivim donosom na borznih sestankih</i>	25
6 ELEKTRONSKI SISTEM TRGOVANJA SIBE 2000	26
6.1 <i>KONTINUIRANI TRG DELNIC</i>	28
6.2 <i>FAZE TRGA</i>	32
6.3 <i>VRSTE NAROČIL</i>	33
7 EVROPSKA BORZNA POVEZOVANJA	35
7.1 <i>ŠPANSKA BORZA</i>	38

SKLEP	39
LITERATURA	41
VIRI	42
PRILOGA	

Uvod

Dobro razvit finančni trg je ključnega pomena za gospodarstvo neke države. Omogoča učinkovit prenos in uporabo finančnih prihrankov ter vlagateljem zagotavlja likvidnost. Poleg tega omogoča razpršitev naložb in posledično zmanjšuje tveganje. V zadnjih letih so finančni trgi doživljali najvidnejše napredke. Predvsem hiter razvoj telekomunikacij je botroval nastanku novih načinov trgovanja in hitrejši globalizaciji finančnih trgov. Obdobje zadnjih petnajstih let je obdobje nenehnih sprememb na tem področju.

Namen diplomskega dela je predstaviti španski finančni trg, s poudarkom na trgu vrednostnih papirjev. Opisala sem njegov prehod od zaprtega sistema do sooblikovalca evropskega borznega zemljevida.

Najprej sem zaradi boljšega razumevanja na splošno opredelila finančni sistem, podala različne delitve finančnih trgov, opisala finančne institucije, ki na njih delujejo ter finančne instrumente, ki so predmet trgovanja.

Temu sledi kratek zgodovinski pregled finančnega sistema v Španiji in opis pomembnejših mejnikov, ki so zaznamovali njegov razvoj. Poglavje sem zaključila z opisom trenutne strukture finančnega sistema.

Nato sem se osredotočila na španski kapitalni trg, ki sem ga razdelila na primarni in sekundarni trg. V okviru primarnega trga sem opisala vrste in značilnosti vrednostnih papirjev s stalnim in spremenljivim donosom. Na kratko sem opisala sekundarni trg.

Posebno poglavje sem, kot delu sekundarnega trga, namenila borzam. Podala sem kratek zgodovinski pregled ter njihovo aktualno strukturo. Poleg tega sem opredelila člane borz, opisala sisteme poravnave ter nadzorne organe borznega trga.

V nadaljevanju sem se posvetila različnim sistemom trgovanja na borzah, kjer sem najprej podala njihov splošni opis in nato opis španskih trgovalnih sistemov, kjer sem se osredotočila na trgovanje z delnicami. V posebnem poglavju sem opisala elektronski sistem trgovanja na španskih borzah. Na primeru trgovanja z delnicami sem razložila potek trgovanja v tem sistemu.

Za konec sem se posvetila še bolj ali manj uspešnim evropskim poskusom povezovanj in združevanj borz ter drugih nosilcev infrastrukture finančnih trgov v obdobju po uvedbi evra.

1 Finančni sistem

Finančne sisteme razvitih držav tržnega gospodarstva lahko opredelimo kot skupek različnih finančnih institucij, finančnih instrumentov in finančnih trgov, ki s svojim delovanjem omogočajo prenos finančnih prihrankov od gospodarskih subjektov, pri katerih ti prihranki nastajajo, do tistih, ki potrebujejo dodatna finančna sredstva za financiranje svojih potreb (Prohaska, 1999, str. 3). Ta prenos lahko poteka na dva načina: z neposrednim finančnim tokom med obema subjektoma ali preko posrednega finančnega toka, kjer med obema subjektoma nastopa finančni posrednik. Načeloma sistem ne zahteva nekega konkretnega kraja, kjer se ta izmenjava izvaja.

Glede na to opredelitev, lahko katerikoli finančni sistem obravnavamo v treh pogledih:

- S stališča finančnih institucij, ki obstajajo v sistemu.
- Glede na finančne trge, kjer se izmenjujejo finančni instrumenti.
- Obravnavamo finančne instrumente, s katerimi se trguje v sistemu, in njihove karakteristike.

Ločimo med ekonomskimi in finančnimi funkcijami finančnega sistema. Prve pomenijo učinkovit prenos in uporabo finančnih prihrankov, druge pa predvsem zagotavljanje likvidnosti in razpršenosti naložb.

1.1 Finančni trgi

Kot **finančni trg** razumemo mehanizem ali mesto, kjer pride do prenosa finančnih sredstev in kjer se tržno določi njihova cena (Trujillo, 1985, str. 62). Po tej definiciji so glavne funkcije finančnih trgov:

- Vzpostavitev stika med sodelujočimi na trgu.
- Določitev cen finančnih instrumentov.
- Skrb za njihovo likvidnost.
- Omogočanje hitrega stika med agenti, ki delujejo na teh trgih, ter skrajšanje rokov in zmanjšanje stroškov posredovanja.

Pomembno je, da so stroški operacij nizki in trgi dinamični, to je, da je časovno obdobje od sklenitve posla do njegove popolne izvršitve in poravnave čim krajše. Večje kot je število udeležencev na trgu, manjša je možnost manipulacij s cenami. Učinkovit finančni trg je tisti, kjer so nastali finančni prihranki kar najbolj učinkovito porabljeni in ki dobro izpolnjuje svoje funkcije. Popoln trg je tisti, kjer obstaja popolna mobilnost faktorjev, popolna informiranost, svobodno sodelovanje na trgu ter oblikovanje cen glede na ponudbo in povpraševaje.

Tako lahko povzamemo pet značilnosti, ki v primeru, da so maksimalno izpolnjene, vodijo do popolnega trga (Rodríguez et al., 2003, str. 13):

- Širina (pomeni količino finančnih instrumentov, s katerimi se trguje na trgu).

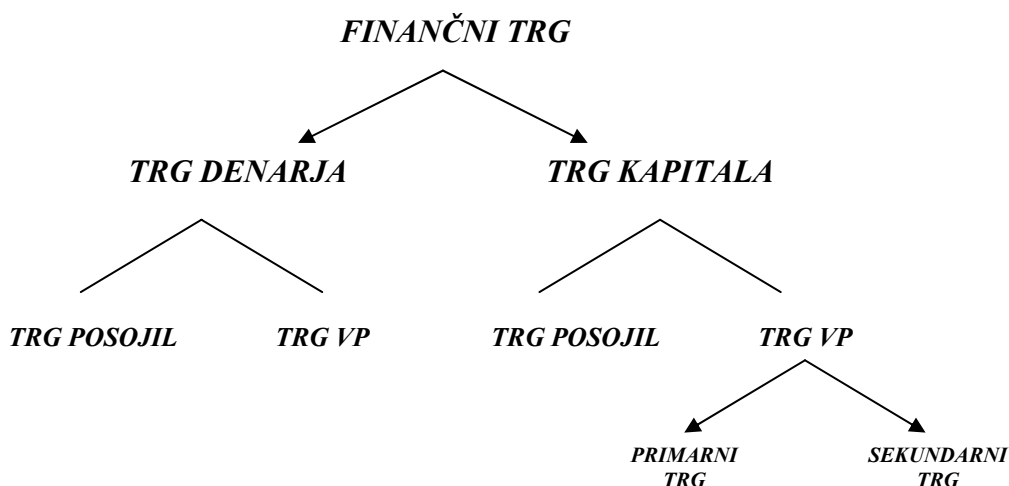
- Preglednost (merjena z dostopnostjo do informacij).
- Svoboda (ni omejitev za vstop kupcev in prodajalcev na trg, svobodno določanje cen).
- Globina (pomeni število naročil o nakupu in prodaji nekega finančnega instrumenta, večje kot je, večja je globina trga).
- Fleksibilnost (kako hitro agenti reagirajo na cenovne in druge spremembe na trgu).

Pri nespremenjenih ostalih okoliščinah postane nek trg globlji, širši in bolj fleksibilen, s tem, ko agentje ceneje, hitreje in lažje pridejo do informacij (Trujillo, 1985, str. 66). Učinkovitost nekega finančnega trga je lahko alokacijska oziroma zunanja in pomeni učinkovito alokacijo finančnih sredstev od suficitnih k deficitnim ekonomskim celicam. Lahko pa je operativna oziroma notranja in pomeni učinkovit prenos teh sredstev z najmanjšimi možnimi stroški.

1.1.1 Delitev finančnih trgov

Finančne trge delimo glede na veliko različnih kriterijev. Naj omenim samo nekatere, ki so za našo analizo bolj pomembni. Prohaska (1999, str. 10) pravi, da se finančni trg, ki predstavlja skupek odnosov med ponudbo in povpraševanjem po finančnih sredstvih, v najširšem smislu deli na denarni trg in trg kapitala. Na Sliki 1 pa je predstavljena shematična delitev finančnega trga, kot ga opisuje Mramor (1993, str. 75).

Slika 1: Delitev finančnega trga



Vir: Mramor, 1993, str. 75.

Glede na ročnost, ki jo imajo finančni instrumenti se finančni trg deli na **denarni trg** in **na trg kapitala**. Običajen kriterij razlikovanja je eno leto. Kljub temu kriteriju, pa sta oba trga med seboj prepletene in povezane, zato v praksi meje med njima niso jasno določene. V širšem smislu lahko trg kapitala ponovno razdelimo **na trg dolgoročnih vrednostnih**

papirjev in **trg dolgoročnih posojil** (Štravs, 1995, str. 25). Trg dolgoročnih vrednostnih papirjev predstavlja **trg kapitala v ožjem smislu**, kjer se trguje z vrednostnimi papirji s stalnim in spremenljivim donosom ter dolžniškimi (*ang. debt securities*) in lastniškimi (*ang. equity securities*) vrednostnimi papirji. Ta trg imenujemo tudi **odprti trg** (*ang. open market*). Trg, opredeljen v ožjem smislu, lahko delimo še naprej na primarni ali emisijski trg ter na sekundarni trg, ki ga sestavljajo borze vrednostnih papirjev in trgovanje prek okenc. Trg dolgoročnih posojil pa imenujemo tudi **pogodbeni trg** (*ang. negotiated market*).

Z vidika izdaje vrednostnih papirjev (Selan, 1998, str. 5), lahko finančni trg delimo na **primarni trg** (*ang. primary market*) in na **sekundarni trg** (*ang. secondary market*). Na primarnem oziroma emisijskem trgu se izdajajo novi vrednostni papirji, na sekundarnem pa se trguje z že izdanimi vrednostnimi papirji. Sekundarni trg je tisti, ki omogoča visoko likvidnost finančnih instrumentov.

Glede na zakonsko obveznost izdajatelja vrednostnega papirja ločimo **trg vrednostnih papirjev s stalnim donosom** (trg dolžniškega kapitala – *ang. debt market*) in **trg vrednostnih papirjev s spremenljivim donosom** (trg lastniškega kapitala – *ang. equity market*).

Glede na osnovno funkcijo finančnega trga, to je funkcijo posredovanja, delimo finančni trg na **neposredni** (*ang. nonintermediated financial market*) in **posredni** finančni trg (*ang. intermediated financial market*). Na prvem se izdajajo primarni vrednostni papirji, ki jih izdajatelji neposredno prodajajo končnim kupcem. Ti kupci lahko potem primarne vrednostne papirje prodajajo naprej finančnim institucijam, ki na ta način ustvarjajo posredne vrednostne papirje (*ang. indirect securities*). Končni kupci na posrednem finančnem trgu kupujejo posredne vrednostne papirje.

Prohaska (1999) omenja še geografsko delitev kapitalskega trga na nacionalne in mednarodne kapitalske trge. Rodríguez et al. (2003) pa v svoji knjigi omenjajo še delitev finančnih trgov glede na stopnjo vladne intervencije (svobodni in regulirani), glede na stopnjo formalnosti (organizirani in neorganizirani) in glede na stopnjo koncentracije (centralizirani in necentralizirani).

1.2 Finančne institucije

Finančne institucije so zbiratelji in posredniki finančnih prihrankov med suficitnimi in deficitnimi ekonomskimi subjekti. Glede na različne kriterije jih lahko razdelimo v različne skupine. Njihova vloga pri emisiji denarja jih deli na denarne in nedendarne. Z vidika finančnega posredništva je ena od možnih delitev po institucionalnem kriteriju na finančne posrednike in agentske finančne institucije.

Denarne finančne ustanove, kjer imajo najpomembnejšo vlogo banke, opravljajo najrazličnejše denarne posle, od izdajanja denarja (centralne banke) do kreditiranja (poslovne banke). Skrbijo za posredno kroženje finančnih presežkov. Med bančne denarne institucije štejemo predvsem poslovne banke in vse druge institucije, ki imajo opravka z vlogami oziroma krediti (npr. hranilnice). **Nedepozitne (nedenarne) finančne ustanove**, kamor spadajo zavarovalnice, invalidski, pokojninski, investicijski skladi ipd., posredujejo pri prenosu finančnih prihrankov. Ne sprejemajo hranilnih vlog, ampak opravljajo različne nedenarne posle: zavarovanje, upravljanje finančnega premoženja ipd. **Nedepozitne (nedenarne) agentske finančne ustanove** nastopajo kot posredniki med gospodarskimi subjekti s finančnimi presežki in tistimi, ki imajo primanjkljaje. Njihove naloge so svetovanje, trgovanje in organiziranje, pri čemer uporabljajo vrednostne papirje. Mednje spadajo poslovne banke kot agenti, investicijske banke in borzno posredniške družbe.

1.3 Finančni instrumenti

To so oblike, v katerih so izraženi finančni presežki oziroma primanjkljaji. Z njimi lahko ohranjamo realno vrednost našega denarnega premoženja ali pa si s pametnimi naložbami vrednost le-tega povečamo. Finančni instrument je po vsebini zakonita pogodba med dvema ali več partnerji, s katero se določi velikost transakcije ter plačilni pogoji in obveznosti. Finančne instrumente ločimo glede na njihovo **vsebino** na *prenosljive* in *neprenosljive* (Prohaska, 1999, str.14). Neprenosljivi finančni instrumenti (predvsem vloge in krediti) niso namenjeni za trgovanje pred njihovo zapadlostjo, zato jih imenujemo tudi netržni finančni instrumenti. Upnik razmerja je ves čas isti. Prenosljivi finančni instrumenti ali vrednostni papirji pa lahko menjajo lastnika že pred dospelostjo terjatve in je zanje značilna multilateralnost razmerja ter obličnost (čeprav se vedno bolj pojavljajo v nematerializirani obliki). Ta fleksibilnost jim omogoča visoko stopnjo likvidnosti, pa tudi stroški njihovih transakcij so veliko nižji kot pri neprenosljivih oblikah. Potencialnim investitorjem omogoča svobodo pri odločitvi o prodaji ali nakupu vrednostnega papirja ter ravnanje v skladu s trenutnimi tržnimi pogoji.

Vrednostni papirji se naprej delijo oziroma razlikujejo v več parametrih. Glede na **naravo terjatve** jih delimo na *stvarnopravne* (skladiščnica, nakladnica), *lastniške* (delnice) in *dolžniške* (obveznice, zakladne menice, itd.) ter iz njih izvedene vrednostne papirje (opcije, swape, terminske pogodbe itd.).

Drugi pomembni kriterij je **dospelost** vrednostnega papirja, kjer razlikujemo med *kratkoročnimi* vrednostnimi papirji z dospelostjo do enega leta in *dolgoročnimi* vrednostnimi papirji z dospelostjo, ki je daljša od enega leta.

Pri delitvi glede na **izdajatelja** vrednostnega papirja ločimo med *javnimi* in *zasebnimi* vrednostnimi papirji. Razlikujemo jih tudi glede na **upravičenca** iz vrednostnega papirja, kjer ločimo *prinosniške* vrednostne papirje (vrednostni papirji se glasijo na ime,

upravičenec je tudi imetnik tega vrednostnega papirja, lastništvo se prenaša z njegovo izročitvijo) ter *imenske* vrednostne papirje (upravičenec je zapisan v knjigi delničarjev in na indosamentu, s katerim se prenašajo).

Poleg tega so kriteriji razlikovanja še *valuta* v kateri so denominirani, njihova *denominacija* (vrednost), *kreditna sposobnost* (vrsta poročstva določa kvaliteto vrednostnega papirja), *način plačila obresti* in *pogoji vračila* (kuponske obresti in diskontirani vrednostni papirji), *tržnost* (razvitost sekundarnega trga in obseg trgovanja), *plačilo davkov* (odvisno od izdajatelja) ter *izračun obresti*.

2 Španski finančni sistem

Finančni sistem lahko preučujemo s treh stališč, s stališča institucij, instrumentov in trgov, ki v njem obstajajo. Ko govorimo o španskem finančnem sistemu, ne moremo mimo zgodovinskih dejstev, ki niso zaznamovali le družbenega, temveč tudi ekonomski razvoj. Španska ekonomija je bila močno zaznamovana s 40-letno Francovo diktaturo in zaprto ekonomijo. Na kratko bom opisala zgodovinski razvoj finančnega sistema in njegovo trenutno sestavo.

