

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**PREDNOSTI POVEZOVANJA EVROPSKIH BORZ:
PRIMER VKLJUČITVE AMSTERDAM EXCHANGES V
EURONEXT**

Ljubljana, september 2006

HERMINA PANTNER

IZJAVA

Študentka Hermina Pantner izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom mag. Aleša Berka in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 1.9.2006

Podpis: _____

KAZALO

1. UVOD	1
2. ENOTEN EVROPSKI TRG FINANČNIH STORITEV	1
2.1. HARMONIZACIJA ZAKONODAJE IN POVEZOVANJE BORZ V EU	3
2.2. DIREKTIVA INVESTICIJSKIH STORITEV (ISD)	4
3. SODELOVANJE EVROPSKIH BORZ VREDNOSTNIH PAPIRJEV	5
3.1. VRSTE SODELOVANJA BORZ IN NJEGOVI UČINKI	6
3.2. ZGODOVINSKI PREGLED POVEZOVANJA BORZ OD LETA 1985-1996	8
3.2.1. <i>Bela Knjiga 1985</i>	8
3.2.2. <i>Idis</i>	9
3.2.3. <i>Eurolist in Euroquote</i>	9
3.2.4. <i>Nordquote</i>	10
3.2.5. <i>Easdaq</i>	11
3.2.6. <i>Novi evropski trgi</i>	13
3.3. ZGODOVINSKI PREGLED POVEZOVANJA BORZ OD 1996 DO DANES	13
3.3.1. <i>Eurex</i>	14
3.3.2. <i>Norex</i>	16
3.3.3. <i>Virt-x</i>	16
3.3.4. <i>New European Exchange (NEWEX)</i>	17
3.3.5. <i>International Exchanges (iX)</i>	18
3.3.6. <i>Španski holding BME (Bolsas y Mercados Españoles)</i>	20
3.3.7. <i>Sodelovanje Ljubljanske borze vrednostnih papirjev z evropskimi</i>	22
4. ANALIZA VKLJUČITVE AMSTERDAMSKE BORZE V EURONEXT	24
4.1. NIZOZEMSKI FINANČNI TRG	24
4.2. AMSTERDAM KOT FINANČNI CENTER	26
4.3. PREDSTAVITEV EURONEXT N.V. IN NJEGOVIH ČLANIC	27
4.4. ORGANIZIRANOST EURONEXT	34
4.5. TRŽNI SEGMENTI IN TRŽNI INDEKSI EURONEXT	38
4.6. KONKURENČNE PREDNOSTI IN NEVARNOSTI EURONEXT	39
4.7. POSLEDICE VKLJUČITVE ZA AMSTERDAM EXCHANGES V EURONEXT	42
5. PRIHODNOST ZDRUŽEVANJA EVROPSKIH BORZ	45
6. SKLEP	48
LITERATURA	50
VIRI	50
PRILOGE	

1. UVOD

Teorija učinkovitih finančnih trgov – ob predpostavki, da ni nepopolnosti – pravi, da delniški indeksi odražajo vse razpoložljive informacije. Če bi bili delniški trgi povezani, bi se zmanjšala zaostajanja v cenovnem prilagajanju. Trgi, ki so si geografsko blizu, uživajo številne prednosti – kot npr. zmanjšanje nadzora nad gibanjem kapitala in poslov tujih borz, izboljšanje računalniške in komunikacijske tehnologije (le-ta zmanjšuje stroške čezmejnega toka informacij in finančnih poslov) in povečanje poslov multinacionalnih korporacij (katerih delnice pogosto kotirajo na več borzah hkrati). Prav to je spodbudilo evropske borze, da se pospešeno povezujejo.

Z oblikovanjem Evropske Unije se je povečalo čezmejno trgovanje z vrednostnimi papirji, temu pa je sledilo širše sprejetje delnic kot finančne oblike. Posledično je bilo potrebno uvesti ustrezno regulativo in poenotiti evropski finančni trg. V nekaj letih so bila uzakonjena merila, za poenostavitev zakonodajnih zahtev članic Unije. Do sedaj so bile že sprejete številne pobude za spojitve in sodelovanje borz, da bi ponujali delnice iz nekaj evropskih držav.

Evropske borze so se lotile vrsto projektov, da bi integrirale svoje trge. Poleg teh aktivnosti so si nacionalne borze prizadevale tudi za modernizacijo sistemov trgovanja in pridobivanje novih poslov. Tehnološke spremembe so hkrati zahtevale nove pristope in organiziranost borz. Ta revolucija je predstavljala resen izziv tradicionalni infrastrukturi borz, poravnavi, zakonodaji in borznim posrednikom. Struktura organiziranja trga se je spremenila in vse več borz poskuša delovati čezmejno. Kapitalski trgi v Evropi tako postajajo vedno bolj povezani in vseevropski. Finančni trgi bi verjetno uživali koristi pri ustanovitvi vseevropskih borz – predvsem v smislu prilagajanja trgovalnega sistema med borzami. To bi povečalo tržno likvidnost in zmanjšalo razdrobljenost trgov s poenotenjem proizvodov ter zmanjšanjem stroškov in problemov sodelovanja borz v Evropi.

Pričujoče diplomsko delo je sestavljeno iz dveh delov: prvi, teoretični, del govori o povezovanju evropskih borz na splošno, v drugem delu je na praktičnem primeru podan prikaz vključitve Amsterdam Exchanges v sistem Euronext. Na začetku je podana podoba enotnega evropskega trga finančnih storitev z institucionalnimi in regulativnimi okviri. Sledijo zahteve, ki jih panevropski integracijski proces narekuje borzam in poglavje o sodelovanju evropskih borz vrednostnih papirjev, ki obsega vrste sodelovanja borz vrednostnih papirjev in njegovih učinkov, zgodovinski pregled povezovanja evropskih borz vrednostnih papirjev od leta 1985-1996 ter drugi val povezovanj borz vrednostnih papirjev od leta 1996 do danes.

V drugem delu na primeru amsterdamske borze analiziramo povezovanja slednje v Euronext, vzroke in posledice. Najprej je predstavljen nizozemski finančni trg, nato Amsterdam kot finančni center, pa tudi sam holding Euronext N.V., ki je inkorporiran v skladu z nizozemsko zakonodajo. Podrobno so podane tako prednosti povezovanja v Euronext Amsterdam, kot tudi ovire pri povezovanju. V zadnjem poglavju so podane napovedi povezovanja evropskih borz v prihodnosti. V sklepu pa so povzete najpomembnejše ugotovitve.

2. ENOTEN EVROPSKI TRG FINANČNIH STORITEV

Za prihodnost evropskega gospodarstva so ključnega pomena bolj učinkoviti finančni trgi. V zadnjih letih je Evropski parlament sprejel zakonske predpise – njihov namen sta bila združevanje področja finančnih storitev po vsej Evropski uniji in istočasen poskus uskladitve dveh različnih ciljev, kot sta večja konkurenčnost znotraj področja ter boljša zaščita vlagateljev. Parlament je pazljivo prisluhnil predstavnikom industrije ter potrošnikov, ob koncu pa pripravil ustrezne zakonske predpise (Financiële diensten, 2004).

Združeni evropski finančni trgi naj bi prinesli koristi podjetjem, vlagateljem in potrošnikom. Družbe bodo lažje pridobivale finančna sredstva v drugih državah članicah in zaposleni bodo lahko vlagali denar v pokojninske sklade, ki jih upravlja družba iz druge države članice. Vendar morajo takšno otvoritev trga spremljati močnejši nadzor in pravila – z namenom izogniti se nestabilnosti trga in goljufijam. Združitev finančnih trgov EU naj bi povečala BDP za 1,1% v enem desetletju (130 milijard evrov) in zaposlenost za 0,5%. Združevanje delniških trgov naj bi zmanjšalo stroške kapitala za 0,5% (Financiële diensten, 2004).

Na pobudo Parlamenta je Komisija maja 1999 predstavila akcijski načrt o finančnih storitvah (angl. *Financial Services Action Plan, FSAP*), ki predvideva 42 ukrepov za združevanje nacionalnih finančnih trgov v enoten evropski trg. Evropski svet v Lizboni je določil, da je treba načrt izpolniti do leta 2005 – od tedaj so bili sprejeti tudi skoraj vsi ukrepi. Parlament je podprl prizadevanja za odpiranje trgov, istočasno pa se je tudi zavzel za večjo zaščito vlagateljev. Učinek novih zakonskih predpisov je že čutiti – saj sta racionalizacija in prestrukturiranje že uvedena. Čezmejnega trgovanja je več in finančne ustanove so okrepile svoj položaj v drugih državah članicah (Ferran, 2004, str. 7-50). Poleg tega pa so večje možnosti za naložbe in varčevanje zmanjšale odvisnost družb od bančnih posojil.

Učinkoviti in pregledni finančni trgi spodbujajo rast preko boljše razporeditve kapitala. Ena izmed lizbonskih zahtev iz leta 2000 se je nanašala na večjo integracijo nacionalnih finančnih trgov EU. Od takrat je Parlament potrdil večino zakonov s tega področja. Ti med drugim vključujejo enoten identifikacijski dokument za izdajatelje obveznic in delnic, vzpodbujanje konkurenčnosti med bankami in borzami v poslovanju z delnicami, skupna pravila za preprečevanje trgovanja z notranjimi informacijami ter preprečevanje manipulacije trga, odpravo ovir za vlaganje v pokojninske sklade, zaščito manjšinskih delničarjev v primeru javnih ponudb za prevzem in pogoje preglednosti pri javnem trgovanju z delnicami podjetij (Financiële diensten, 2004).

Iz doslej napisanega bi lahko sklepali, da je bila potreba po enotnem evropskem trgu finančnih storitev nujna. Novi trendi v finančnem svetu, ki jih narekujejo globalizacija in liberalizacija, so vodili v združevanje evropskih borz. Obenem pa so se pojavile zahteve reguliranja teh trgov in osnutki pravnih okvirov do prvih poskusov sodelovanja in nadaljnjih korakov do uresničitve enotnega evropskega trga vrednostnih papirjev, ki so opisani v naslednjem poglavju.