2.1 Zgodovinski razvoj

Prve regulative španskega finančnega sistema so bili Zakoni o bančni organizaciji (*šp. Leyes de Ordenación Bancaria*) iz let 1921 in 1946, ki so urejali delovanje bančnega sistema, takrat sestavljenega iz zasebnih bank in Banke Španije. Pred letom 1921 bančna politika v Španiji ni obstajala. V dvajsetih letih je banka zaznala pomembno rast njenih aktivnosti, ki je sovpadala z obdobjem splošne ekonomske blaginje. Vendar pa je svetovna kriza konec tega desetletja to rast upočasnila. V podobnih okoliščinah izbruhne državljanska vojna (*šp. guerra civil*), ki je trajala do leta 1939. Leta 1946 se vse zakonske določbe združijo v Drugi zakon o bančni organizaciji. Ta je utrdil določila prejšnjega in povečal vladno kontrolo, tako v aktivnih kot pasivnih operacijah. Namen je bil zagotoviti solventnost strankam in služiti kot učinkovit instrument nacionalne ekonomije. Na področju monetarne politike je bila za vodenje kreditne politike pooblaščenca vlada, Banke Španije pa je vodila zasebne banke.

Do leta 1959, v obdobju avtarkije, je španski finančni sistem deloval v okviru popolnoma intervencionistične sheme z zelo majhnimi odstopanji. Zasebne banke so doživljale ekspanzijo in rast sredstev, ki so jih usmerjale v investicije na daljši rok, ustvarjale so podjetja ali investirale v že obstoječa, kar je poudarjalo njihov mešani značaj.

V obdobju med leti 1959-1962 se je uveljavil Načrt za stabilizacijo španske ekonomije (*šp. Plan de Estabilización para la Economía Española*), ki je bil v skladu s priporočili Organizacije za ekonomsko sodelovanje in razvoj (*ang. Organization for Economic Co-operation and Development - OECD*) in Mednarodnega denarnega sklada (*ang.*

International Monetary Fund- IMF). Načrt stabilizacije je bil predhodni korak t.i. Razvojnim načrtom (*šp. Planes de Desarrollo*), ki so zaznamovali ekonomsko politiko šestdesetih in začetka sedemdesetih let. Na področju kontrole menjave je veljala popolna prepoved zunanje finančne menjave do leta 1959. Po tem letu pa je prišlo do procesa liberalizacije pomembnega dela zunanje trgovine, ki je med drugim prinesla zunanjo konvertibilnost španski pezeti, razvoj nove zakonodaje o tujih investicijah, organizacijo uradnega deviznega trga v Madridu, ki je bil primerljiv s tistim v ostalih državah, in pristop Španije k mednarodnim ekonomskim organizmom: Evropski banki za obnovo in razvoj (*ang. European Bank for Reconstruction and Development - EBRD*), IMF in OECD. Trg vrednostnih papirjev je bil malo razvit in je bil omejen na delniški trg. Spodleteli so poskusi oživitve dolgoročnega financiranja španske ekonomije.

To novo obdobje v španski ekonomiji, usmerjeno v razvoj in večjo odprtost navzven, je zahtevalo reformo finančnega sistema, ki je bil do tedaj strukturiran v skladu z načeli zaprte ekonomije. Vlada je močno intervenirala na področju vstopa na trg, sama je določala obrestne mere in zakonsko regulirala investicije. Reforma je bila neizbežna. Oblasti so imele dve možnosti, liberalizacijo in sleditev tržnim načelom ali pa izboljšavo mehanizmov intervencije. Izbrale so slednjo. Osnovni okvir, ki je usmerjal ritem reforme, je bil Zakon o osnovah kreditne in bančne organizacije iz leta 1962 (*šp. Ley de Bases de Ordenación del Crédito y la Banca*).

Prva leta sedemdesetih so pomenila prehod na aktivno monetarno politiko. Potrebno je bilo odstraniti mehanizme tradicionalnega sistema in jih zamenjati za primernejše instrumente denarne kontrole. Najpomembnejši ukrep je bila vpeljava blagajniških koeficientov za banke in hranilnice, ki so nasledili prejšnje koeficiente likvidnosti. Reforma iz leta 1977, znana kot »Reforma Fuentes Quintana«, je predstavljala enega od ključnih korakov k liberalizaciji finančnega sistema. Njeni glavni koncepti so bili: zmanjšanje vladnih intervencij, večanje prihrankov preko liberalizacije obrestnih mer, povečanje konkurence med finančnimi ustanovami in izboljšanje instrumentov monetarne politike. Težave v javnem sektorju leta 1978 in splošni dvig obrestnih mer na medbančnem trgu so oblasti privedle do uvedbe sklopa preventivnih meril, ki so upočasnila proces liberalizacije, še posebej na področju zmanjšanja investicijskih koeficientov. Situacija sredi osemdesetih let je bila nasprotujoča in je postavljala resne dvome o primernosti nadaljevanja procesa reforme. Kljub temu je bilo najbolj splošno mnenje, da bi se reforma morala nadaljevati previdno, ampak neprekinjeno.

Situacijo španske monetarne in finančne politike ter glavnih institucij finančnega sistema do konca sedemdesetih let bi lahko strnili v naslednjih točkah (Rodríguez et al., 2003, str. 33):

- a) Monetarna politika je bila pasivna in popustljiva, z izjemo stabilizacijskih poskusov iz leta 1959. V tistem času je, ne samo v Španiji, veljalo, da mora monetarna politika

predstavljati spremljajoči instrument aktivne fiskalne politike, usmerjene v ekonomsko rast.

- b) Obrestne mere, tako aktivne kot pasivne, so bile strogo nadzorovane s strani oblasti, ki so jih ohranjale nizke z namenom, da bi spodbujale zasebne investicije in dovoljevale dovolj visoke posredniške marže kreditnim ustanovam.
- c) Zasebna banka je izkusila hitro rast svojih aktivnosti. Izvajale so se na nek kvasi oligopolističen način, ki je bil posledica strogih omejitev na področju ustanavljanja novih bank in poslovalnic.
- d) Aktivne operacije kreditnih ustanov so bile omejene zaradi obstoja t.i. privilegiranih poti financiranja. Obstajali so obvezni koeficienti investiranja v javne sklade in druge investicije, ki so tako že vnaprej določali usodo dobršnega dela sredstev večine bank in hranilnic.

Po sedemdesetih letih je bil španski finančni sistem podvržen poglobljeni in progresivni reformi, ki je omogočila finančnim institucijam približevanje tistim iz bolj naprednih držav iz njenega ekonomskega okolja. Reforma je prinesla mnoge institucionalne spremembe, med drugim popolno revizijo instrumentov in splošnih ciljev monetarne politike. Obrestne mere so se prilagodile tržnim ravnem in se končno popolnoma liberalizirale, odprli so se zunanjim finančnim trgov in zmanjšali institucionalne ovire s približevanjem okvirjem tržne ekonomije (lažje ustanavljanje novih institucij, ukinitve obveznih investicijskih koeficientov, itd.). Leta 1981 se je, z namenom spodbuditi dolgoročnega financiranja v sektorju, ki ga je ekonomska kriza najbolj prizadela, sprejel Zakon o regulaciji hipotekarnega trga (*šp. Ley de Regulación del Mercado Hipotecario*). Njegov namen je bil povečati posojila s hipotekarno nepremičninsko garancijo, namenjena financiranju konstrukcij, rehabilitacij in nakupov bivalnih prostorov ter drugih konstrukcij.

Če povzamem proces reform v obdobju pred vstopom Španije v Evropsko unijo leta 1986, je jasno, da so bili ti procesi liberalizacije neizbežni. Z njimi so se pomembno približali trem načelom svobodnega trga: svobodi cen in količin, svobodi tržnih operacij ter svobodi vstopa in izstopa na trg. Vse to s ciljem, da bi španski finančni sistem lahko izvajal svoje osnovne naloge, torej učinkovito alociranje finančnih virov in doseganje monetarne in finančne stabilnosti. Kljub temu so, tako kot v vsakem procesu reform, tudi v Španiji v sedemdesetih in prvi polovici osemdesetih let izkusili poleg pozitivnih učinkov tudi negativne. Ti negativni učinki, ki so bili padec investicij in povečanje brezposelnosti, so se pojavili zato, ker je najbolj aktivno obdobje reform sovpadalo z obdobjem velikega povečanja javnega deficita in restriktivne monetarne politike. Kljub temu, da so bila mnenja o uspešnosti teh reform s strani zagovornikov intervencionizma in strani zagovornikov liberalizacije zelo nasprotujoča, je prevladovalo mnenje, da so reforme potrebne. Predstavljale so nujno osnovo za prilagoditev mednarodnemu okolju, saj lahko prav v tedanji strukturi sistema najdemo vzroke za ekonomsko krizo v tistem času (Rodríguez et al., 2003, str. 40).

V obdobju po vstopu Španije v Evropsko unijo je bil skupni imenovalec vseh reform še vedno proces liberalizacije in modernizacije finančnega sistema ter približevanje normam EU. Leta 1988 je bil sprejet Zakon o reformi trga vrednostnih papirjev (*šp. Ley de Reforma del Mercado de Valores*), s katerim se ustanovijo Nacionalna komisija za trg vrednostnih papirjev (*šp. Comisión Nacional del Mercado de Valores*), družbe in agencije za vrednostne papirje ter uvedejo nove oblike poslovanja. To omogoči modernizacijo pomembnega dela finančnega sistema, ki bi bila potrebna že od leta 1962 naprej (od uvedbe Zakona o osnovah kreditne in bančne organizacije). Leta 1998 se ta zakon z reformo prilagodi direktivi EU o investicijskih storitvah (*šp. Directiva sobre Servicios de Inversión*).

Poleg tega zakona je bil leta 1988 sprejet Osnovni zakon o intervenciji in disciplini kreditnih enot, ki predstavlja prvo zakonodajo v Španiji, ki se na globalen način ukvarja z morebitnimi nezakonitostmi na področju kreditnih družb. Prinesel je tudi strukturno spremembo in zadolžil Banko Španije za glavni nadzorni organ vseh kreditnih ustanov. Istega leta je bilo izdanih nekaj pomembnih Kraljevih dekretov (*šp. Real Decreto*), ki so izenačili zahteve za ustanovitev bank med nacionalnimi in tujimi ustanovitelji ter omogočili odprtje podružnic bank in hranilnic na celotnem španskem teritoriju.

Leta 1991 in 1992 sta bila sprejeta še dva pomembna liberalizacijska ukrepa. Prvi je bil ustanovitev Bančne korporacije Španije (*šp. Corporación Bancaria de España*) imenovane tudi *Argentaria*, ki je delovala po tržnih načelih. Februarja 1992 se je sprostil pretok kapitala in uvedla normativa o koeficientu lastnih sredstev finančnih ustanov. Oba ukrepa sta predstavljala prilagoditev direktivam Evropske unije o svobodi gibanja kapitala ter o lastnih sredstvih in o stopnji solventnosti.

Proces reform je bil skoraj končan leta 2002, ko je bil sprejet Zakon o ukrepih za reformo finančnega sistema (*šp. Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero*), ki vključuje širok spekter različnih regulativ in zastavlja tri konkretne cilje, ki nadaljujejo prejšnjo linijo systemskega preoblikovanja:

- 1) Zagotovitev, da zakonski sistem ne bo predstavljal nepotrebnih ovir, ki bi pomenile slabost pred drugimi članicami. S tem namenom se sprejmejo merila za povečanje učinkovitosti in izboljšanje konkurenčnosti španske finančne industrije.
- 2) Povečanje konkurenčnosti in uporaba novih tehnologij ne sme ogroziti uporabnikov finančnih storitev. Izboljšanje zaščite uporabnikov.
- 3) Usmerjanje prihrankov v realno ekonomijo, ki je resnična gonilna sila rasti in ustvarjanja delovnih mest. V tem smislu se izboljšajo pogoji financiranja majhnih in srednje velikih podjetij, ki predstavljajo pomemben del španskega gospodarstva.

Poleg vseh osnovnih norm v obdobju 1986-2003 se pojavijo tudi dodatne dispozicije, ki imajo na splošno iste cilje kot prej omenjene norme. Če povzamem, so bili cilji: doseči enoten kapitalski trg in trg finančnih storitev v EU, fizična uvedba evra, vzpodbujati razvoj

informatijske družbe in tehnologije v finančnem sektorju in povečati usmeritev prihrankov v zasebni sektor.

2.2 Trenutna struktura

V tem poglavju bom podala globalni pogled na španski finančni sistem z institucionalnega vidika in njegovo sestavo konec leta 2003. Finančni sistem je dinamičen mehanizem, ki se nenehno razvija, zato je njegov aktualen opis le nekakšen posnetek kontinuirane projekcije, ki jo je potrebno poznati za razumevanje njegovega delovanja. Sistem je mogoče opazovati z dvojne perspektive, statične in dinamične, ki sem jo opisala v prejšnjem poglavju.

V španski finančni politiki ima največji vpliv vlada in sicer Ministrstvo za ekonomijo (*šp. Ministerio de Economía*), ki je odgovorno za vse vidike delovanja finančnih institucij. Svoje funkcije izvaja preko štirih izvršnih organov: Splošne direkcije za trgovino in investicije (*šp. Dirección General de Comercio e Inversiones*), Banke Španije (*šp. Banco de España*), Splošne direkcije za zavarovalništvo in pokojninske sklade (*šp. Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones*) in Nacionalne komisije za trg vrednostnih papirjev (*šp. Comisión Nacional del Mercado de Valores*).

Največja pooblastila, tako na področju institucij, kot na področju finančnih trgov, pripadajo Banki Španije in Nacionalni komisiji za trg vrednostnih papirjev. Banka Španije ima največjo moč, tako zaradi pomembnosti bančnih enot, ki jih ima pod svojim okriljem in obsegom sredstev, ki se kanalizirajo preko le-teh, kot tudi zaradi vloge, ki jo ima v okviru Evropskega sistema centralnih bank (*šp. el Sistema Europeo de Bancos Centrales*). Seveda je bila do decembra 1998 zadolžena za izvajanje monetarne politike, kar je od januarja 1999 v pristojnosti Evropske centralne banke. Na prvem mestu so od Banke Španije odvisne tako imenovane kreditne enote (*šp. las Entidades de Crédito*). Njihova skupna značilnost je, da v okviru svoje tipične dejavnosti zbirajo javna sredstva v obliki depozitov ali vrednostnih papirjev z obveznostjo njihove povrnitve, ki jih potem za svoj račun uporabljajo za kreditne in podobne operacije. V to kategorijo spadajo: institut uradnih kreditov (*šp. el Instituto de Crédito Oficial*), zasebne banke (španske in tuje, ki delujejo na ozemlju Španije), hranilnice (*šp. Cajas de Ahorro*) in španska konfederacija hranilnic (*šp. Confederación Española de Cajas de Ahorro*) ter kreditne kooperative (*šp. Cooperativas de Crédito*). Prav tako so od nje odvisne finančne kreditne ustanove (*šp. Establecimientos Financieros de Crédito*). V tej kategoriji se združujejo enote za financiranje, faktoring, leasing in hipotekarne kredite. Vsaka od teh enot lahko opravlja vse operacije, ki so dovoljene v tej skupini.

Splošna direkcija za trgovino in investicije deli z Banko Španije funkcijo kontrole nad menjavo. Splošna direkcija za zavarovalništvo in pokojninske sklade pa deluje na področju zavarovalništva in pokojninskih skladov.

Zadnji izvršni organ, ki ga je ustanovilo Ministrstvo za ekonomijo z Zakonom 24/1988 28. julija 1988 (*šp. la Ley 24/1988 de Reforma del Mercado de Valores*) je Nacionalna komisija za trg vrednostnih papirjev (*šp. Comisión Nacional del Mercado de Valores*), v nadaljevanju CNMV. Ustanovljena je bila kot javno-pravna enota, z lastno zakonodajo in javno-zasebnim značajem. Zadolžena je za nadzor nad trgom vrednostnih papirjev, prav tako sodeluje pri njegovi organizaciji in reformi. Poleg tega ta komisija skrbi za transparentnost tega trga, pravilno oblikovanje cen in zaščito vlagateljev. V njeni domeni je tudi svetovanje vladi in ministrstvu za ekonomijo. Od te komisije so odvisne Družbe in Agencije za vrednostne papirje, enote za združene investicije (družbe in skladi), tako premožninske kot nepremičninske, družbe za upravljanje in trgi vrednostnih papirjev (borze in drugi).

3 Trg kapitala v Španiji

Trg kapitala je del finančnega trga, kjer se trguje z dolgoročnimi finančnimi oblikami. Preko tega trga podjetja zbirajo sredstva za dolgoročno financiranje svojih investicij, država pa za dolgoročno financiranje javnega dolga. V ožjem pomenu se na trgu kapitala trguje z dolgoročnimi dolžniškimi in lastniškimi vrednostnimi papirji oziroma papirji s stalnim in spremenljivim donosom, ki jih izdajajo podjetja, banke in druge poslovne institucije, država, avtonomne skupnosti in posamezniki. To je ***dolgoročni trg vrednostnih papirjev ali odprti trg***, ki ga lahko razdelimo naprej na primarni in sekundarni trg. V širšem smislu kapitalski trg zajema še trg dolgoročnih posojil ali pogodbeni trg. Osredotočila se bom na dolgoročni trg vrednostnih papirjev, ki ga bom razčlenila na primarni in sekundarni trg ter nato natančno obravnavala borze vrednostnih papirjev in trgovanje na njih.