2.1. HARMONIZACIJA ZAKONODAJE IN POVEZOVANJE BORZ V EU

Prost pretok kapitala je pomemben dejavnik za oblikovanje in delovanje enotnega evropskega trga finančnih storitev,¹ ki je z uveljavitvijo evra po svojem obsegu, učinkovitosti in mednarodni pomembnosti primerljiv z ameriškim. Evropska unija je oblikovala minimalna merila in načela,² ki jih morajo upoštevati države članice pri zagotavljanju dveh najpomembnejših svoboščinah, kot sta prost pretok kapitala in storitev.

Poleg učinkovitega bančnega in plačilnega sistema je ravno kapitalski trg tisti, ki lahko preko pravilno delujočih borz in dejavnih vzajemnih skladov ter institucionalnih investorjev pripomore k še hitrejšemu povezovanju in sodelovanju med borzami. Pri tem sta potrebna visoka raven vzajemnega zaupanja med državami članicami in izenačen zakonodajni pristop. Direktive, ki urejajo področje finančnih storitev, temeljijo na splošnih določilih Rimske pogodbe³ in Maastrichtskih sporazumov, le-ti pa urejajo področje vrednostnih papirjev.

Z namenom zagotavljanja konkurenčnosti hitro razvijajočemu se amerškemu trgu – pri čemer je mišljen predvsem novi, tako imenovani e-trg – se v EU ukvarjajo tudi z idejo ustanovitve enotne evropske agencije za trg vrednostnih papirjev (angl. *Securities Exchange Commission, SEC*). Njena najpomembnejša naloga bi bila udejaniti načelo »enotnega potnega lista« za sprejem vrednostnih papirjev in enotno pridobitev dovoljenja za opravljanje investicijskih storitev borzno posredniških družb ter bank. Direktiva investicijskih storitev (angl. *Investment Services Directive, ISD*) in direktive o sprejemu vrednostnih papirjev na borzo sicer že vsebujejo načelo medsebojnega priznavanja dovoljenj in prospektov (Internal Market Strategy and Implementation, 2005).

V Evropski uniji je dosežena relativno visoka stopnja poenotenja nacionalnih zakonodaj s področja trgovanja z vrednostnimi papirji in nadzora nad njimi. Sprejeta je bila vrsta direktiv, temeljna pa je direktiva o investicijskih storitvah, ki uvaja načelo enotnega dovoljenja za opravljanje investicijskih storitev in nadzora matične države (Ferran, 2004, str. 58-122). Pomembna je tudi UCITS (angl. *Undertakings for collective investment in transferable securities*) direktiva – le-ta ureja poslovanje odprtih investicijskih skladov, katerim je dovoljena naložba v prenosljive vrednostne papirje, uvrščene na organiziranih trgih EU.

V skupini direktiv, ki se nanašajo na izdajatelje vrednostnih papirjev, so pomembne direktive o vsebini, načinu objave in medsebojnem priznavanju prospektov za javno ponudbo vrednostnih papirjev ter tudi za uvrstitev v organizirano trgovanje na borzi, direktive o obveznosti, načinu in vsebini obveščanja javnosti o poslovnih rezultatih in dogodkih, katere lahko vplivajo na ceno delnic. V skupino direktiv, ki uvajajo pravila previdnosti in skrbnosti pri poslovanju z vrednostnimi papirji, sodijo direktive o obveznem obveščanju izdajateljev in javnosti o pridobitvi in odtujitvi kvalificiranih deležev s strani posameznih vlagateljev, direktive o

¹ Več o tem: (Ilešič et al., 2000. str. 101).

² Na primer načelo enotne licence, načelo uskladitve pogojev za izdajo dovoljenj in meril skrbnosti ter vzajemno priznavanje nacionalnih nadzornih standardov.

prepovedi poslovanja na podlagi notranjih informacij in njihovega posredovanja tretjim osebam. Zaradi zaščite vlagateljev je pomembna direktiva, katera ureja varstvo sredstev vlagateljev pri borzno posredniških družbah in uvaja obveznost zagotavljanja minimalnega jamstva (Spletne strani Ljubljanske borze, 2004).

2.2. Direktiva investicijskih storitev (ISD)

Direktiva investicijskih storitev (93/22/EEC),⁴ temelji na načelu svobode ustanavljanja ter svobode izvajanja investicijskih storitev in kot pglavitni cilj postavlja zaščito interesa vlagateljev ter stabilnost finančnega sistema. Nadzor nad kapitalsko ustreznostjo investicijskih podjetij pristojna oblast izvaja skladno z direktivo 93/6/EEC o kapitalski ustreznosti investicijskih družb in kreditnih institucij (Čas, 2000, str. 40-44).