Trg vrednostnih papirjev je mehanizem, ki pripelje skupaj kupce in prodajalce nekega vrednostnega papirja. Kot del trga kapitala omogoča nastanek finančnih oblik in njihov prenos ter jim s tem zagotavlja likvidnost. Poleg tega trg vrednostnih papirjev omogoča racionalno alokacijo prihrankov preko zamenjave likvidnih sredstev v investicijska in obratno. Kupec in prodajalec vrednostnega papirja lahko v vsakem času uskladita nakup ali prodajo določenega vrednostnega papirja.

3.1 Primarni trg

Na primarnem trgu vrednostnih papirjev sodelujejo ***agenti***, ki so predvsem gospodinjstva in finančne institucije na strani ponudbe sredstev ter podjetja, javna administracija in finančne institucije na strani povpraševanja po sredstvih. Vendar pa lahko vsak od omenjenih agentov glede na svojo neto pozicijo (suficit ali deficit) deluje tako kot ponudnik ali kot povračevalec.

Področje emisije vrednostnih papirjev temelji na Zakonu o trgu vrednostnih papirjev in njegovi kasnejši reformi ter prilagoditvi direktivam Evropske unije. Preden je vrednostni papir izdan, je potrebno zadostiti določenim zahtevam komisije CNMV. Obvestiti jo je potrebno o izdaji vrednostnih papirjev. Izdajatelj mora priskrbeti vso potrebno dokumentacijo v zvezi z izdajo papirja, podati njegove karakteristike ter pravice in obveznosti, ki jih bo imel lastnik papirja. Predhodno ga je potrebno registrirati, preveriti revizijska in letna poročila izdajatelja ter izdati informativni prospekt o izdaji. Ko je izdana informativna brošura pri CNMV, ima izdajatelj mesec dni, da prične z vpisom vrednostnih papirjev.

Prodaja vrednostnih papirjev preko specializiranih posrednikov se izvaja na tri načine. V primeru *prodaje z zavarovanjem (šp. aseguroamiento)* posrednik neposredno izvede nakup prenosljivih vrednostnih papirjev od podjetja, ki jih je izdalo in se v zameno za provizijo, zaveže k nakupu vrednostnih papirjev, ki jih ne bi mogel prodati javnosti. Njegov dohodek je razlika med prihodki, ki jih doseže s prodajo papirjev in ceno, ki jo je plačal podjetju ter stroški operacije. Pri *komisijski prodaji* finančna ustanova deluje samo kot posrednik med podjetjem in javnostjo ter za prodane vrednostne papirje zaračunava provizijo. *Dogovor »stand by«* je prodaja za provizijo, pri kateri smo dolžni kupiti neprodane vrednostne papirje po posebni ceni.

Pri obravnavi *finančne aktive*, ki je predmet menjave, je treba poudariti, da so prenosni vrednostni papirji lahko v materialni obliki ali pa v nematerialni, ki je danes tudi bolj pogosta (nematerializacija vrednostnega papirja pomeni nadomestitev papirnatega nosilca pravic vrednostnih papirjev z elektronskim zapisom). Izdajajo jih lahko pravne osebe javnega ali zasebnega značaja.

3.1.1 Vrednostni papirji s stalnim donosom

Vrednostni papirji s stalnim donosom ali dolžniški vrednostni papirji so širok spekter prenosnih vrednostnih papirjev, ki jih izdajajo tako zasebna podjetja kot država in institucije javnega značaja. Z ekonomskega vidika predstavljajo posojilo, ki ga izdajatelj prejme od vlagatelja. Lastnik vrednostnega papirja ima ekonomske pravice, ne pa političnih (kot pri papirjih s spremenljivim donosom). Njegove temeljne pravice so tri:

- ob roku dospelja mu pripadajo dogovorjene obresti,
- pripada mu vračilo glavnice,
- ob morebitnem stečaju prednost pred družbeniki.

V nadaljevanju podajam opis glavnih vrednostnih papirjev s stalnim donosom na španskem trgu.

3.1.1.1 Javni dolg

To so vrednostni papirji, ki so jih izdale država, avtonomne skupnosti in drugi javni organi. V Španiji se vse državne izdaje vrednostnih papirjev s stalnim donosom poznajo pod imenom javni dolg (*šp. Deuda Pública*). **Zakladne menice** (*ang. Treasury Bills, šp. Letras del Tesoro*) so kratkoročni vrednostni papirji, ki jih izda država, njihova zapadlost je navadno od treh do največ osemnajst mesecev. Vedno so izdane z diskontom, kar pomeni, da ob nakupu plačamo manj od njene nominalne vrednosti in izključno v nematerializirani obliki.

Na španskem trgu obstajata dve vrsti državnih **obveznic** (*ang. bonds*). Razlika med obema vrstama je v njihovi ročnosti. T.i. **»Obligaciones«** so dolgoročni dolžniški vrednostni papirji z dospelostjo 10 let ali več, ki predstavljajo proporcionalne deleže neke izdaje obveznic in njihovim lastnikom dajejo pravico do izplačil obresti in glavnice ob roku dospelja oziroma roku zapadlosti. Podobni papirji so t.i. **»Bonos«**, le da so ti srednjeročni, z rokom dospelja od enega do treh let. Beseda »bono« se na trgu ponavadi uporablja kar za obe vrsti, prav zaradi podobnosti z angleško besedo »bond«, ki se nanaša tako na srednje kot na dolgoročne instrumente s stalnim donosom. Obveznice se med seboj razlikujejo po tem, ali se njihovim lastnikom izplača premija ali ne, ali imajo fiksne obresti, vnaprej določene spremenljive obresti, spremenljive obresti ali pa so brez kupona (ko se ne izplačujejo periodične obresti, ampak se akumulirajo in izplačajo ob roku dospelja obveznice skupaj z glavnico).

Avtonomne skupnosti in drugi javni organizmi izdajajo še t.i. blagajniške zapise (*ang. Notes, šp. Pagars*), kratkoročne vrednostne papirje s podobnimi karakteristikami kot zakladne menice. Obstaja še druga vrsta (komercialnih zapisov), ki je nekakšna zasebna verzija prejšnje vrste, le da teh ne izdaja država, ampak podjetja in finančne organizacije.

3.1.1.2 Zasebne izdaje

To so tisti vrednostni papirji s stalnim donosom, ki jih izdajajo podjetja zasebnega sektorja. Komercialni zapisi (*ang. Commercial Papers, šp. Pagars de empresa*) so vrednostni papirji izdani z diskontom. Njihov donos je razlika med nakupno ceno in nominalno vrednostjo papirja, prejeta na dan amortizacije. So kratkoročni, z zapadlostjo med 7 dni in 25 mesecev. Njihova prodaja se na primarnem trgu izvrši bodisi preko dražbe, kjer se jim tudi določi cena, ali pa preko neposrednega pogajanja med vlagateljem in finančno institucijo.

Obveznice zasebnega značaja so prav tako lahko dveh vrst, srednje- in dolgoročne. Njihove značilnosti so različne glede na izdajatelja in celo med različnimi izdajami istega podjetja. Te razlike so lahko datum zapadlosti, vrsta obrestne mere, periodičnost kuponov, cena izdaje in amortizacija, klavzule amortizacije in drugi pogoji izdaje. Obstajajo še

konvertibilne ali zamenljive obveznice. Lastnikom poleg običajnih pravic, ki jih imajo obveznice, dajejo možnost, da na vnaprej določene dneve in po vnaprej določenih cenah in pogojih zamenjajo svoje obveznice za delnice podjetja. Torej imajo možnost, da iz kreditodajalca postanejo delničarji podjetja. Konvertibilne se imenujejo v primeru, ko delnice, ki jih pridobimo, izhajajo iz povečanja kapitala družbe z novo izdanimi delnicami (*ang. capital increase, šp. ampliación de capital*). Zamenljive pa v primeru, ko so delnice podjetja že v obtoku.

3.1.2 Vrednostni papirji s spremenljivim donosom

Vrednostni papirji s spremenljivim donosom ali lastniški vrednostni papirji so tisti, ki predstavljajo določen delež v kapitalu (lastnih sredstvih) podjetja oziroma delniške družbe, ki je vrednostni papir izdalo. Donosnost delnic je odvisna od politike dividend podjetja in morebitnega povečanja cene delnic, torej kapitalskega dobička.

Za izdajatelja delnice ne pomenijo zadolževanje, pač pa način pridobivanja finančnih sredstev. Ko neko podjetje kotira na borzi, se z njihovimi delnicami trguje na trgu, njihovo ceno pa določijo kupci in prodajalci. Zmnožek med ceno delnice nekega podjetja in številom vseh delnic tega podjetja je enak borzni vrednosti ali tržni kapitalizaciji nekega podjetja. Ta vrednost je lahko koristen kriterij za določanje realne vrednosti podjetja. Cena delnic izraza pričakovanja vlagateljev glede bodočega poslovanja podjetij. Zato se borza smatra kot »barometer« ali »indikator« neke ekonomije.

Delnice (*ang. shares, šp. acciones*) dajejo svojim lastnikom določene pravice in obveznosti. Prva je pravica do dividende. Dividenda je del dobička delniške družbe, ki se izplača delničarjem. Na prvem mestu je dobiček podjetja namenjen nadomestitvi morebitnih izgub iz prejšnjih let ter plačilu pripadajočih davkov. Preostanek je namenjen rezervam in izplačilu dividend. Rezerve so del dobička, ki ga družba obdrži z namenom povečanja svoje ekonomske moči in financiranja predvidenih naložb z lastnimi viri. Znesek dividende je torej odvisen od rezultatov podjetja in njegove politike distribucije dobička, zato so delnice vrednostni papir s spremenljivim donosom. Vsak delničar ima pravico do likvidacijskega deleža družbe, če ta preneha obstajati. Delničar ima pravico do prodaje svojih delnic, v primeru da najde kupca. Kadar delnice kotirajo na borzi, je ta prenos načeloma zagotovljen, saj je ena od glavnih funkcij borze ravno omogočanje likvidnosti vrednostnim papirjem, ki na njej kotirajo. Pozitivna razlika med ceno prodaje in ceno po kateri so bile delnice kupljene, imenujemo kapitalski dobiček. Poleg tega ima delničar praviloma pravico do prednostnega nakupa delnic. Ko neka delniška družba poveča svoj kapital z novo izdajo delnic, imajo dotedanji delničarji prednostno pravico do nakupa teh delnic. V primeru da podjetje kotira na borzi, se ta pravica lahko tudi proda.

Vsi delničarji imajo pravico do glasovanja na splošni skupščini podjetja. To je zbor, ki ga imajo delničarji navadno enkrat letno, po potrebi večkrat, kjer sprejemajo glavne odločitve,

ki zadevajo podjetje. Vsi delničarji imajo pravico do glasu, vendar pa lahko dejansko na rezultate glasovanja pomembneje vplivajo samo delničarji z večjim številom delnic, zato se tisti delničarji, ki imajo manjše število delnic pogosto združujejo in družno glasujejo.

3.2 Sekundarni trg

Pravilno delovanje kapitalskega trga in posebno primarnega trga je v veliki meri odvisno od obstoja učinkovitega sekundarnega trga, ki omogoča likvidnost. V nasprotnem primeru bi emisijski trg deloval nestabilno in ne bi zagotavljal trajnega kapitala potrebnega za dolgoročno financiranje investicij. Zato je temeljna funkcija sekundarnega trga zagotavljanje likvidnosti že izdanim vrednostnim papirjem in s tem povečati njihovo vsesplošno sprejetje pri varčevalcih. Načeloma na izdajatelja vrednostnega papirja pogoji trgovanja in kotacija vrednostnih papirjev na trgu ne vplivajo, saj se na tem trgu izvaja nakup in prodaja, ki ne vpliva neposredno na realno investicijo, je pa to pomembno z vidika novih emisij in ugleda podjetij. Kako bo sprejeta nova izdaja vrednostnega papirja, je med drugim odvisno od rezultatov, ki jih dosegajo prejšnje izdaje, hkrati pa so ti rezultati pokazatelj situacije in pričakovanj glede poslovanja izdajateljskega podjetja.

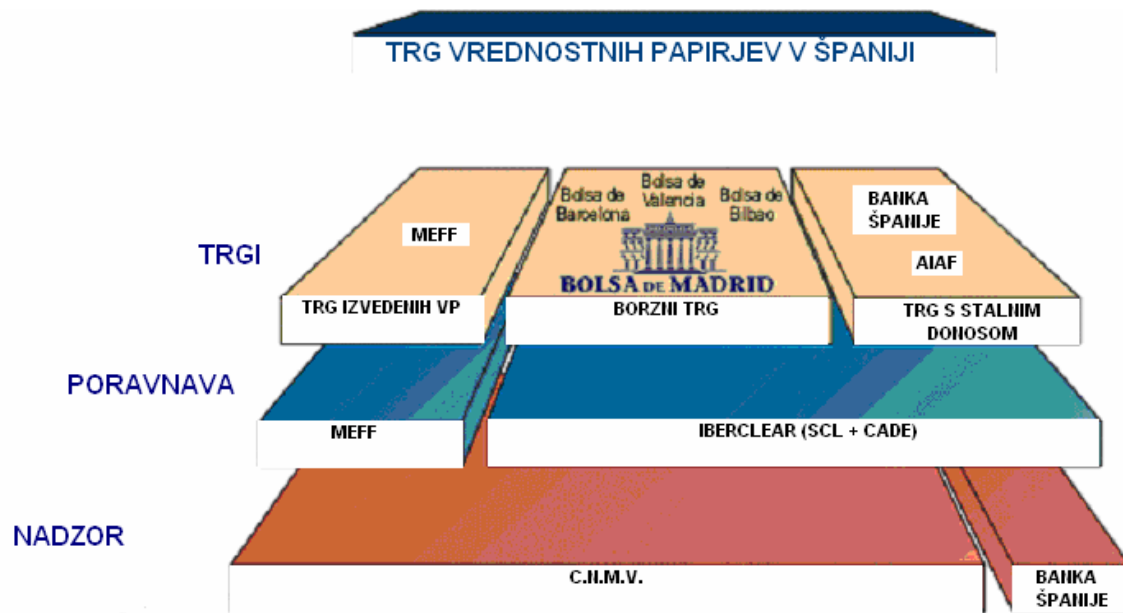
Glede na Zakon o trgu vrednostnih papirjev (LMV) je uradni sekundarni trg vrednostnih papirjev tisti, ki deluje kontinuirano, v skladu z določbami tega zakona in njegovimi razvojnimi normami, še posebej tistimi, ki se nanašajo na sprejem v trgovanje, operativne postopke in informacije. Nadzorni organi posameznega trga in Nacionalna komisija za trg vrednostnih papirjev skrbita, da trg deluje v skladu s temi normami¹. Na Sliki 2 je predstavljen španski trg vrednostnih papirjev s pripadajočimi sistemi poravnave ter nadzornimi organi.

Najbolj znan uradni sekundarni trg so prav gotovo *borze*. Na borzah v Španiji se trguje z delnicami, konvertibilnimi/zamenljivimi vrednostnimi papirji, s papirji s stalnim donosom (tako zasebnimi kot javnimi), z nakupnimi boni (*ang. warrants*) in certifikati.

Naslednji uradni sekundarni trg je trg javnega dolga (*šp. Deuda Pública Anotada*), kjer se trguje z obveznicami, blagajniškimi zapisi in dolžniškimi papirji, ki jih izdajo avtonomne skupnosti in drugi javni organi. S temi vrstami vrednostnih papirjev se trguje tudi na borzah preko posebnega sistema trgovanja. Z vrednostnimi papirji s stalnim donosom, ki jih izdajajo podjetja in zasebne institucije (razen zamenljivih, s katerimi se trguje izključno na borzah) ter z vpisanim javnim dolgom se trguje na trgu AIAF (*šp. Asociación de Intermediarios en Activos Financieros*). Ta trg je specializiran za trgovanje z velikimi količinami in je ponavadi namenjen institucionalnim investitorjem.

¹Vir: Bolsa de Madrid, 2004.

Slika 2: Trg vrednostnih papirjev



Vir: Bolsa de Madrid, 2004.

Trgovanje z opcijami in terminskimi vrednostnimi papirji poteka na trgu izvedenih finančnih instrumentov MEFF (*šp. Mercado Oficial de Futuros y Opciones Financieras en España*), ustanovljenem leta 1989. Ta trg nadzira in regulirata CNMV in Ministrstvo za ekonomijo. Kot edini trg v Španiji za trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti, katerih osnova ni finančne narave, in sicer je to olivno olje (trg opcij in terminskih papirjev na agrume je prenehal delovati), je trg terminskih papirjev na olivno olje (*šp. Mercado de Futuros del Aceite de Oliva*). Ta trg je začel s svojim trgovanjem januarja tega leta in ga upravlja rektorska družba, ki je sestavljena iz predstavnikov avtonomne vlade Andaluzije, različnih finančnih enot in podjetij iz sektorja oliv.

4 Borzni trg v Španiji

Borze vrednostnih papirjev (*ang. stock exchange, šp. bolsas de valores*) v Španiji so del uradnega sekundarnega trga in so namenjene izključno trgovanju z delnicami, konvertibilnimi vrednostnimi papirji ter nakupnimi boni. V praksi se izdajatelji papirjev s spremenljivim donosom obrnejo na borzo kot primarni trg, kjer formalizirajo svoje ponudbe o prodaji novih delnic. Prav tako se na borzi trguje z vrednostnimi papirji s stalnim donosom, tako z državnimi kot z zasebnimi.