ISD pokriva dve poglavji – to sta regulativa investicijskih podjetij in regulativa trga vrednostnih papirjev. Na splošno velja sistem »enotnega potnega lista« oziroma enega samega pooblastila, pod katerim so posli regulirani in ga izda država članica porekla. Smotrni nadzor na podlagi enotnih pravil izvajajo oblasti domače države članice v sodelovanju z oblastmi države članice gostiteljice. Investicijske družbe imajo pravico dostopa do vseh urejenih trgov v Evropski uniji. Na urejenih trgih je treba upoštevati pravila minimalne preglednosti; le-ta so oblikovana tako, da jamčijo vlagateljem zadostno raven zaščite (Moussis, 1999, str. 115).

Silovita debata je sledila med dvema skupinama, t.i. skupino »Club Med«, ki vključuje Francijo, Italijo, Španijo, Portugalsko, Grčijo, in Belgijo ter severnomorsko zvezo (angl. *North Sea Alliance*) z Veliko Britanijo, Nemčijo, Irsko, Luksemburgom in Nizozemsko. V razpravi sta bila izpostavljeni dva koncepta, ki se tičeta strukture borz – to sta koncentracija in transparentnost. Regulirani trgi naj bi – po zgledu Francozov – priskrbeli oboje (Licht, 1997, str. 13-19; Smith, 2000, str. 205 - 218).

Ko govorimo o **reguliranih trgih**, mislimo predvsem na delovanje reguliranega trga vrednostnih papirjev oziroma formalno oblikovanega trga s svojo domačo državo po predpisih direktive za poročanje informacij in transparentnosti. Te naj bi ustrezale Direktivi o usklajevanju pogojev za sprejem vrednostnih papirjev v uradno borzno kotacijo (79/279/EEC). Reguliran trg predstavlja potencialno primerjalno prednost in omogoča dostop na oddaljene terminale trgovcev v drugih državah članicah. Regulirani trgi dajejo v skladu z »enotnim potnim listom« pravico dostopa do oddaljenih terminalov investicijskih podjetij v drugih državah članicah Unije – ni jim potrebno iskati odobritev od ustreznih tujih oblasti (Steil, 1996, str. 130-154).

V zvezi z Direktivo ISD se srečamo še s pojmom **koncentracije**. Le-ta omogoča državi članici, da lahko zahteva trgovanje z vrednostnimi papirji na reguliranih trgih. Koncentracija⁵ je za Francoze pomenila, da se mora z delnicami francoskih podjetij – ki so v lasti francoskih

³ Ustanovitveni sporazum Evropske ekonomske skupnosti, Rim 1957, členi 52 – 73.

⁴ Dopolnjena z direktivo 95/26/EEC.

prebivalcev – trgovati na izključno francoskih borzah. Zahteva po koncentraciji, ki je bila vključena v ISD, je precej oslabela zaradi britanskih in nemških očitkov – saj ni predstavljala obveznega sporazuma, ampak predvsem ukrep.

Predmet obširnih nasprotovanj so tudi ISD določbe o **transparentnosti**, ki so podobne določilom o koncentraciji. Transparentnost trgovanja se nanaša na posodabljanje in obseg dosegljivih informacij o izvršenem trgovanju. Skupina ClubMed je nasprotovala trditvi, da so bila stroga pravila transparentnosti kritična do zagotovitve ustrezne zaščite vlagateljev in so botrovala zmanjšanju tveganja nasprotovanj med tekmujočimi trgi. Severnomorska zveza je nasprotovala: delno razkritje trgovanih transakcij je namreč pomembno za zaščito profesionalnih trgovcev in posledično za tržno likvidnost. To nasprotovanje je izraženo z razliko v tržni strukturi med tema dvema skupinama. Na tipično »naročniškem«⁶ trgu ClubMed, kamor sodi pariška borza, lahko visoka stopnja transparentnosti izboljša delovanje trga. V tipično notacijskem trgu severnomorske zveze, kot je SEAQ-I, pa so trgovci tisti, ki zagotavljajo likvidnost (Steil, 1996, str. 124-146).

3. SODELOVANJE EVROPSKIH BORZ VREDNOSTNIH PAPIRJEV

Obstaja veliko dejavnikov, ki vplivajo na uspešnost borze. Ti se lahko nanašajo na predmet trgovanja, način trgovanja ali proces določanja cen. Glavna funkcija borze je priskrbeti trgovalni sistem, ki združuje kupce in prodajalce ter omogoča učinkovito določitev cen. Trgovalni sistemi se razlikujejo po tehnologiji in pravilih. Druge pomembne storitve vključujejo razvoj programske opreme in širitev podatkov. Potreben je nadzor borznega trgovanja, da prepreči zlorabe in trgovanje na podlagi notranjih informacij. Izkušnje kažejo, da se ta funkcija v preteklosti ni vedno ustrezno izvajala. Za primer vzemimo podjetja specialistov, ki izločijo trg, in kupijo naročila strank s prodajo delnic iz njihove lastne zaloge v času, ko cene delnic padajo. Tekmeci – kot so elektronska komunikacijska omrežja⁷ (angl. *Electronic Communication Networks, ECNs*) – pa razvijajo napredne sisteme nadzora (Ramos, 2003, str. 6-9; Reszat, 2005, str. 83-111). Funkcija poravnave zagotavlja, da je prodana delnica dostavljena in denar prejet. Funkcija zagotavljanja likvidnosti zbližuje kupca in prodajalca, tako da sta prodaja in nakup izvršena v najkrajšem možnem času.

Vsi Evropski trgi kapitala so v obdobju izjemnih sprememb. Do nedavnega je veljalo, da evropske banke zagotavljajo večino kapitala, potrebnega za delovanje podjetij – drugi viri

⁵ Je nasprotje fragmentaciji.

⁶ Je kontinuiran sistem trgovanja na podlagi naročil (angl. *order-driven market*). Na teh trgih trgovanje poteka v obliki kontinuirane avkcije, zato cene neprestano nihajo in se posli sklepajo po različnih cenah. Da bi nemoteno spremljali naročila, ki še čakajo na izvršitev, je treba vzdrževati knjigo naročil z omejitvijo (angl. *limit order book, LOB*), v kateri so naročila razporejena po prednostnem vrstnem redu.

⁷ So avtomatizirani sistemi za razkritje tržnih informacij in izvrševanje transakcij. Osredotočeni so na trgovanje institucionalnih investitorjev, ki trgujejo z velikimi količinami in omogočajo nižje cenovne razmike. Začetek predstavlja NASDAQ, sčasoma se je tovrstno trgovanje razširilo tudi na delnice iz borznih kotacij. ECNji se specializirajo za posamezne tipe naročil: tržna, z omejitvijo itd.

financiranja so bili manj pomembni. Hitre tehnološke spremembe na trgih blaga in storitev, širjenje na globalne trge in naraščanje konkurence zahtevajo od podjetij nove naložbe. Podjetja jih lahko pridobijo z izdajo lastniških ali dolžniških vrednostnih papirjev. Hiter razvoj informacijskih tehnologij, uvedba evra v deželah članicah Evropske monetarne unije (EMU), pa tudi dodaten pritisk, ki ga izvajajo ameriški organizatorji trgovanja, močno krepijo medsebojno konkurenčno bitko evropskih borz. Boj za vlagatelje – pa tudi izdajatelje vrednostnih papirjev – zato postaja vse bolj neusmiljen, pritiski na zniževanje stroškov poslovanja pa vse večji. Logična posledica tega so združevalni procesi – tako na borznem področju kot pri obračunih in poravnava.

K povezovanju evropskih borz so prispevali trije pomembni dejavniki: vloga Londonske borze, politika Evropske unije na delniških trgih in do finančnih posrednikov ter določene spodbude samih borz za sodelovanje znotraj Evropske unije. Najverjetnejši razlog za sodelovanje je bila konkurenca med evropskimi borzami. Konec osemdesetih let prejšnjega stoletja je bila londonska mednarodna terminska borza SEAQ-I v primerjavi s celinskimi borzami mnogo bolj likvidna, imela je manj ovir pri izdajanju in trgovala je preko posrednikov. Vse več kotacij evropskih delnic se je preselilo v London. Posledično so celinske borze modernizirale svoje zastarele trgovalne sisteme.

Pri združevanju so nastale različne oblike in učinki sodelovanja, kateri so predstavljeni v naslednjih vrsticah⁸. Memorandumi o sodelovanju s tujimi borzami vrednostnih papirjev so predstavljali prvi korak k navezavi tesnejših in globljih mednarodnih vezi med evropskimi borzami vrednostnih papirjev. Sklenitve navedenih memorandumov so običajno uvod v konkretne oblike mednarodnega sodelovanja. V naslednjih podpoglavjih se bomo seznanili s prvimi začetki sodelovanja, ki so bili pogosto neuspešni – vendar so pripomogli k nadaljnjemu povezovanju. Prvi del diplomske naloge je zaključen s povezovanjem evropskih borz po letu 1996 do danes.

3.1. VRSTE SODELOVANJA BORZ IN NJEGOVI UČINKI

Med evropskimi borzami vrednostnih papirjev se je razvilo več oblik sodelovanja (Duisenberg, 2002) – kotacija tujih vrednostnih papirjev na domači borzi (in obratno), t.i. inter oziroma cross-listing; članstvo tujih članov borze na domačo borzo (in obratno), t.i. cross-membership – možni sta dve obliki, in sicer navzkrižno članstvo, ki poteka glede na domače predpise domicilne borze, in neposredno oziroma direktno navzkrižno članstvo t.i. remote membership, ki je možno znotraj istega pravnega okolja npr. znotraj EU; ter pravno statusne povezave borz vrednostnih papirjev, kot so spojitve, pripojitve, ustanovitve novih hčerinskih podjetij in ustanovitev holdinških skupin.

⁸ Za bolj poglobljeno branje so na voljo še odlične raziskave, ki osvetljujejo različne poglede sodelovanj evropskih borz in so predstavljene v študijah avtorjev Cybo-Ottone, Di Noia in Murgia (2000), Domowitz, Steil (1996), Licht (1997) in Lee (2002).