V Španiji delujejo štiri borze vrednostnih papirjev, in sicer v Madridu, Barceloni, Bilbau in Valenciji. Vsako od njih upravlja rektorska družba (*šp. Sociedad Rectora*), ki je zakonsko urejena kot delniška družba, v njej pa imajo svoj delež tiste članice borze, ki to želijo ter tudi druge osebe. Te rektorske družbe usmerjajo borze in skrbijo, da njeni člani

izpolnjujejo zakonske normative. Družbo borz (*šp. Sociedad de Bolsas*) so ustanovile vse štiri borze in je odgovorna za tehnično upravljanje elektronskega sistema za trgovanje SIBE.

4.1 Zgodovinski razvoj borz v Španiji

Borze vrednostnih papirjev so relativno stare institucije, pojavile so se v 16. stoletju na Nizozemskem. V Španiji so letnice nastanka borz dosti novejše in sicer je prva nastala v Madridu leta 1831, sledile so borze v Bilbao (1890), Barceloni (1915) in najnovejša v Valenciji (1980). Na začetku se je na španskih borzah, posebej v Madridu, trgovalo samo z vrednostnimi papirji javnega dolga ter obveznicami, ki so bile izdane za financiranje cestne in železniške infrastrukture. Sčasoma pa se je pričelo trgovati tudi z vrednostnimi papirji, ki so jih izdajala podjetja in industrijske delniške družbe.

4.1.1 Razvoj do leta 1988

Od leta 1928 naprej so trgi dobili nov zagon z uvedbo Pravilnika madridske borze in pojavom širšega in manj omejenega spektra vrednostnih papirjev, kot je bil do takrat obstoječi. Taka situacija ostane bolj ali manj stabilna vse do državljanske vojne (1936-1939). Med vojno se poveča stopnja državnega intervencionizma v skladu s totalitarnim režimom, ki je bil takrat uveden. Organizacijsko so borze delovale v skladu s tem pravilnikom do leta 1967, ko je v veljavo stopil nov pravilnik. Borze so spadale pod okrilje Ministrstva za ekonomijo in zakladništvo (*šp. Ministerio de Economía y Hacienda*). Vsaka izmed njih je delovala neodvisno, s svojim pripadajočim kolegijem menjalniških in borznih agentov (*šp. Colegio de Agentes de Cambio y Bolsa*).

Te borze sledijo modelu latinskih in germanskih držav oziroma kontinentalnemu tipu. Kontinentalni tip je po načinu organiziranja dosti bolj zakonsko urejen in zaradi tega tudi bolj tog (manj tržno usmerjen). Če povzamem, so borze imele institucionalni značaj, kjer sta bili bolj pomembni zakonska varnost operacij in načelo javnega zaupanja, kot pa ekonomski in finančni vidiki. Cene so se določale neodvisno na vsaki posamezni borzi, kar je omogočalo arbitražo. Ta model je drugačen od anglosaksonskega, kjer so borze rezultat zasebnega združenja njenih članov in so izrazito podjetniško usmerjene (Štravs, 1995, str. 33).

4.1.2 Razvoj po letu 1988

Tekom zadnjih petnajstih let je španski trg vrednostnih papirjev na splošno ter še posebej borzni trg doživljal proces velikih reform in modernizacije. Podobno se je dogajalo tudi na sosednjih finančnih trgih, posebej tistih v Evropski uniji. Odločilni zagon španskega

finančnega trga –"big bang"² – je povzročil Zakon o trgu vrednostnih papirjev (šp. *Ley del Mercado de Valores - LMV*) iz 28. julija 1988, ki je stopil v veljavo natanko leto zatem. Ta zakon obravnava celoten trg vrednostnih papirjev, kljub temu pa so reforme, ki jih je prinesel, bolj intenzivno vplivale na borze. Tradicionalne strukture in organiziranost borz so bile popolnoma neprimerne za moderni razvoj finančnih trgov. Glavni motiv tega zakona je bil vzpostaviti primerne pogoje, ki bi ustrezali enotnemu evropskemu kapitalskemu trgu.

Med številnimi novostmi, ki jih je uvedel, so posebej pomembne naslednje (Ortega, 1998, str. 17):

- Ustanovitev Nacionalne komisije za trg vrednostnih papirjev (šp. *Comisión Nacional del Mercado de Valores - CNMV*).
- Zamenjava borznih in menjalniških agentov za agencije in družbe za vrednostne papirje.
- Uvedba načela o svobodi izdajanja vrednostnih papirjev brez predhodne odobritve.
- Postavitev minimalnih načel o obnašanju udeležencev na trgu vrednostnih papirjev.
- Preureditev borz v zasebne delniške družbe.
- Uvedba sistema medsebojne borzne povezave preko računalniške mreže.

Poleg tega so se s tem zakonom karakteristike španskega borznega trga poenotile s tistimi, ki jih imajo najbolj napredni sistemi v drugih razvitih državah. Namen je bil ohraniti konkurenčnost v vse bolj integriranem finančnem svetu ter privabiti investitorje in izdajatelje. Kljub temu to ne pomeni, da je omenjeni proces reform in razvoja borz zaključen (Ortega, 1998, str. 25). Španija deli skupni cilj z ostalimi članicami Evropske monetarne unije, in sicer enotni trg finančnih storitev. To integracijo je seveda zelo poenostavila uvedba evra, poleg tega pa nadaljujejo s sprejemanjem ukrepov potrebnih za nadaljno integracijo finančnih trgov. Tri najbolj pomembne iniciative, ki so bile sprejete na ravni EU so:

- Akcijski plan za finančne storitve (šp. *Plan de Acción para los Servicios Financieros - PASF*), ki ga je predstavila Evropska komisija 11. maja 1999. Njegov cilj je, da se (do) leta 2005 sprejmejo vsi ukrepi potrebni za konsolidacijo enotnega finančnega trga.
- Akcijski plan za tvegani kapital (šp. *Plan de Acción para el Capital-Riesgo - PACR*), ki sta ga odobrila Komisija in Svet leta 1998 z namenom spodbuditi te enote k investiranju v nefinančna podjetja, ki težje pridobijo kratko in dolgoročne kredite.
- Ustanovitev Skupine modrih (šp. *Grupo de Sabios*) za ugotavljanje situacije na trgu vrednostnih papirjev na področju EU ter predlaganje reform v zakonodajnih postopkih z namenom, da bi dosegli zakonodajo, ki je v skladu z dinamiko finančnih trgov. Poročilo te skupine, znano kot »poročilo Lamfalussy« (šp. *Informe Lamfalussy*), je potrebno dopolnilo Akcijskega plana za finančne storitve.

² Leta 1986 se je s sprejetjem *Financial Services Act*, preuredil britanski borzni trg. Ta proces je znan kot *Big Bang*.

V tem smislu se je reforma začeta leta 1989 nadaljevala, ko je leta 1998 v veljavo stopil zakon o reformi prej omenjenega zakona³, s katerim so bile uvedene nekatere direktive Evropske unije glede trga vrednostnih papirjev. Temu je leta 2002 sledil Zakon o ukrepih za reformo finančnega sistema⁴, katerega cilji so bili sprejetje ukrepov in uvedba instrumentov, ki bi vodili k večji učinkovitosti in boljši konkurenčnosti španske finančne industrije, povečanju zaščite uporabnikov finančnih storitev, izboljšanju dostopa do financiranja za majhna in srednje velika podjetja ter uvedba raznih direktiv EU v finančno zakonodajo. Poleg tega so v veljavo stopili tudi drugi zakoni s fiskalnega, administrativnega in socialnega področja ter zakon o delniških družbah, ki so v manjši ali večji meri vplivali na LMV. Cilj Zakona o delniških družbah (šp. *Ley de Sociedades Anónimas*) je bil utrditi preglednost delniških družb, ki kotirajo na borzah.

4.2 Aktualna struktura borznega trga

Organizacija in delovanje vsake od štirih borz (Madrid, Bilbao, Barcelona in Valencia) sta odvisni od pripadajoče rektorske družbe (šp. *Sociedad Rectora*). Poleg omenjenih borz se z uveljavitvijo zakona LMV ustanovi Družba za borze (šp. *Sociedad de Bolsas*), katere naloga je vodenje in administracija elektronskega sistema povezave med borzami (šp. *Sistema de Interconexión Bursátil Español – SIBE*), ki omogoča neposredno komunikacijo v realnem času med vsemi štirimi borzami.

Na španskem, kot tudi na celotnem evropskem finančnem trgu, je v zadnjih letih močno prisotna tendenca združevanja. Pomemben korak naprej je pomenila ustanovitev družbe Španske borze in trgi, holding trgov in finančnih sistemov, BME (šp. *Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A.*). Ustanovljena je bila 15. februarja 2002 in 27. septembra istega leta odobrena s strani Sveta ministrov ter pomeni odgovor španskega trga na novo globalno finančno okolje. V skupino BME so vključene vse štiri borze, trgi s stalnimi donosi AIAF (šp. *Asociación de Intermediarios de Activos Financieros de renta Fija*), trg opcij in terminskih pogodb MEFF, elektronska platforma za trgovanje z obveznicami španskega javnega dolga SENAF (šp. *Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros*) in centralna klirinško depotna družba Iberclear. Delničarji teh družb so svoje delnice zamenjali za delnice nove družbe. Cilj družbe je integracija vseh faz trgovanja na španskem sekundarnem trgu in s tem racionalizacija upravljanja in pridobitev ekonomij obsega. Med njenimi cilji je tudi vstop na borzo. Hkrati BME pomeni prilagoditev španskega trga na novo mednarodno finančno okolje, kjer vlagatelji, posredniki in podjetja zahtevajo vedno bolj pestro ponudbo storitev in produktov, pri tem pa tudi večjo varnost, preglednost, fleksibilnost ter konkurenčnost (BME, 2004).

³ Ley de Reforma del Mercado de Valores (Ley 37/1998).

⁴ Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (44/2002).

4.2.1 Člani borz

Člani borz so pravne osebe, ki lahko delujejo, torej kupujejo in prodajajo, neposredno na borzah. To so lahko družbe za vrednostne papirje (*šp. Sociedades de Valores*), agencije za vrednostne papirje (*šp. Agencias de Valores*), kreditne ustanove (*šp. Entidades de Credito*) in podjetja za investicijske storitve (*šp. Empresas de servicios de Inversión*) ter kreditne ustanove iz drugih držav, ki izpolnjujejo pogoje za delovanje v Španiji. Vse ostale fizične in pravne osebe, ki niso njene članice, morajo trgovati preko članov borze. Kreditne ustanove in družbe vrednostnih papirjev (*ang. dealers*) lahko kupujejo in prodajajo tako za lasten račun, kot tudi za tuj račun, medtem ko agencije za vrednostne papirje (*ang. brokers*) delujejo samo za tuj račun. Družbe za vrednostne papirje lahko delujejo tudi kot posebni borzni trgovci (*ang. market makers, šp. creadores de mercado*).

4.2.2 Iberclear

Za obračun, register in denarno poravnavo borznih operacij in operacij na trgih s stalnimi donosi v Španiji skrbi posebna družba, s komercialnim imenom Iberclear. Ta družba, ustanovljena 1. aprila 2003, je rezultat združitve servisa za prenos denarja in lastništva vrednostnih papirjev (*šp. Servicio de Compensación y Liquidación de Valores – SCLV*) in centralnega registra Banke Španije (*šp. Central de Anotaciones del Banco de España - CADE*). Temelj za ustanovitev te družbe je bil postavljen leta 2000, ko sta Banka Španije in SCLV ustanovili Razvojno družbo za upravljanje s španskimi sistemi za prenos denarja in lastništva (*šp. Promotora para la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Liquidación Españoles, S.A.*). Septembra 2003 je Banka Španije svoj delež v tej družbi zamenjala za 9,78% delež pri družbenem kapitalu holdinga španskih borz in trgov (*Bolsas y Mercados Españoles – BME*). Po Zakonu o ukrepih za reformo finančnega sistema (*Ley 44/2002*) se Iberclear imenuje Družba sistemov oziroma s polnim imenom Družba za upravljanje sistemov za obračun, register in denarno poravnavo (*šp. Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores*).

Iberclear je delniška družba, katere glavni delničar je madridska borza, delež v njenem kapitalu pa imajo tudi ostale španske borze ter družbe in agencije za vrednostne papirje in borzo. Pred njeno ustanovitvijo je imel na področju borznih operacij in operacij na trgu AIAF s stalnim donosom to funkcijo SCLV, na trgu javnega dolga pa CADE. Poravnava borznih operacij mora biti izvršena v roku 3. delovnih dni po sklenitvi posla. Ta družba deluje v skladu z mednarodnimi standardi, ki zmanjšujejo tveganje in povečujejo učinkovitost sistemov registracije, obračuna in poravnave⁵.

⁵ Vir: URL <http://www.cnmv.es/inversores/esp/index.htm>, 2004.

4.2.3 Nadzorni organi trga vrednostnih papirjev

Zakon o trgu vrednostnih papirjev nalogo nadzora nad trgom vrednostnih papirjev daje že prej omenjeni Nacionalni komisiji za trg vrednostnih papirjev CNMV, ki med drugim skrbi za preglednost trga in pravilno oblikovanje cen. Ta komisija nadzoruje aktivnosti fizičnih in pravnih oseb v zvezi s trgovanjem s papirji in po zakonu lahko izvaja sankcije. Med njenimi najpomembnejšimi aktivnostmi je tudi odobritev in registracija novih izdaj, sprejem finančnih in drugih pomembnih informacij o finančnih ustanovah, vzdrževanje uradnega registra posrednikov, itd. Na trgu javnega dolga pa je za nadzor odgovorna neposredno Banka Španije.

Na ravni Evropske unije obstajata dva komiteja na različnih ravneh, ki skrbita za nadzor nad trgom vrednostnih papirjev (Ribas, 2003, str. 6). Evropski komite za trg prenosnih vrednostnih papirjev (*ang. European Securities Committee – ESC*) svetuje evropski komisiji o vodenju in izpeljavi norm trga vrednostnih papirjev. Sestavljajo ga predstavniki držav članic. Evropski komite regulatorjev trga vrednostnih papirjev (*ang. Committee of European Securities Regulators –CESR*) sestavljajo predstavniki nacionalnih nadzornikov trga vrednostnih papirjev, npr. ekvivalentnih CNMV v Španiji. Njegova glavna funkcija je svetovanje Evropski komisiji glede tehničnega vidika ukrepov na trgu vrednostnih papirjev, ki jih je pred tem predstavil ESC. Ustanovitev teh dveh komitejev predstavlja korak proti ustanovitvi enotnega nadzornega organizma evropskih finančnih trgov. V ZDA je tak nadzorni organizem nad finančnimi trgi Securities and Exchange Commission (SEC). Mednarodna povezava med organi nadzora nad finančnimi trgi pa ima osrčje v Mednarodni organizaciji komisij za trge vrednostnih papirjev (*ang. International Organization of Securities Commissions - IOSCO*).

5 Sistemi trgovanja na borzah

5.1 Splošno o sistemih trgovanja

Na kateremkoli trgu vrednostnih papirjev lahko opazimo različne »tehnične elemente« oziroma sisteme trgovanja ter sisteme za poravnavo operacij. Sistemi trgovanja so tisti mehanizmi, ki vodijo k zbližanju ponudbe in povpraševanja, fiksiranju cen ter končno k izvršitvi operacij. V teoriji sistemi trgovanja ne bi smeli vplivati na ceno, saj naj bi bila ta matematični rezultat ponudbe in povpraševanja, ki obstajata na trgu (Mascareñas, 1996, str. 137). Vendar pa v praksi specifični mehanizmi trgovanja in poravnave, kot tudi sama organizacija delovanja posrednikov, vplivajo na cene. Tako je lahko sama struktura trga determinanta cen (Marín, 2001, str. 571). Ti razlogi dajejo sistemom trgovanja večjo relevantnost, kot naj bi jim v teoriji pripadala, zato je, posebej za vlagatelje in trgovce, pomembno, da jih preučijo in razumejo.

Na sodobnih sekundarnih trgih obstaja vrsta različnih sistemov trgovanja z vrednostnimi papirji, ki po različnih poteh in postopkih pripeljejo do cen in borznih kotacij (Martín, 1999, str. 98). Operacije, ki se v širšem smislu štejejo za borzne, lahko glede na to, kako se izvajajo, ločimo na *navadne* in *posebne* operacije.

Navadne borzne operacije so tiste, ki se izvajajo preko trgovskih sistemov z interakcijo med ponudbo in povpraševanjem ter vodijo do vzpostavitve cen in uradnih borznih kotacij. Lahko so gotovinske ali kreditne (Rodríguez et al., 2003, str. 498). Navadne gotovinske operacije so tiste, katerih poravnava je izvršena takoj ali v zelo kratkem roku, v Španiji velja T+3 (v največ treh delovnih dneh po sklenitvi posla). Navadne kreditne borzne operacije pa so tiste, kjer določeni organ dodeli bodisi kredit v denarju (namenjen izključno nakupu vrednostnih papirjev), bodisi kredit v vrednostnih papirjih (z namenom, da se prodajo). V obeh primerih v nekem omejenem času. Trgovanje na kredit omogoča vsakemu investitorju izvajati naročila za nakup v sklopu svojih zmožnosti, ali pa izvajati prodajne operacije, ne da bi že posedoval ta vrednostni papir.

Posebne borzne operacije so tiste, ki se izvajajo »ob robu« navadnih sistemov trgovanja, v različnih urnikih in so naknadno sporočene trgu. V tem primeru borza ne nastopa kot mehanizem, ki bi združeval ponudbo, povpraševanje, pogajanje in fiksiranje cen. Iz tega sledi, da ta tip operacij ne vpliva na vzpostavljanje borznih cen, kljub temu pa ponavadi vzamejo za referenco oziroma izvršilno ceno kar borzno ceno ali ceno, ki je le-tej blizu (Mascareñas, 1996, str. 132). Med te borzne operacije štejemo npr. aplikacije, ki se izvajajo takrat, ko nek posrednik, bodisi za tuj račun bodisi za svoj račun, združi dva naročila, eno za nakup, drugo za prodajo, ki sta lahko medsebojno neposredno izvršena in ni potrebno iskati kompenzacije na trgu. Da se neka operacija zakonsko kvalificira kot borzna, je nujno potrebna intervencija člana trga.

Osredotočila se bom na jedro borznega trgovanja, to je na navadne operacije. Glede na funkcijo časa v povezavi s povpraševanjem in ponudbo ločimo med dvema sistemoma trgovanja: *centraliziranim* in *decentraliziram* (Sánchez, 2001, str. 304). Druga klasifikacija, ki jo dopolnjuje, pa loči trgovanje, ki ga usmerjajo *naročila* (ang. *order driven*) in tisto, ki ga usmerjajo *cene* (ang. *quote driven*). V prvem primeru najprej pridejo na trg naročila, ki potem preko primernih »parčkanj« pripeljejo do končne cene. Primer te oblike trgovanja najdemo na španskem kontinuiranem trgu. V drugem primeru se vse operacije izvajajo preko vzdrževalcev trga (ang. *market makers*), ki morajo v vsakem trenutku ponuditi nakupne in prodajne cene in prav te cene so tiste, ki spodbudijo nakupna in prodajna naročila. Primer cenovno vodenega je severnoameriška elektronska borza Nasdaq in trgovanje, ki se je do leta 1997⁶ uporabljalo na londonski borzi preko avtomatiziranega trgovalnega sistema (ang. *Stock Exchange Automated Quotations - SEAQ*).

⁶ Tega leta so sistem zamenjali za SETS (»Stock Exchange Trading Services«), ki je sistem, ki ga usmerjajo naročila.

Vsak sistem trgovanja predstavlja različne karakteristike, naj poudarim fiksiranje enotnih ali številnih cen, zmožnost reagiranja vlagateljev na dnevne spremembe, ustvarjanje in posredovanje informacij. Sledi kratek opis omenjenih pogajalskih sistemov.

5.1.1 Centralizirani sistemi

V centraliziranih sistemih je cena rezultat simultane primerjave naročil, ki jih prejmejo trgovci. Ti sistemi ponavadi zahtevajo fizično prisotnost trgovca na določenem prostoru oziroma na »borznem parketu« (*ang. floor, šp. parqueté*), kjer se na borznih sestankih odvija trgovanje z vrednostnimi papirji. Lahko se izvaja na dva načina: »v živo« ali preko avtomatiziranih postopkov.

5.1.1.1 Trgovanje »v živo«

Trgovanje »v živo« (*ang. open outcry, šp. corros*) oziroma na borznih sestankih je bilo tradicionalen sistem trgovanja od začetkov delovanja borze. Za trgovanje je potrebna fizična prisotnost borznih posrednikov na določenem mestu na parketu, t.i. tradicionalni krogi, kjer v živo poteka trgovanje. Značilnosti tega načina trgovanja omogočajo trgu, da se zelo približa popolni konkurenci. Obstaja množica sodelujočih, ki se lahko svobodno priključijo trgovanju, v vsakem trenutku poznajo situacijo in temu primerno delujejo. Nemogoče je, da bi en sam trgovec vsilil lastne pogoje in odločitve. Poleg tega je predmet trgovanja homogen (Moral, 2000, str. 425). Velja splošno pravilo, da noben udeleženec na trgu ne more postaviti ceno ponudbe višje od ostalih že določenih cen, niti ceno povpraševanja nižje od že postavljene. S tem je dosežen cenovni pas prilagojen pozicijam, ki bi se lahko ustvarile med borznim sestankom. In ker noben trgovec ne razkrije popolnoma svoje pozicije, ampak samo del le-te, se s ponudbo in povpraševanjem, ki sledi, doseže optimalna cena, to je cena, pri kateri se sklene največji posel. Pri opisanem postopku trgovanja se ne vzpostavi enotna cena, ampak se tekom borznega sestanka vzpostavijo številne kotacije.

5.1.1.2 Avtomatizirano trgovanje

Značilnost centraliziranih avtomatiziranih sistemov trgovanja je avtomatičen proces določanja cen preko analize in klasifikacije naročil o nakupu in prodaji, ki jih sprejmejo v določenem časovnem intervalu vzpostavljenem za vsak vrednostni papir (Sánchez, 2001, str. 306). Glavna razlika med tem in prej omenjenim sistemom je (poleg tega, da se ne trguje na borznih sestankih in da trgovci ne poznajo pozicij ostalih udeležencev), da se doseže enotna cena za vsak vrednostni papir, saj se vsa naročila sprejmejo in obdelajo istočasno.

5.1.2 Decentralizirani sistemi

Glavna značilnost teh sistemov je, da se operacije izvajajo na daljavo, preko informacijske tehnologije, s kasnejšo potrditvijo s strani Borze in v skladu z borznimi pravili o trgovanju z vrednostnimi papirji. Sistem omogoča tako izvajanje velikih operacij nakupov in prodaje kot tudi majhnih transakcij. Operacije se lahko izvajajo kontinuirano in niso podvržene klasičnemu strogemu urniku borz. V Španiji se na primer na borznih sestankih trguje od 10. do 12. ure dopoldne v 10-minutnih krogih. V teh sistemih ne obstaja simultano obravnavanje naročil, niti se ne doseže enotna cena. V decentraliziranih sistemih pa trgovci poročajo svoje zaporedne pozicije preko centralnega borznega organa in na daljavo zaključijo svoje operacije, če jim ponujene cene ustrezajo. Tako lahko borze delujejo neprekinjeno. To je tudi vodilni sistem na vseh svetovnih borzah. Primeri decentraliziranih kontinuiranih trgov so Londonska, Frankfurtška, Pariška borza (primeri trgov, ki jih usmerjajo naročila) in severnoameriški NASDAQ (ta trg usmerjajo cene). Primer kontinuiranega ampak centraliziranega trga je deloma tudi newyorška borza (NYSE).

5.2 Sistemi trgovanja na španskih borzah

Do konca osemdesetih let se je v Španiji trgovalo samo na borznih sestankih. Leta 1989, nekaj mesecev preden je v veljavo stopil Zakon o trgu vrednostnih papirjev (LMV), so španske borze vpeljale kontinuirani sistem trgovanja preko računalnikov, ki je omogočil povezavo med vsemi štirimi borzami (Madrid, Barcelona, Bilbao in Valencia). Danes se trgovanje v tej državi izvaja preko obeh sistemov, in sicer preko tradicionalnega ter preko sistema medsebojne borzne povezave (SIBE). Najprej bom opisala trgovanje na borznih sestankih in način trgovanja z delnicami preko borznih sestankov. Trgovanju preko elektronskega sistema bom posvetila posebno poglavje.

5.2.1 Trgovanje na borznih sestankih

Ta sistem je bil do leta 1989 edini in tradicionalni način trgovanja z vrednostnimi papirji na španskih borzah. Kot sem že prej omenila, je pri tem trgovanju potrebna fizična prisotnost trgovcev na določenem kraju oziroma parketu. Tam si preko sistema dvojne dražbe ponudniki in povpraševalci lahko izmenjujejo pozicije, nek povpraševalec se lahko spremeni v ponudnika in obratno. Pri tem tipu avkcij vsak agent ali trgovec zavpije svojo ponudbo ali zahtevo z besedami »dam« ali »vzamem« in nakaže vrednost, količino in ceno, ki jo želi. Ko enkrat pokaže svojo ponudbo ali zahtevo, je ta za njega obvezujoča in če drugega agenta zanima, se operacija takoj izvrši. Kupec izreče »dajte« in prodajalec »storjeno«. Lahko se zgodi tudi, da na koncu borznega sestanka ostanejo ponudbe ali zahteve, ki se jih ni obravnavalo. Če pride do te situacije, je možno od zaključka borznega sestanka do začetka naslednjega zaključiti nove operacije po prej registriranih cenah, seveda le v primeru, ko obstaja nasprotna stranka. Čas trgovanja se razdeli na deset

minutne sestanke za vsak vrednostni papir, ki potekajo na vnaprej določenem prostoru na parketu.

Tabela 1: Promet z delnicami na borznih sestankih v milijonih evrov

	Madrid	Barcelona	Bilbao	Valencia	Skupaj na borznih sestankih*	Skupni Promet**
1998	2.291,0	475,9	176,3	215,0	3.158,2	261.092,6
1999	2.003,1	885,1	170,2	244,0	3.302,4	289.353,9
2000	2.062,4	695,1	259,9	364,7	3.382,2	492.301,7
2001	2.469,9	660,2	296,7	245,6	3.672,1	444.301,8
2002	3.235,3	948,6	297,8	485,5	4.967,3	444.935,5

*Skupni promet z delnicami na borznih sestankih vseh štirih borz.

**Skupni promet z delnicami preko trgovanja na borznih sestankih in v elektronskem sistemu.

Vir: CNMV, 2002.

Število družb, ki kotirajo na tem trgu, je naraščalo leto za letom, trenutno na tem trgu kotira več kot 1700 podjetij. Kljub temu pa promet z delnicami na borznih sestankih predstavlja samo 1% celotnega prometa z delnicami. Nasprotno pa je s papirji s stalnim donosom, katerih trgovanje je koncentrirano predvsem na borznih sestankih v Barceloni, Bilbao in Valenciji, kjer se trguje z instrumenti javnega dolga, ki jih izdajo avtonomne skupnosti. Leta 2003 je volumen trgovanja s temi instrumenti, ki so jih izdale avtonomne skupnosti Katalonije, Baskovske države, Valencije, Andaluzije in Kanarskih otokov, znašal 68.710,3 milijonov evrov oziroma 98 % celotnega trgovanja s temi instrumenti.

5.2.1.1 Značilnosti trgovanja za instrumente s spremenljivim donosom na borznih sestankih

Na Madridski borzi so te značilnosti naslednje (Bolsa de Madrid, 2004):

- **Trajanje:** trgovanje poteka od ponedeljka do petka od 10:00 do 12:00 dopoldne, v deset minutnih krogih za podjetja istega sektorja.
- **Spremembe:** se od 4. januarja 1999 dalje izražajo v evrih. Pred tem, konkretno od 3. januarja 1998 do 3. januarja 1999, so se izražale v pezetah, še pred tem pa v točkah (*ang. points, šp. enteros*), ki so predstavljale 1% nominalne vrednosti.
- **Variacije kotacij:** minimalna sprememba cen je en evro cent, maksimalna dovoljena na prvem borznem sestanku 10% glede na prejšnjo doseženo ceno, s tem

da se lahko poveča na dodatnih 10% v naslednjem krogu. To pomeni, da kadar v enem krogu obstaja ponudba ali povpraševanje po nekem papirju, ki povzroči spremembo njegove cene za več kot 10%, posreduje nadzorni oddelek in za najmanj 30 minut prekine trgovanje s tem papirjem. Ko prekinitev preneha, se odpre nov krog v katerem bo maksimalna dovoljena variacija cene za ta papir 20%.

- **Minimum za trgovanje:** število vrednostnih papirjev, s katerimi je potrebno trgovati, da pride do spremembe glede na prejšnjo pozicijo, pa naj bo ob odprtju ali med trajanjem sestanka, mora biti enako ali večje od 100 in mora imeti minimalno €1200 efektivne vrednosti.
- **Obešanje trga** (*ang. market bottleneck, šp. estrangulamiento de mercado*): ko se ne da povzročiti spremembe zaradi obstoja izredne ponudbe ali povpraševanja, morajo člani trga predstaviti poročila, v katerih, neodvisno drug od drugega, izrazijo katere nakupe in prodaje nameravajo skleniti. Te pozicije so potem obvezujoče do trenutka, ko so objavljeni rezultati izračunov službe za trgovanje. Te upoštevajo mejne spremembe v cenah in odobrijo veljavnost spremembe, če nova cena pokriva najmanj 20% najvišje znane pozicije.
- **Obvezujoče pozicije:** da lahko nek borzni član dokaže svojo nakupno ali prodajno pozicijo pri nekem vrednostnem papirju in da je ta pozicija zanj obvezujoča do ure pred začetkom naslednjega sestanka, jo mora pisno predstaviti oddelku za nadzor. Pisno mora izraziti vrsto vrednostnega papirja, količino, ki jo ponuja ali po njej povprašuje in po katerem tečaju. Tisti člani, ki se zanimajo za ponudbo ali povpraševanje objavljeno na oglasnih deskah parketa, se morajo obrniti na oddelek za nadzor, ki nato izvede operacije po vrsti, kot so bila sprejeta naročila.
- **Posebne operacije:** to so operacije, ki so izvedene izven časa, ko poteka trgovanje. Izvedejo se preko aplikacij med člani, njihova cena ni uradna cena, ampak dogovorjena in mora ustrezati naslednjim zahtevam:
 - ✓ **Cenovna zahteva:** operacijo je potrebno sporočiti le, če cena ne presega za več kot 5 odstotkov zadnjega enotnega tečaja ali tehtanega povprečja prejšnjega sestanka.
 - ✓ **Zahteva o vnaprejšnjem pokritju obvezujočih pozicij:** v nekaterih primerih najmanj 20% in v drugih celotno ceno.
 - ✓ **Zahteva o minimalnem vplačilu:** vplačilo za operacijo mora biti višje od 120.000 ali 300.000 evrov in višje od 20% ali 40% dnevnega povprečja sklenjenih poslov v zadnjem sklenjenem trimesečju.
 - ✓ **Zahteva o poročilu:** vse operacije morajo biti sporočene oddelku za nadzor.
 - ✓ **Razumske odločitve:** neko operacijo lahko zaključijo neposredno nečlani borze, nujno mora posredovati nekdo, ki je član borze.

6 Elektronski sistem trgovanja SIBE 2000

Sistem elektronske povezave med borzami (*šp. Sistema de Interconexión Bursátil Español - SIBE*) je sistem računalniško podprtega trgovanja na nacionalnem področju. Poleg tega,

da omogoča neprekinjeno trgovanje in da lahko borzni agentje izvajajo posle na daljavo, sistem nudi informacije o aktivnosti in tendencah vsakega vrednostnega papirja v realnem času. Ta sistem je zasnovan na treh načelih (Nieto, 1993, str. 571):

- **Transparentnost:** v času trgovanja so investitorju zagotovljene vse informacije.
- **Enakost:** vsi borzni agentje imajo enake možnosti dostopa do sistema, ne glede na to kje se nahajajo.
- **Enoten trg:** na področju države se doseže enotna cena.

Kontinuirani trg v Španiji je pričel obratovati nekaj mesecev preden je v veljavo stopil Zakon o trgu vrednostnih papirjev LMV, natančneje 24. aprila 1989. Uvodni proces se je začel leta 1988, ko je madridska borza pridobila in začela uporabljati sistem kontinuiranega in povezanega trgovanja imenovanega CATS (*ang. Computer Assisted Trading System*), ki ga je leta 1977 razvila borza v Torontu. Proces se je nadaljeval marca 1989 z ustanovitvijo delniške družbe kontinuiranega trga (*šp. Mercado Continuo, S.A.*), v kateri so sodelovali sindikalni odbori združenj borznih agentov in vse štiri borze. Naknadno je Ministrstvo za ekonomijo in zakladnico (*šp. Ministerio de Economía y Hacienda*) pooblastilo sindikalne odbore za uvedbo tega sistema trgovanja v zakonski okvir LMV.

To platformo je 2. novembra 1995 nadomestil španski sistem medsebojne borzne povezave SIBE. Glavni razlog za zamenjavo so bili tehnični problemi sistema CATS, ki so se pojavljali predvsem v primerih obsežnega trgovanja. Novi sistem, ki ga je razvila madridska borza primarno za trgovanje z vrednostnimi papirji s stalnim donosom, je pomenil vrsto izboljšav: boljša informatizacija posebnih operacij, povečanje kapacitet sistema za sprejemanje naročil, izboljšani nadzor in več informacij o stanju na trgu (CNMV, 1996, str. 111). Na ta način je SIBE postal sodobna platforma trgovanja, ki na neposreden način in v realnem času povezuje trgovanje na vseh španskih borzah. Ustvari se enotni tečaj in enotni register za posamezen vrednostni papir, poveča se likvidnost in globina trga. To je trg, ki ga vodijo naročila in ki poleg tega, da ponuja informacije v realnem času, omogoča borznim agentom vseh štirih borz, da svoja naročila podajo na isti centralni računalnik in da se ta avtomatično izvršijo, če na trgu obstaja nasprotna stranka.