Zadnja leta so se evropske borze združile – nekatere izmed njih na nacionalni, nekaj pa tudi na vseevropski ravni. Združitve evropskih borz vrednostnih papirjev so potekale horizontalno in vertikalno. Pri vertikalni združitvi gre za proces združevanja znotraj trga ali zakonodaje, različnih dejavnosti v transakcijski verigi vrednostnih papirjev: združenje trgovanja in poravnave v enotno skupino. Ta model združenja predstavlja *Deutsche Boerse Group* v Nemčiji, *Borsa Italiana* v Italiji in *Bolsas y Mercados Españoles (BME)* v Španiji. Horizontalno združenje med sistemi pa zagotavlja podobne dejavnosti na različnih trgih ali zakonodaji, to je združitev dveh sistemov poravnave vrednostnih papirjev. Takšen model je prevzela skupina *Euronext* s spojitvijo francoske, belgijske, nizozemske in portugalske borze vrednostnih papirjev in klirinških hiš. Nemogoče je napovedati, katera vrsta združitve bo dolgoročno uspešnejša.

Za razumevanje združevalnega procesa evropskih borz vrednostnih papirjev je najprej potrebno razjasniti učinke sodelovanja borz. Med slednje uvrščamo povečano konkurenco med borzami – saj bodo konkurenčnejše borze in alternativni trgi namigovali na nižje transakcijske stroške. Pritiski konkurence bodo spodbujali tehnološke inovacije pri trgovalnih postopkih za doseganje hitrejših in cenejših transakcij (Domowitz et al., 1999, str. 7-8). Nadalje povečana konkurenca med finančnimi posredniki vpliva na nižje provizije transakcij in borznih posrednikov, večje spodbujanje za doseganje inovacij in povečanje različic finančnih proizvodov (Ramos, 2003, str. 25-26). Z nižjimi stroški zaradi ekonomij obsega želijo imeti borze in drugi posredniki nižje stroške na enoto transakcije. Posledično bi se stroški trgovanja zmanjšali (Vasila, 2003, str. 7-10).

Naslednji učinek sodelovanja borz je treba iskati v izboljšani cenovni transparentnosti, saj cene finančnega premoženja vedno bolj izražajo osnovno vrednost. Informacije se pridobivajo iz različnih virov v zvezi z delovanjem podjetij in le-ta so bolj pod drobnogledom, kadar obstaja večje povpraševanje po tovrstnih informacijah. Kadar so pogoji vlagateljev, ki trgujejo s premoženjem podjetja v katerikoli evropski državi, enaki, se poveča globina trga in zniža likvidnostno tveganje. Rezultat je viden v poglobljanju trga; in sicer do te mere, da globlji trgi dajejo višje tržne obsege, in da integracija zmanjšuje likvidnostno tveganje.

Pri povezovanju evropskih borz nastajajo večji trgi za tvegani kapital (angl. *venture capital*). Obstoj "izhodnega mehanizma"⁹ je pomemben za učinkovito delovanje trga tveganega kapitala, kajti le tako se zagotavlja dobičkonosnost tveganega kapitala. Vlagatelji v sklad tveganega kapitala vlagajo pod pogojem, da je njihovo tveganje ustrezno nagrajeno. Začetna stopnja investicij zahteva namreč visoko stopnjo donosa in potrebo po zaključnih strategijah, kot so npr. prve izdaje delnic (angl. *Initial First Offerings, IPO's*). Borze, ki imajo nizke vstopne zahteve za izdajo vrednostnih papirjev in ponujajo nižje stroške, so priljubljeno sredstvo za izhod majhnih tehnoloških podjetij. S povezovanjem borz se omogoča prvim izdajam delnic zadosten obseg in potrebna globina. Po drugi strani pa je delniški trg manj razdrobljen in posledično borze

⁹ Hitro rastoča tehnološka podjetja potrebujejo tvegani kapital. Posebej v začetni fazi obstoja podjetja prično vanj vlagati »venture« kapitalisti in poslovni angeli. Ko je takšno podjetje, t.i. portfolio podjetje, v fazi zrelosti in ne potrebuje več pomoči venture kapitalistov, je nadvse pomembno, kako se zaključi projekt v podjetju. To je poimenovano izhodni mehanizem (angl. *exit mechanism*).

dosegajo višjo tržno kapitalizacijo in likvidnost. Pri tem velja poudariti, da razvoj večjega finančnega trga pomeni boljše možnosti za razpršitev tveganja; rezultat tega pa so tudi nižje zahtevane stopnje donosa za tvegani kapital (Trends and Policy Recommendations of OECD, 2003, str. 19-21).