Za upravljanje s tem sistemom je, kot je podano v 50. členu LMV, zadolžena Družba za borze (*šp. Sociedad de Bolsas*), ki je bila ustanovljena leta 1990 in jo sestavljajo v enakih deležih Rektorske družbe (*šp. Sociedad Rectora*) vseh štirih španskih borz. Med funkcijami, ki jih imajo te družbe kot rektorski organizmi, jim pripadajo upravljanje in organizacija trgovanja ter aktivnosti, ki iz tega izhajajo, njihov nadzor, organizacija njihovih storitev in lastništvo nad sredstvi potrebnimi za obratovanje. Uvedba kontinuiranega trga je s sabo prinesla pomembne novosti v zvezi s sistemom trgovanja:

- **Enoten borzni trg.** Za vrednostne papirje, s katerimi se trguje v sistemu, prenehajo veljati množice tečajev oziroma drugačen tečaj na vsaki od borz. Ni več arbitraže med

borzami na nacionalni ravni, ki je prej obstajala. Čeprav se cene tekom sestanka spreminjajo, se s kontinuiranim trgom doseže enotni tečaj za vsak vrednostni papir.

- **Daljši čas trgovanja.** V nasprotju z omejenim časom trgovanja na borznih sestankih je trgovanje na kontinuiranem trgu znatno daljši, tako za posrednike, kot za vlagatelje. Prav tako je večji dnevni promet in operativne možnosti vlagateljev, saj lahko med enim sestankom izdajo več naročil za isti papir, kar izboljša likvidnost trga in promet na borzah.
- **Več informacij.** Z uvedbo tega sistema borzni agenti in investitorji prejemajo informacije o aktivnostih na trgu v realnem času.

Od svojih začetkov leta 1989 do danes je španski kontinuirani trg doživel intenzivne spremembe. Najnovejše med njimi, od 1. junija 2000 dalje, so posledica prilagajanj novemu evropskemu finančnemu okolju, zaznamovanemu z naraščajočim procesom globalizacije in velikimi tehnološkimi napredki. V tem smislu je madridska borza izpolnila dogovore, ki jih je sprejelo osem članic Evropske zveze borz (*šp. Alianza Europea de Bolsas*).⁷ Izvedla je proces harmonizacije in prilagoditve sistema SIBE potrebam trga. Leta se je izvajal progresivno tekom treh faz (kratkoročne, srednjeročne in dolgoročne), katerih vrh je bila ustanovitev novega tržnega modela SIBE 2000.

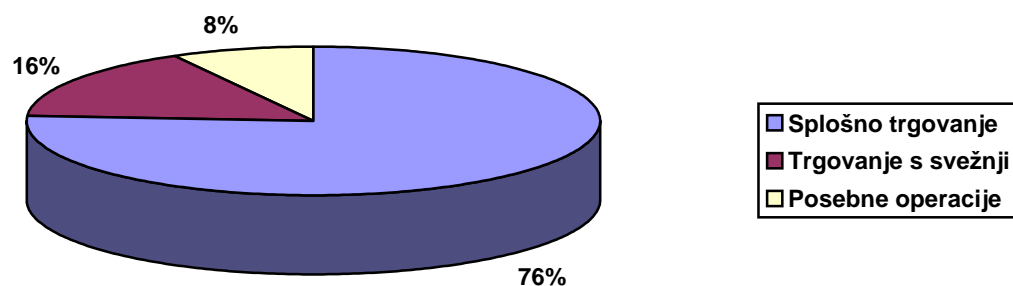
Preko sistema SIBE se trguje z delnicami, instrumenti s stalnim donosom, nakupnimi boni (*ang. warrants*) in drugimi vrednostnimi papirji. Obstajajo trije moduli za izvedbo trgovanja s temi finančnimi instrumenti: kontinuirani trg za instrumente s spremenljivim donosom, elektronski trg za instrumente s stalnim donosom ter segment trgovanja z nakupnimi boni, certifikati in drugimi produkti. Kontinuirani trg za instrumente s spremenljivim donosom je leta 2003 predstavljal kar 99% vsega trgovanja preko sistema SIBE, njegov promet je znašal 494.346 milijonov evrov. Zaradi pomembnosti tega trga, se bom v nadaljevanju posvetila njegovi bolj podrobni analizi.

6.1 Kontinuirani trg delnic

V sistemu SIBE se trenutno trguje s 172 delnicami. Na kontinuiranem trgu delnic obstajajo različne oblike trgovanja: *splošno, trgovanje s svežnji in posebne operacije*. Slika 3 prikazuje deleže, ki so jih leta 2003 imele posamezne oblike trgovanja v celotnem prometu na kontinuiranem trgu delnic.

⁷ Članice te zveze so: amsterdamska, bruseljska, pariška, londonska, švicarska, italijanska, nemška in madridska borza.

Slika 3: Delež posamezne oblike trgovanja v celotnem prometu leta 2003

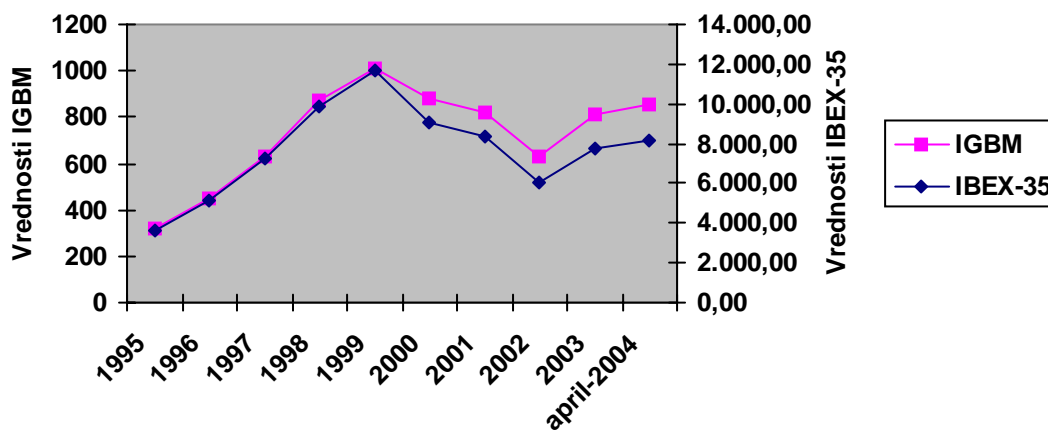


Vir: BME, 2004

Pri *splošnem trgovanju* obstajajo različni tržni segmenti, s specifičnimi mehanizmi trgovanja, ki upoštevajo posebnosti nekaterih vrednostnih papirjev.

Glavni segment, v katerem se trguje z najbolj likvidnimi papirji od 9. do 17.30 ure. Leta 2003 je promet v tem segmentu predstavljal 96% skupnega prometa celotnega splošnega trgovanja in 76% celotnega prometa na kontinuiranem trgu delnic. Najbolj relevanten indikator stanja na španskem borznem trgu je madridski indeks IGBM (*šp. Índice General de la Bolsa de Madrid- IGBM*). Sestavljen je iz delnic, ki najbolj reprezentativno odsevajo stanje na trgu, zato se njegova sestava posodobi vsako leto. Letos IGBM sestavlja 116 delnic, s katerimi se največ trguje, imajo največjo tržno kapitalizacijo in so najbolj likvidne. Naslednji reprezentativen indeks na španski borzi je IBEX-35, ki je sestavljen iz 35-ih najbolj likvidnih delnic, s katerimi se trguje v sistemu SIBE. Nanj se glasi več izvedenih finančnih instrumentov. Slika 4 prikazuje gibanje vrednosti obeh indeksov od leta 1995 do aprila 2004. Bazna vrednost IGBM leta 1985 je bila 100, bazna vrednost indeksa IBEX-35 leta 1989 pa je bila 3000.

Slika 4: Gibanje indeksov IGBM in IBEX-35



Vir: FESE, april 2004.

Segment Novi trg (šp. *Nuevo Mercado*) je bil ustvarjen decembra leta 1999 in je začel s svojim delovanjem aprila leta 2000. Namenjen je trgovanju z delnicami podjetij iz sektorja visoke tehnologije, ki predstavlja veliko možnost rasti. Podjetja v tem sektorju so podvržena velikim tveganjem in negotovostim, zato je tudi trgovanje z delnicami teh podjetij drugačno od običajnega, saj so te bolj fleksibilne. Izdajatelji teh vrednostnih papirjev se lahko sporazumejo s člani trga in računajo na pomoč »specialistov«, ki skrbijo za večjo likvidnost teh papirjev. Trgovanje poteka od 9. do 17.30 ure. Promet v tem segmentu je leta 2003 predstavljal 3,94% celotnega prometa splošnega trgovanja. Število delnic, s katerimi se trguje v tem segmentu, je bilo konec leta 2002 13, maja letos pa 18.

Segment Latibex je začel delovati 1. decembra 1999 (29. oktobra 1999 je Svet ministrov odobril nastanek trga latinsko ameriških vrednostih papirjev kot organiziranega sistema trgovanja z vrednostnimi papirji in drugimi finančnimi instrumenti), na njem se trguje s tistimi latinsko ameriški vrednostnimi papirji, ki kotirajo v sistemu SIBE, urnik trgovanja je od 11.30 do 17.30 ure. Ta trg omogoča evropskim vlagateljem, da investirajo v glavna podjetja latinske Amerike in to preko enotnega sistema trgovanja, saj veljajo ista pravila in delujejo isti posredniki. Veljajo evropski standardi za preglednost in varnost, trgovanje poteka v evrih. Po drugi strani pa ta trg omogoča podjetjem iz latinske Amerike učinkovit vstop na evropski kapitalski trg. Tudi v tem segmentu obstajajo vzdrževalci trga, ki skrbijo za likvidnost in razširjajo cenovne pasove papirjev, ki kotirajo. Trenutno obstajajo štirje posredniki specialisti: Ahorro Corporación Financiera, BBVA Bolsa, Espirito Santo B&M in Santander Central Hispano Bolsa. Indeks, ki se na tem trgu uporablja kot referenca, to je FTSE Latibex All Share⁸. Ima visoko korelacijo z glavnimi indeksi latinske Amerike. Z indeksom MSCI Latam ima kar 98,96% korelacijo, kar priča o visoki reprezentativnosti trga Latibex v zvezi z ekonomsko realnostjo latinsko ameriškega trga. Na začetku se je v tem segmentu trgovalo z delnicami petih podjetij, trenutno pa jih na tem trgu kotira 31. Njihova celotna tržna kapitalizacija je 120.000 milijonov evrov, kar predstavlja 20% tržne kapitalizacije celotne španske borze. Po tem kriteriju je trg Latibex v latinski Ameriki na tretjem mestu, za Brazilijo in Mehiko.

Segment Fixing je s svojim delovanjem je pričel julija 1998 in je namenjen trgovanju z najmanj likvidnimi delnicami znotraj sistema SIBE. Delnice so na dražbi celoten čas trgovanja in imajo dva obdobja za razdelitev vrednostnih papirjev (ob 12. in ob 16. uri). Na ta način je dosežen namen, zaradi katerega je bil ta sistem uveden: učinkovito ustvarjanje cen in zmanjšanje volatilnosti tistih delnic, ki imajo manjši volumen trgovanja. Na tem segmentu se je na začetku trgovalo s 25 delnicami, julija 2003 pa s 35. Leta 2003 je trgovanje v tem segmentu predstavljal 0,03% vsega splošnega trgovanja.

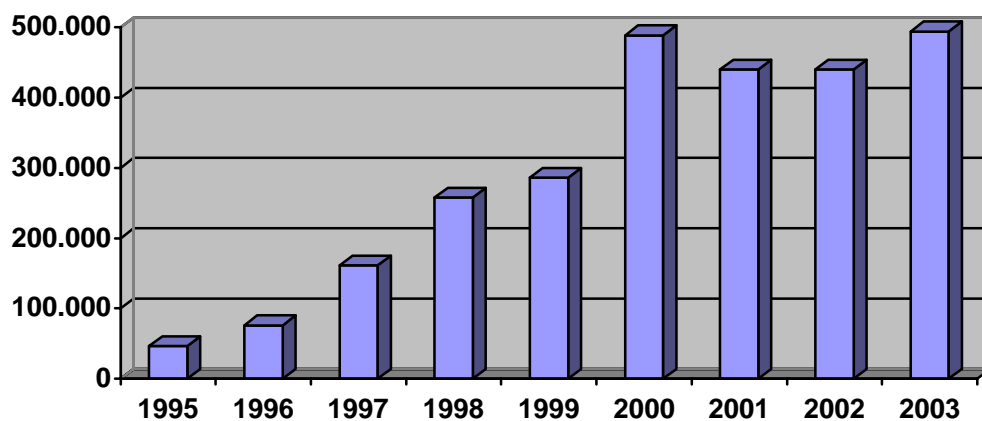
Trgovanje s svežnji je mehanizem, ki se uporablja za velike operacije v sistemu SIBE (torej od 9.00 do 17.30 ure). Ta trg je začel delovati 6. novembra leta 1998 in je vse od

⁸ Ta indeks se generira v sodelovanju s podjetjem, ki oblikuje indekse iz skupine Financial Times (FTSE).

svojih začetkov povečeval svojo težo v skupnem trgovanju na kontinuiranem trgu. Leta 2003 je trgovanje na tem trgu predstavljalo 16% vsega trgovanja na kontinuiranem trgu. Obstajata dve vrsti trgovanja s svežnji: *dogovorjeni bloki* in *parametrični bloki*. Prva se uporablja za delnice, ki so vključene v IBEX-35 in je namenjena trgovanju z bloki, ki so jih predhodno zaključili člani trga in ki izpolnjujejo določene pogoje o volumnu in cenah (volumen mora biti večji od 600.000 evrov in predstavljati 2,5% vrednosti povprečnega dnevnega trgovanja). Druga vrsta pa velja za trgovanje z svežnji delnic, katerih variacija cen je lahko 15% glede na referenčno ceno. Volumen svežnjev mora biti večji od 5% povprečnega dnevnega prometa in večji od 1.200.000 evrov (Bolsa de Madrid, 2004).

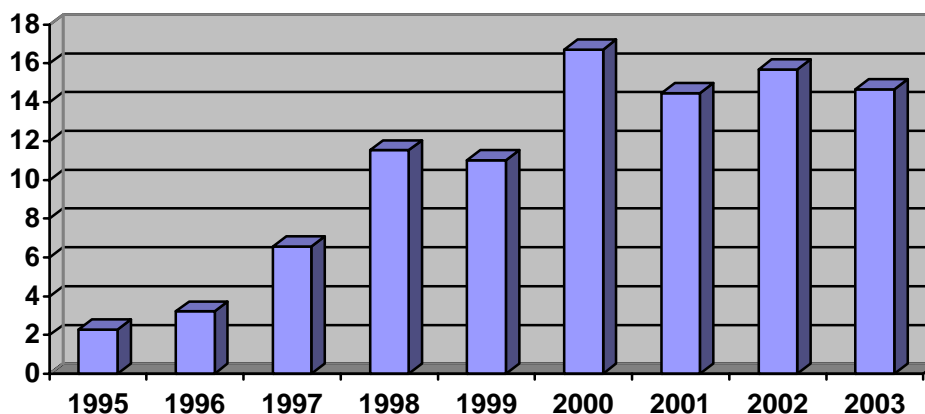
Zadnji način trgovanja znotraj kontinuiranega trga delnic so tako imenovane *posebne operacije* (šp. *Operaciones Especiales*). Ta trg, ki obratuje od 17.40 do 20.00 ure, je namenjen trgovanju s svežnji delnic, ki imajo že vnaprej določeno nasprotno stranko ter izpolnjujejo določene zahteve o gotovini in ceni. Kot splošno pravilo pri teh operacijah velja, da prodajalec predstavi svoj del operacije, kupec jo potrdi in se ne more vključiti nek drugi član trga. Tekom let se je obseg tega trgovanja v celotnem zmanjševal.

Slika 5: Promet z delnicami v sistemu SIBE (v mio evrov), 1995-2003



Vir: BME, 2004.

Slika 6: Število operacij v sistemu SIBE (v mio), 1995-2003



Vir: BME, 2004.

6.2 Faze trga

Tu bom razložila različne vrste trgovanja, ki obstajajo na kontinuiranem trgu delnic, kot tudi posebnosti, ki jih predstavljajo določeni segmenti in vrste trgovanja. Na tem trgu, ki je odprt od ponedeljka do petka, trgovanje poteka v treh fazah. **Odpiralna dražba ali začetek sestanka** je faza, v kateri lahko sodelujoči vložijo, spremenijo ali odpovejo svoja naročila, vendar pa se med to fazo operacije ne izvršijo. Delno je vidna knjiga naročil, znana je ravnotežna cena na dražbi, volumen nakupov in prodaj, ki bi se ob tej ceni lahko izvršili ter število naročil povezanih s temi volumni. V primeru, da ne bi obstajala avkcijska cena, bi se pokazali najboljša nakupna in prodajna cena z njunimi pripadajočimi volumni in številom naročil. Trajanje te faze je 30 minut, in sicer od 8.30 do 9.00 ure za segment splošnega trgovanja in novi trg. Za segment Latibex pa traja tri ure, od 8.30 do 11.30 ure. Da bi preprečili manipuliranje s cenami, se dražba naključno konča (*ang. random end*) okoli 9. ure (med 8.59.45 in 9.00.15). Po koncu dražbe se razdeli delnice in izvrši posle, ki jih je mogoče izvršiti pri ravnotežni ceni, vzpostavljeni na dražbi. Med procesom razporejanja delnic ni mogoče vnašati in spreminjati naročila. Ko je proces končan, člani trga prejmejo informacije o popolni ali delni izvršitvi njihovih naročil. Naročila, ki med razdelitvijo niso bila izvršena, ostanejo v knjigi naročil. Tako so na trgu znani naslednji parametri: cena ob odprtju dražbe, volumen s katerim se trguje, ura vsakega trgovanja in identiteta pogodbениh članov.

Ko je enkrat končana razdelitev delnic in so člani informirani o rezultatih trga, se začne faza **odprtega trga** (*šp. Mercado Abierto*). V tej fazi je mogoče vnašati in spreminjati naročila. Knjiga naročil je v tej fazi odprta in na voljo vsem članom trga, med drugim je znana tudi koda vseh članov, kupcev in prodajalcev. Urnik odprtega trga za splošno trgovanje in novi trg je od 9.00 do 17.30 ure, za segment Latibex pa od 11.30 do 17.30 ure. Med to fazo se trguje z delnicami po ceni, ki se v vsakem primeru fiksira v skladu s pravili

odprtega trga. Ta ponavadi sledijo kriteriju prioritete cen in, v primeru, da je cena enaka, časovnemu kriteriju.

Zapiralna dražba ali konec sestanka poteka od 17.30 do 17.35 ure in se prav tako konča v naključnem trenutku znotraj intervala 30. sekund. Ta dražba je bila uvedena v sistem SIBE junija 2000 z namenom, da bi se izognili možnim manipulacijam s cenami. Tako kot v fazi odpiralne dražbe, je dovoljeno vnašati in spreminjati naročila, ni pa možna izvršitev operacij. Knjiga naročil ni na voljo, znani pa sta ravnotežna cena in razlika med volumnom nakupa in prodaje pri tej ceni v realnem času. Cena, ki jo dobimo na tej dražbi in je v skladu z osnovnimi pravili trgovanja, je zaključna cena ob zaprtju sestanka. V primeru, da ta cena ne obstaja ali da se je trgovalo z manj kot 500 delnicami, bo cena ob zaprtju sestanka tista, ki bo med zadnjimi 500 transakcijami najbližje njihovi ponderirani povprečni ceni in v primeru, da dve ceni predstavljata isto razliko glede na to povprečno ceno, velja tista, s katero se je pogajalo nazadnje.

6.3 Vrste naročil

Da se lahko izvrši operacije na borzi, tako nakupe kot prodajo, mora biti dano ustrezno naročilo. To naročilo predstavlja neke vrste komisijsko pogodbo z borznim posrednikom za nakup oziroma prodajo določenih vrednostnih papirjev (Cachón, 1990, str. 251). Naročila morajo biti izdana z načelom jasnosti in natančnosti, tako da izdajatelj in prejemnik točno poznata posledice in učinke. Vsako naročilo mora vsebovati naslednje podatke: smer naročila (nakup ali prodaja), vrednostni papir, ki je predmet naročila, število vrednostnih papirjev, omejitve v ceni ali drugi posebni pogoji izvršitve in veljavnost. Znano mora biti tudi ali so naročila dana za tuj ali za lasten račun. Ta podatek v prvi fazi sprememb v sistemu SIBE ni bil obvezen, od druge faze sprememb naprej pa je obvezen. Naročila so lahko podana pisno, ni pa to uradna zahteva, zato se pisna oblika v praksi ne uporablja (Cachón, 1999, str. 324). Z razvojem novih tehnologij so prišli novi sistemi za dajanje naročil (teleks, faks, telefon in elektronska pošta). Kraljevski dekret s 3. maja 1993 (*šp. Real Decreto*) določa, da je ne glede na način, kako je bilo naročilo podano, s strani posrednika potrebno voditi evidenco naročil.

Vrste naročil, ki so sprejeta v SIBE in upoštevajo ceno:

- *Tržno naročilo (ang. market order, šp. orden de mercado)*: ta vrsta naročil je bila uvedena v sistem SIBE junija 2000. V tem naročilu se ne označi posebej omejitvev v ceni in na odprtem trgu se lahko izvrši pri toliko različnih cenah kot je potrebno za njegovo popolno izvršitev. Lahko so dana tako na avkcijah kot na odprtem trgu. Kadar ne obstaja nasprotna stranka za neko naročilo, se vnese v knjigo naročil in čaka na izvršitev.
- *Omejeno naročilo (ang. limit order, šp. orden limitada)*: je tisto, ki se izvrši ob mejni ceni ali ceni, ki je za stranko ugodnejša. Tako se nakupno naročilo izvrši ob ceni postavljeni v naročilu ali tisti, ki je od nje nižja. Prodaja pa se izvrši po postavljeni

mejni ceni ali ceni, ki je od te višja. Ta naročila so lahko podana tako na odprtem trgu kot na dražbah. Na odprtem trgu se ta omejena naročila izvršijo takoj, če seveda obstaja nasprotna stranka, ki kupuje ali prodaja pri tisti ali boljši ceni. Če nasprotna ponudba ne obstaja, ali je količina pri tej ponudbi premajhna, se naročilo ali preostanek naročila vnese v knjigo in čaka na izvršitev ob postavljeni ceni.

- *Naročilo za najboljšo* (ang. *market to limit order*, šp. *orden por lo mejor*): je tisto naročilo, ki se vnese brez omejitve v ceni, naloga borznega posrednika v tem primeru je, da izvrši naročilo ob najboljši ceni nasprotne strani, ki je takrat na trgu. V primeru, da ob najboljši ceni ne obstaja zadosten volumen za izvršitev naročila, se preostanek vpiše v knjigo kot omejeno naročilo ob tej ceni. Če nasprotna stranka na odprtem trgu ne obstaja, sistem naročilo zavrne. Med dražbo se obnaša kot tržno naročilo.

Vse tri vrste naročil se na odprtem trgu izvršijo pod različnimi pogoji. *Izvršiti ali odpovedati* (ang. *Fill or Kill order*, šp. *Ejecutar o Anular*): tisti del naročila za katerega obstaja zadosten volumen se izvrši v trenutku, sistem zavrne preostanek, ki se ne izvrši. *Minimalna količina*: določena je najmanjša količina za katero se lahko izvrši posel. Če ne obstaja zadostni volumen za zadostitev postavljene minimalne količine, se to naročilo avtomatično izključi iz sistema. *Vse ali nič* (ang. *All or Nothing*, šp. *todo o nada*): posel se izvrši le, če je kupljena/prodana celotna količina naročila.

Poleg teh pogojev izvršitve naročil na odprtem trgu, se lahko dodajo posebni pogoji. Tako je na primer naročilo, ki ima skrito količino (ang. *hidden volume oziroma »iceberg order«*, šp. *volumen oculto*). Pri tem naročilu ni odkrita celotna tržna količina, kar je posebej zanimivo za velika naročila, saj se lahko tako preprečijo neugodna cenovna nihanja. Ta tip naročil vstopi v knjigo naročil po prioriteti cena/čas in ko je predstavljen na trg mora operater pokazati delno količino naročila (enota pokazanega volumna). V sistemu SIBE je ta minimalna pokazana količina 250 delnic. Ko je pokazana količina enkrat iztržena, se na trgu pokaže nova enota v obliki novega naročila, ki ima isto količino kot je začetna pokazana (zadnja pokazana količina je seveda lahko različna od začetne). Pri tem se ne upošteva več časovna prioriteta temveč samo še cenovna. Če je v nekem trenutku v knjigi naročil več različnih naročil za en vrednostni papir, se pokazane količine razvrstijo po kriteriju cena-čas.

Pri naročilu, ki je bilo vstavljeno v SIBE, je potrebno določiti tudi njegovo trajanje in od junija 2000 naprej so možne veljavnosti naročil naslednje: *Veljavno en dan*, torej samo tisti trgovalni dan. V primeru, da se naročilo tekom sestanka ne izvrši, se le-to ali preostanek naročila avtomatično izniči. *Veljavno de nekega datuma*, ki je podan v naročilu, in sicer je to največ 90 koledarskih dni. Po koncu sestanka na tisti dan se naročilo ali preostanek naročila, ki ni bil iztržen, avtomatično izniči. *Veljavno do odpovedi oziroma 90 koledarskih dni* in po izteku se naročilo ali preostanek, ki ni bil izvršen, avtomatično izniči.

Glede sprememb v naročilih so dovoljene vse spremembe podatkov vstavljenega naročila razen smeri (nakup ali prodaja) in papirja, s katerim se trguje. Sprememba cene, omejitev trgovanja in povečanje količine povzročijo izgubo prioritete naročila oziroma nov vrstni red naročila, ki v sistem vstopi kot na novo vstavljeno naročilo. Kljub temu časovna prednost ostane nespremenjena, kadar se količina v naročilu zmanjša.

7 Evropska borzna povezovanja

V tem poglavju bom poskušala opisati strategije nekaterih evropskih borz, ki so bile uporabljene v obdobju po uvedbi skupne evropske valute. Trg vrednostnih papirjev je eden od najbolj dinamičnih sektorjev ekonomije, z velikim tehnološkim napredkom na področju sistemov trgovanja, predvsem zaradi nenehnega razvoja interneta in telekomunikacij. Število finančnih instrumentov, s katerimi se trguje, je vedno večje, hkrati pa je večja tudi konkurenca. V zadnjih letih so trgi vrednostnih papirjev po vsem svetu in še posebej v Evropi doživljali velike spremembe. Ritem sprememb je bil hiter, spreminjala pa se je tudi mentaliteta vlagateljev.

Pospešen razvoj in integracijo finančnih trgov EU so spodbudili trije medsebojno povezani dejavniki, ki so gotovo pomenili začetek procesa konsolidacije in konkurenčnosti v evropskem finančnem okolju. Liberalizacija mednarodnih kapitalskih tokov, finančna deregulacija in tehnološki napredek, so bili glavni dejavniki globalizacije. Vzpostavitev skupnega zakonodajnega okvira EU so spremljale finančne reforme v državah članicah, ključnega pomena pa je bil prehod na evro leta 1999 (Doumont, 2003, str. 16).

Globalizacija na finančnem področju pomeni izginjanje finančnih »mej« (Veselinovič, 2003, str. 3). Sodelovanje, povezovanje ali združevanje lahko poteka znotraj določenega finančnega segmenta ali pa med nosilci različnih finančnih segmentov. Posledica povezovanja igralcev na finančnih trgih je potreba po povezovanju, sodelovanju in združevanju nosilcev finančne infrastrukture (organizatorji trgovanja, obračuna, poravnave transakcij ter nosilci depotnih in registrskih funkcij). Namen takih združevanj je obvladovanje čim večjega finančnega prostora in zniževanje stroškov.

Leta 1998 sta londonska in frankfurtska borza presenetili svetovne trge vrednostnih papirjev z razglasitvijo zveze, ki se je izrazila s podpisom »memoranduma o sporazumu« (ang. Memorandum of Understanding). Namen je bil ustvariti skupno evropsko borzo. Ta iniciativa je takoj naletela na podporo glavnih evropskih trgov, med drugim tudi španskega. Pomenila je nadaljevanje splošnih prizadevanj o integraciji evropskih kapitalskih trgov ter trgov vrednostnih papirjev. To gibanje je na prvem mestu vključevalo institucionalne in politične ukrepe, ki so bili sprejeti znotraj Evropske unije. Vse od sprejetja Enotne evropske listine (ang. *Single European Act*) leta 1986, je bil namen vzpostaviti enotni evropski trg, ki med drugim vključuje tudi trg kapitala. Vendar pa ta zveza, ki so jo sestavljale britanska, nemška, španska, francoska, švicarska, italijanska,

belgijska in nizozemska borza, ni bila odgovor na institucionalne ali politične iniciative, ampak se je pojavila znotraj borz samih, kot plod neposredne konvergence med glavnimi evropskimi trgi vrednostnih papirjev. Niti ni bila razvita in koordinirana s strani Evropske federacije borz (*ang. Federation of European Stock Exchanges*). Je pa ta federacija koordinirala dva druga projekta, ki pa nista obrodila sadov, saj ni bil dosežen zadosten konsenz med udeleženci. To sta bila Eurolist in Euroquote. Cilj prvega je bil, da bi najpomembnejše delnice glavnih evropskih borz hkrati kotirale na več borzah. Projekt Euroquote pa je poskušal vzpostaviti tehnični sistem, ki bi vsem borzam omogočal dostop do homogenih informacij.

Septembra 2000 so se amsterdamska, bruseljska in pariška borza združile v prvo čezmejno borzno skupino Euronext, ki deluje kot holdinška družba pod nizozemsko zakonodajo. Januarja 2002 so prevzeli londonski LIFFE in pridružila se jim je še lizbonska borza. V naslednjem letu so za celotno skupino vpeljali platformo gotovinskega trgovanja NSC in klirinškega sistema Clearing 21. Decembra 2003 sta se združili londonska klirinška hiša in Clearnet ter ustanovile LCH. Clearnet, vodilnega evropskega ponudnika obračunsko poravnalnih storitev. Euronext predstavlja prednosti združitve borz, saj se z njo združijo ponudba in povpraševanje na več trgih, kar pomeni večjo likvidnost in pestrejšo ponudbo vrednostnih papirjev (Euronext, 2004, str. 7).

Prav tako leta 2000 sta londonska in frankfurtska borza podpisali sporazum o združitvi in ustanovitvi iX International Exchange, ki naj bi postal največji evropski trg vrednostnih papirjev. V dogovoru se je določilo, da naj bi v Londonu kotirale delnice »blue chipov«⁹, v Frankfurtu pa delnice tehnoloških in hitro rastočih podjetij. V primeru združitve se je pričakovala tržna kapitalizacija, ki bi bila dvakrat večja od Euronext-ove in promet, ki bi predstavljal približno 53% skupnega prometa z evropskimi delnicami. Tudi madridska borza je vzporedno podpisala namensko pismo z obema borzama, ki bi ji kasneje omogočilo sodelovanje v združitvi obeh borz. Obenem pa sta London in Frankfurt podpisala »Memorandum of Understanding« s trgom NASDAQ za ustanovitev evropskega trga vrednostnih papirjev hitro rastočih družb, v katerega bi se v prvi fazi vključila londonski Techmark in nemški Neuer Markt ter kasneje preostali predstavniki trga vrednostnih papirjev nove ekonomije.

Londonska borza je septembra istega leta združitve s frankfurtsko odpovedala. Kot uradni razlog so navedli grožnjo s sovražnim prevzemom s strani družbe OM Gruppen, lastnice borze v Stockholmu. Londonska borza se je želela popolnoma posvetiti obrambi pred prevzemom. Ta prevzem je par mesecev kasneje spodletel, saj ga je podprlo le 6,7% delničarjev londonske borze.

⁹ "blue chip" poimenujemo delnice velikih, znanih in praviloma dobro stoječih podjetij. V zadnjem času se tako poimenovanje uporablja širše, in sicer za vsa velika podjetja, ki imajo velik vpliv na indekse ali razpoloženje vlagateljev. Ime "blue chip", kar pomeni "modri žeton", so dobili po žetonih pri pokru, ki so ponavadi največ vredni (Vir: Gostiša, 2004. str.11).

V propadlih dogovorih med londonsko in frankfurtsko borzo je velik problem predstavljala zahteva, da nemški izdajatelji vrednostne papirje registrirajo pri britanskem nadzornem organu. Tukaj ima Euronext prednost, saj podjetjem na borzi dovoljuje, da sledijo zakonskim predpisom, ki veljajo v matični državi izdajatelja¹⁰.