3.2. ZGODOVINSKI PREGLED POVEZOVANJA BORZ OD LETA 1985-1996

Pomembno vlogo pri povezovanju evropskih borz je v zadnjem desetletju igrala londonska borza, in sicer v obliki sistema SEAQ-I. Prenos trgovanja v London je pogosto vodil v združevanje borz – pogosteje kot katerakoli teorija o enotnem evropskem trgu finančnih storitev. SEAQ-I je deloval kot osrednji trg za evropske borze z britanskimi zakonskimi predpisi (angl. *Big Bang*) iz leta 1986 – le-ta je bistveno dereguliral britanski trg vrednostnih papirjev, medtem ko so se kontinentalne borze borile za lastno modernizacijo. Trgovanje v Londonu ni bilo podvrženo transakcijskim davkom na nebritanske delnice, kot je bila to praksa v kontinentalni Evropi (Domowitz et al., 1999, str. 18-19). Trend se je spremenil po letu 1991; kontinentalne borze so namreč takrat uvedle moderen način trgovanja, ki zagotavlja večjo učinkovitost trgovanja v Evropi.

Zadnjih petnajst let so zahodno evropske borze vrednostnih papirjev začele z vrsto projektov in programov pri sodelovanju med nacionalnimi borzami. V tem obdobju je potekalo najmanj sedem projektov¹⁰ - njihov namen je bil povezati evropske borze ali pa jim priskrbeti panevropski trgovalni sistem, vendar jim je to sprva spodletelo.

3.2.1. Bela Knjiga 1985

Na večino evropskih projektov o povezovanju borz je vplivala Bela knjiga (angl. *White Paper*) Evropske komisije o enotnem evropskem trgu iz leta 1985 (Completing the Internal Market, 1985). Bela knjiga je spodbudila razglas direktiv ter predložila natančno vizijo prihodnjega povezovanja evropskih borz. Med drugim je v njej poudarjena podoba evropskega sistema trga, zahteva po premagovanju ovir pri povezovanju borz in ustvarjanju širšega trgovalnega sistema v Uniji (Internal Market Strategy and Implementation, 2005).

Bela knjiga spodbuja elektronsko povezovanje borz, njihovi člani naj bi pri naročilih svojim strankam ponudili kar najboljše pogoje. Takšno medsebojno povezovanje bi bistveno povečalo globino in likvidnost delniških borz v Uniji ter učinkovitejšo konkurenco tudi na mednarodnih trgih. Pri uresničevanju takšnega sistema so se borze v Evropi lotile različnih projektov in oblik sodelovanja.

¹⁰ Šest od teh projektov so uvedli po letu 1990.

Bela knjiga legitimitira določene cilje finančnih storitev: popolna liberalizacija gibanja kapitala, poenotenje nacionalnih trgov za finančne storitve in ustanovitev strukture skupne regulative za finančne institucije (Scott - Quinn, 1994, str. 121-165).

3.2.2. Idis

Prvi projekt pri medsebojni povezavi borz se je začel ravno z Belo knjigo. Februarja 1984 so evropske borze preučile načrt o elektronskem sistemu izmenjave informacij, imenovanem *InterBourse Data Interchange System (IDIS)*. IDIS je postavil mrežo povezanih borznih parketov v Skupnosti in pošiljal cene delnic za večkrat kotirane vrednostne papirje v Evropski skupnosti (Licht, 1997, str. 40). Temu je kasneje sledila razpršitev sistema za prenašanje nakupnih in prodajnih cen, potrditev trgovanja, omogočanje navodil za poravnave in trgovanja.

V Evropi so se nameravale povezati borze iz Londona, Milana, Bruslja in Amsterdama sredi leta 1985. IDIS ni imel možnosti za uresničitev. Problem je nastal, ko je Amsterdamska borza hotela objaviti samo zaključne cene (angl. *closing price*), ne pa tudi nakupnih in prodajnih (Financieele Dagblad, 1989). V času osnutkov je v Evropi izginjalo tradicionalno trgovanje na parketu, ki ga je nadomestil avtomatski sistem trgovanja. Septembra 1989 je Združenje evropskih borz razpršilo projekt.

3.2.3. Eurolist in Euroquote

Januarja 1990 je Združenje evropskih borz (angl. *Federation of Stock Exchanges in the European Community, FSEEC*) naročilo študijo o oblikovanju, t.i. »super lige« kotiranja oziroma posebnega tržnega segmenta. Hoteli so ustvariti poenoteno kotacijo delnic za 250-300 vodilnih evropskih podjetij (Licht, 1997, str. 40)

FSEEC je istočasno preučeval drug projekt, imenovan Projekt informacij o evropskih cenah (angl. *Price Information Project for Europe, PIPE*), ki je pomenil panevropski sistem poročanja informacij. FSEEC je nadaljeval s projektom PIPE sredi devetdesetih let prejšnjega stoletja – pozneje preimenovanega v Euroquote – kajti projekt IDIS je spodletel. Doseganje predhodnega dogovora o PIPE je bilo enostavno, vendar je projekt super-lige kotiranja povzročil ogorčenje med borzami v Londonu, Parizu in Frankfurtu. Francoska borza si je razlagala enotno evropsko kotacijo kot sistem vključenja same borze, medtem ko je za Britance to pomenilo samo kotiranje delnic. Omenjena razlika v dojemanju je nedoumljiva, tj. različno dojemanje sistema ni več mogoče, odkar se je dobro pozicioniral londonski sistem SEAQ-I in predstavlja osnovo evropskim borzam (Domowitz et al., 1999, str. 41-42).