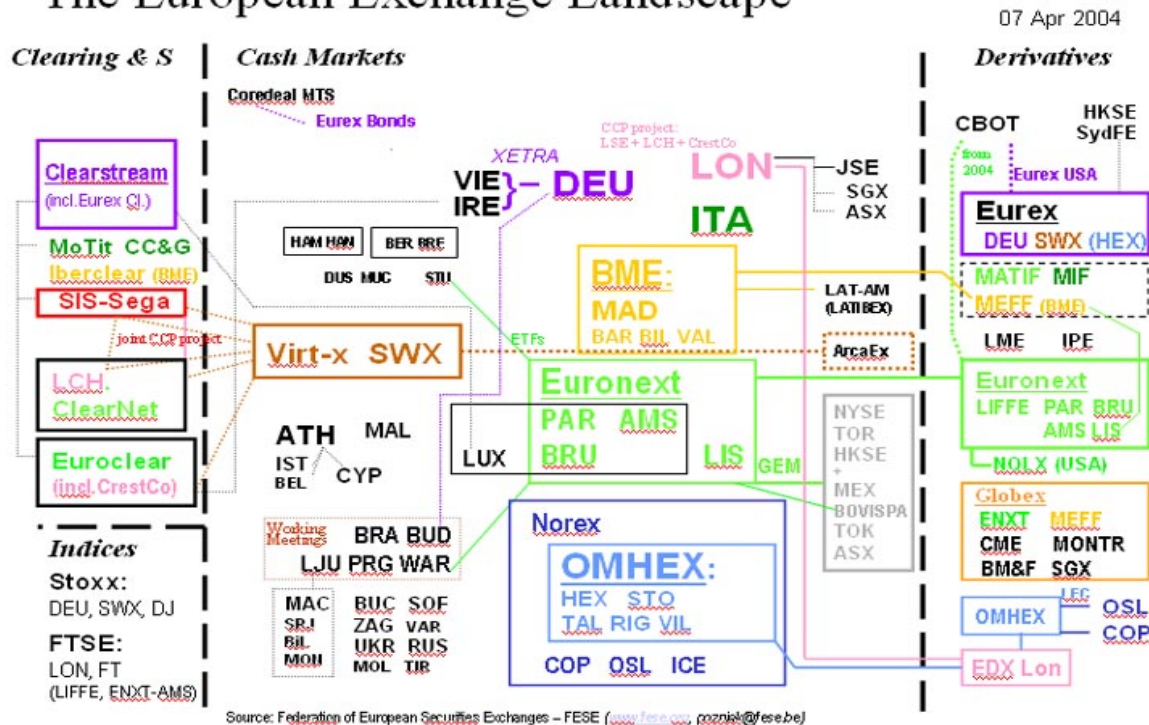
Junija 1999 se je začela prva faza združevanja nordijskih in baltskih borz NOREX, in sicer z začetkom trgovanja danske in švedske borze v sistemu elektronskega trgovanja SAXESS. Ta sistem je razvit po švedski tehnologiji OM. Leta 2000 se je zvezi NOREX pridružila islandska borza ter leta 2002 še norveška borza. Decembra 2003 so HEX Integrated Markets (vključene so borze Helsinki, Riga, Stockholm in Tallinn) z zvezo NOREX podpisali »Memorandum of Understanding« o pridružitvi. V letošnjem letu bodo borze v Helsinkih, Rigi in Tallinnu prešle na trgovanje v sistemu SAXESS. Borze v tem združenju so ohranile svojo neodvisnost, delijo pa sistem trgovanja in trgovske norme (NOREX, 2004). Vzporedno s tem sta se tekom leta 2003 združili OM in HEX, ki delujeta preko dveh divizij. Preko divizije HEX Integrated Markets OMHEX deluje kot največji trg vrednostnih papirjev v Severni Evropi, preko divizije OM Technology pa je vodilni svetovni ponudnik tehnologije in tehnoloških storitev finančnim in energetskim trgov po svetu (OMHEX, 2004, str.4).

Poleg tega se v Evropi ustanovita dva elektronska trga NASDAQ-Europa in Virt-X. Prvi je evropska različica elektronskega trga NASDAQ (*ang. National Association of Securities Dealers Quotation System*). Trg NASDAQ je nastal leta 1971 v Združenih državah Amerike kot alternativa tradicionalnim borzam, da bi olajšal številne transakcije na trgu prek okenc (OTC). Evropska različica ponuja elektronsko platformo trgovanja, ki deluje neprekinjeno ter omogoča lažji vstop v trgovanje kot pri tradicionalni borzi. Odobritev za trgovanje na tem trgu lahko zahtevajo podjetja za investicijske storitve iz Evropske unije, ZDA, Norveške, Švice, Izraela in Kanade, ki so kot taka priznana v matični državi. NASDAQ-Europe ima sedež v Bruslju in upošteva belgijske zakone. Virt-X ima sedež v Londonu in je nastal z dogovorom med švicarsko borzo in britanskim podjetjem Tradepoint. Ponuja elektronsko platformo za trgovanje, kjer se trguje z »blue chipi«, ki kotirajo na trgih Velike Britanije in kontinentalne Evrope. Tako Virt-X kot Tradepoint sta s strani nadzornega organa nad finančnimi storitvami (*ang. Financial Services Authority*) Velike Britanije priznana kot borzi vrednostnih papirjev.

¹⁰ Vir: URL: http://www.businessweek.com/magazine/content/01_24/b3736627.htm, junij 2001.

Slika 7: Shema evropskih povezovanj nosilcev infrastrukture finančnih trgov

The European Exchange Landscape



Vir: FESE, april 2004.

Slika 7 prikazuje evropska borzna povezovanja in združevanja nosilcev infrastrukture finančnih trgov. V Prilogi 1 dodajam legendo z razlago sheme.

7.1 Španska borza

Španski odgovor na vedno bolj globalno okolje je družba Španske borze in trgi oziroma BME (šp. »*Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A.*«). To je holding trgov in finančnih sistemov, ustanovljen leta 2002, ki združuje tako trge kot tudi sisteme poravnave in registra. BME se glede na promet trgovanja uvršča med prve štiri operaterje na evropskem trgu. Integrirani španski trg predstavlja najbolj diverzificirano strukturo finančnih produktov v Evropi. Tržna kapitalizacija je leta 2002 znašala 443 milijarde evrov, konec leta 2003 pa skoraj 576 milijarde evrov. Glede na podatke Svetovne borzne federacije (ang. *World Federation of Exchanges*) je bil leta 2002 promet z delnicami 689.670 milijonov evrov, leta 2003 pa 19 % več, in sicer 820.517 milijona evrov (WFE, 2003).

Tabela 2: Promet z delnicami na glavnih evropskih borzah leta 2003

Borze	Promet v milijonih evrov
Londonska borza	3.174.121,5
Euronext	1.665.227
Nemška borza	1.139.899,4
Španska borza	820.437,4
Italijanska borza	721.525,2

Vir: FESE, Factsheets, december 2003.

Pomembna razlika z ostalimi operaterji na mednarodnih trgih je, da španski model vključuje tudi trg javnega dolga in zasebnih vrednostnih papirjev s stalnim donosom. V tem segmentu so v BME vključene različne platforme trgovanja in glede na njihov skupni promet je španska borza v evropskem vrhu. Skupni promet z vrednostnimi papirji s stalnim donosom je bil leta 2003 skoraj 2.800 milijard evrov, kar predstavlja 36% prometa z obveznicami na vseh evropskih borzah (ta je leta 2003 znašal 7.700 milijard evrov).

Sklep

Španski finančni trg je v zadnjih petnajstih letih doživel velike spremembe. Po prehodu iz zaprtega gospodarstva v odprto in konkurenčno ekonomijo, še posebej po vstopu Španije v Evropsko unijo leta 1986, se je spremenila neprimerna organizacijska struktura borz in se prilagodila zahtevam enotnega evropskega kapitalskega trga. Borzni trg je po letu 1995 dobil nov zagon z uvedbo bolj zmogljivega sistema elektronskega trgovanja, ki ga je razvila borza v Madridu. Sistem ima veliko kapaciteto sprejemanja naročil in ustreza zahtevam sodobnega trga. Leta 2000 je bila končana zadnja faza prilagajanja tega sistema tržnim potrebam, komercialno so ga poimenovali SIBE 2000. Ta sistem trgovanja igra ključno vlogo v združenju španskih borz BME.

Prehod iz zaprte ekonomije v sodobno tržno gospodarstvo je Španija uspešno izvedla. Na področju vse bolj konkurenčnega borznega trga je uspešno združila različne nosilce finančnega trga in tako postala aktivni član evropskega borznega dogajanja. Posebnost španskega združenja BME je, da vključuje tudi trg javnih in zasebnih vrednostnih papirjev s stalnim donosom. Skupni promet tega trga na španski borzi je leta 2003 znašal kar 36% skupnega prometa z vrednostnimi papirji s stalnim donosom na vseh evropskih borzah. Integrirana španska borza predstavlja najbolj diverzificirano strukturo finančnih produktov v Evropi in se glede na promet uvršča med prve štiri operaterje na evropskih borznih trgih. BME je odgovor španske ekonomije na globalizacijo finančnega trga.

Poleg tega se aktivnosti španske borze BME razširjajo v 14 držav latinske Amerike. Tam ima španska borza privilegirano mesto in s temi državami razvija skupne projekte

svetovanja, sodelovanja in ponudbe storitev. Sistemi trgovanja se že uporabljajo v številnih državah tega območja. Ta segment za evropsko borzo predstavlja »okno« v svet latinskoameriških borz.

Španski trg vrednostnih papirjev je vedno jasnejši. Organiziral se je kot skupina vertikalno povezanih organizacij, ki medsebojno tekmujejo. Struktura, ki jo je v tem pogledu ustvarila Španija, ji bo pomagala k veliko večji konkurenčnosti na evropskem trgu.

Literatura

1. Cachón Blanco José Enrique: 200 preguntas sobre “los mercados de valores”. Madrid : Ley-Actualidad, 1999. 463 str.
2. Cachón Blanco José Enrique: Escritos sobre la bolsa de valores. Madrid : Actualidad Editorial, 1990. 255 str.
3. Doumont Michel: Evropski notranji trg finančnih storitev. Bančni vestnik, Ljubljana, 52 (2003), 7-8, str. 13-21.
4. Gostiša Jure: Indeksi – ogledala delniških trgov. Ljubljana: Finance, št. 27, 10.2.2004.
5. Hernández Blázquez Benjamín: Bolsa y estadística bursátil. Madrid : Díaz de Santos, 2000. 328 str.
6. Marín José M., Rubio Gonzalo: Economía financiera. Barcelona : Antoni Bosch, 2001. 984 str.
7. Martín Marín José Luis, Ruiz Martínez Ramón: El Inversor y los mercados financieros. Barcelona : Ariel, 1999. 321 str.
8. Mascareñas Pérez-Iñigo Juan, Cachón Blanco José Enrique: Activos y mercados financieros: las acciones. Madrid : Pirámide, 1996. 206 str.
9. Moral Bello Cecilio: Los Mercados financieros. Madrid : Internacional Technical & Financial Institute, 2000. 611 str.
10. Mramor Dušan: Uvod v poslovne finance. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1993. 381 str.
11. Nieto Carol Ubaldo: El Mercado de valores: organización y funcionamiento. Madrid : Bolsa de Madrid in Cívitas, 1993. 716 str.
12. Ortega Díaz Maria Isabel: El mercado bursátil en España: una análisis de su dimensión. Madrid : Cívitas, 1998. 434 str.
13. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.
14. Ribas y Mirangeles Enric et al.: La empresa en el sistema financiero español. Madrid : McGraw-Hill, Interamericana de España, 2003. 63 str.
15. Rodríguez Sáiz Luis et al.: Manual de sistema financiero español. Barcelona : Ariel, 2003. 672 str.
16. Sánchez Fernández de Valderrama, José: Curso de bolsa y mercados financieros. Barcelona : Ariel, 2001. 1330 str.
17. Selan Miha: Finančni instrumenti. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1998. 36 str.
18. Štravs Aleksander et. al.: Borza vrđnostnih papirjev. Ljubljana : Novi Forum, 1995. 103 str.
19. The Stars of Europe: Jean-Francois Theodore. Businessweek – online. [URL: http://www.businessweek.com/magazine/content/01_24/b3736627.htm], 11.6.2001.
20. Trujillo del Valle José A., Cuervo-Arango Carlos, Bahamonde Fernando: El sistema financiero español: Flujos, mercados e intermediarios. Barcelona : Ariel, 1985. 287 str.
21. Veselinovič Draško: Povezovanje nosilcev infrastrukture finančnih trgov v EU. Bančni vestnik, Ljubljana, 52 (2003), 6, str.2-8.

Viri

1. BME: El Informe del Mercado Español 2003.
[URL: <http://www.bolsasymercados.es/esp/homepage.htm>], 12.4.2004.
2. Bolsa de Madrid: Organización. [URL: <http://www.bolsamadrid.es>], 29.3.2004.
3. CNMV: Informe Anual sobre los Mercados de Valores 1995. Madrid : Comisión Nacional del Mercado de Valores, 1996.
4. CNMV: Informe Anual sobre los Mercados de Valores 2002. Madrid : Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2003.
5. EURONEXT: Annual Report 2003.
[URL: http://actionnaires.euronext.com/pdf-fr/en_euronext_annual_report_2003.pdf], 23.4.2004.
6. CNMV: Rincón del Inversor.
[URL: <http://www.cnmv.es/inversores/esp/index.htm>], 24.3.2004.
7. FESE European Securities Exchange Statistics.
[URL: http://www.fese.org/statistics/monthly_statistics/factsheets/2004/april2004.doc], april, 2004.
8. FESE Legend to the Chart of the European Exchange Landscape.
[URL: http://www.fese.org/statistics/exchange_landscape/legend.htm], 7.4.2004.
9. FESE The European Exchange Landscape.
[URL: http://www.fese.org/statistics/exchange_landscape/index.htm], 7.4.2004.
10. Mramor Dušan: Slovar poslovnofinančnih izrazov. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1999. 116 str.
11. NOREX Background. [URL: <http://www.norex.com/Norex.asp?lank=3>], 5.5.2004.
12. OMHEX Annual Report 2003. Stockholm : Wassbergs Tryckeri, 2004. 83 str.
13. WFE: Anual Statistics 2003.
[URL: <http://www.fibv.com/publications/EQUITY503.XLS>], 13.5.2004.

Priloga

Legenda k Sliki 7 na str. 36

Gotovinski trgi (ang. Cash Markets)

EU – EEA – EFTA								
AMS	Euronext – Amsterdam (AEX)	DEU	Deutsche Börse AG	LIS	Euronext – Lisbon (BVLPL)	STO	Stockholmsbörsen	
ATH	Athens Stock Exchange	DUS	Düsseldorf Stock Exchange	LON	London Stock Exchange	STU	Stuttgart Stock Exchange	
BAR	Barcelona Stock Exchange	ENXT	Euronext	LUX	Luxembourg Stock Exchange	SWX	SWX Swiss Exchange	
BER	Berlin Stock Exchange	HAM	Hamburg Stock Exchange	MAD	Madrid Stock Exchange	VAL	Valencia Stock Exchange	
BIL	Bilbao Stock Exchange	HAN	Hannover Stock Exchange	MUC	Munich Stock Exchange	VIE	Wiener Börse AG	
BME	Bolsas & Mercados Españoles	HEX	Helsinki Exchanges	NAS-D	NASDAQ Deutschland	Virt-X	Virt-X (UK)	
BRE	Bremen Stock Exchange	ICE	Iceland Stock Exchange	NAS-E	NASDAQ Europe (Belgium)			
BRU	Euronext – Brussels (BXS)	IRE	Irish Stock Exchange	OSL	Oslo Børs			
COP	Copenhagen Stock Exchange	ITA	Italian Exchange	PAR	Euronext – Paris (SBF)			
Centralna, vzhodna in južna Evropa								
BjL	Banja Luka SE (proj.; Bosnia-H.)	EST	HEX Tallinn (Estonia)	MAC	Macedonian SE (Skopje)	SAR	Sarajevo SE (proj.; Bosnia-H)	
BRA	Bratislava SE (Slovakia)	IST	Istanbul SE (Turkey)	MAL	Malta SE (Floriana/La Valetta)	SOF	Bulgarian SE (Sofia)	
BUC	Bucharest SE (Romania)	LAT	HEX Riga (Latvia)	MOL	Moldova SE (Chisinau)	TIR	Tirana SE (Albania)	
BUD	Budapest SE (Hungary)	LIT	Nat. SE of Lithuania (Vilnius)	MON	NEX Montenegro (Posgorica)	UKR	Ukrainian SE (Kiev)	
CYP	Cyprus SE (Nicosia)	LJU	Ljubljana SE (Slovenia)	PRG	Prague SE (Czech Republic)	WAR	Warsaw SE (Poland)	
				RUS	various Russian Exchanges	ZAG	Zagreb SE (Croatia)	
Trgi izpeljanih vrednostnih papirjev								
EDX Lon	EDX - Equity Deriv. Exchange	LIFFE	London Int. Financial Futures & Options Exchange	MEFF	the Spanish Exch. for Fixed Income and Equity Derivatives	MIF	the Italian Fixed Income Derivatives Market	
IPE	Intern. Petroleum Exch. (London)							
LEC	Linked Exchange Clearing	LME	London Metals Exchange	MATIF	MATIF/MONEP (ENXT-PAR)	OM Lon	OM London	

Klirinško depotne družbe -ang. Clearing and Settlement (CSD = Central Securities Depository)

CCP	Central Counterparty	LCH	London Clearing House	SIS	Sega Intersettle (Switzerland)	MoTit	Monte (Italy)	Titoli
CC&G	Cass di Compens. & Garanzia (Ital)							

Nevropske borze, klirinške hiše, itd.

ArcaEx	Archipelago Exchange (US)	CME	Chicago Mercantile Exchange	JSE	Johannesburg SE (RSA)	NYSE	New York Stock Exchange (USA)
ASX	Australian Exchange	DJ	Dow Jones (News Service)	LAT-AM	(several) Latin American Exch.s	SGX	Singapore Exchange
BM&F	Sao Paolo Comm. & Fut. Exch.	DTCC	Depository Trust & Clearing Corp. (USA)	LATIBEX	Mkt for Lat-Am Equ. (Madrid)	SydFE	Sydney Futures Exchange
BOVISPA	Sao Paolo SE (Brazil)	GEM	Global Equities Market	MEX	Mexican Stock Exchange	TOK	Tokyo Stock Exchange
CBOT	Chicago Board of Trade	HKSE	Hong Kong SE	MONTR	Montreal SE (Canada)	TOR	Toronto Stock Exchange

Vir: FESE Legend to the Chart of the European Exchange Landscape, april 2004.