Sistem SEAQ, povezan z Madridsko borzo, je bil posebno primeren za potrebe institucionalnih investitorjev. Tako so podpirali panevropski trg velikih vlagateljcev. Francozi in Nemci pa so poudarjali potrebe malih vlagateljcev: spodbujali so investiranje v tuje delnice preko lokalnih borznih posrednikov. Francozi in Nemci torej niso bili pripravljeni na nastanek širšega

panevropskega projekta – ker bi sicer sami izboljšali pozicioniranost sistema SEAQ-I. Novembra 1990 je dvanajst borz FESE ponovno ovrednotilo načrte o združevanju evropskih borz. Definirali so dva ločena načrta. Prvi se imenuje Eurolist. To je načrt zmanjšanja razlik v računovodskih pravilih in poenotenja pravil kotiranja, le-ta pa povzroča dražje kotiranje na tujih borzah. Drugi načrt se imenuje Euroquote in predstavlja sistem, ki prenaša cene in informacije podjetij na podjetja notirana na Eurolistu (Licht, 1997, str. 41-44).

Vizija Bele knjige iz leta 1985 je spodbudila povezovanje trgov, zato so Euroquote lahko oblikovali v odličen sistem. Ustvarili so tehnološko infrastrukturo za tri osnovna področja: zbiranje in prenos osnovnih tržnih podatkov ter informacij o podjetjih; razvoj in delovanje avtomatskega komunikacijskega omrežja v realnem času med povezanimi borzami ter sisteme za rutinsko avtomatsko naročanje, izvršitev naročil in potrditev ter avtomatski obračun in poravnavo.

Euroquote so uresničili s sporazumom o združenju. Nastalo je bruseljsko povezano podjetje, ki je bilo oblikovano za trgovanje z vrednostnimi papirji znotraj Skupnosti. Ta projekt ni nikoli uspel. Že od samega začetka so bile polemike med borzami o okviru nalog, ki naj bi jih izvajal Euroquote. Nemci so hoteli, da bi bil Euroquote resnični evropski sistem trgovanja, Britanci pa se niso strinjali - saj niso želeli, da bi SEAQ-I dobil resnega konkurenta.

Velika Britanija ni odnehala z razširitvijo sistema SEAQ-I na vse države članice; le-ta je že deloval kot panevropski notacijski sistem. Temu so kontinentalne borze krepko nasprotovale, še posebno Francozi. Zaradi rivalstva in medsebojnega nezaupanja so se vsi člani FESE pa tudi delničarji Euroquote anonimno odločili, da podjetje v juliju 1991 razpustijo. Euroquote je prvi primer dejanskega neuspeha pri povezovanju borz in sodelovanju med njimi.

3.2.4. Nordquote

Kmalu po uvedbi Euroquote oktobra 1990 so štirje skandinavski trgi razkrili svoj elektronsko informacijski sistem. Skandinavci so menili, da bi bila vsaka posamezna borza premajhna, če želijo pritegniti tuje vlagatelje. Borze v Kopenhagnu, Oslu, Stockholmu in Helsinkih so združile storitve kotacij in podatkov, slednje pa so prodali evropskim borznoposredniškim hišam in vzdrževalcem informacij, kot sta Reuters in Telerate. Leta 1991 so ustanovili Odbor nordijskih borz, da bi zmanjšali notranje ovire trgovanja, povečali likvidnost delnic in si ponovno pridobili trgovalni obseg, ki se je preselil na londonsko borzo. Pri združevanju so naleteli na ovire, saj so imeli različno reguliran delniški trg; razlike so se zmanjšale, ko so se Finska, Švedska in Norveška pridružile Evropski Skupnosti. Plan o združitvi borz je bil sprva odložen, ker je bil politično nesprejemljiv.

Junija 1993 so se štiri nordijske borze – s pridružno borzo v Reykjaviku – dogovarjale, da bi ustanovili Nordijski trgovalni sistem, ki bi ponujal več kot samo prenos cen. Sledila naj bi nadgradnja sistema – in sicer v združeni trgovalni sistem. Tudi ta projekt se je imenoval Nordquote. Glavni namen je bil ponovna pridobitev poslov iz londonskega trga SEAQ-I. To naj

bi dosegli z agresivno politiko – predvsem preko tujih posrednikov in vlagateljev ter s povečanjem tržnega obsega znotraj nordijskega območja (Licht, 1997, str. 46-47).

Sistem Nordquote je naletel na težave avgusta 1995, ker niso uspeli povečati čezmejnih aktivnosti. V tem obdobju se število kotirajočih delnic ni bistveno spremenilo. Neuspeh sistema lahko pripišemo ravno Stockholmski borzi s tujim članstvom na daljavo, borznim posrednikom namreč ni ponujal zelenih prednosti (ali vsaj ne v zadostni meri).

Projekt Nordquote kaže na probleme pri regionalnem povezovanju borz. Drugače tudi ne more biti – v okviru majhnega števila akterjev, ki so nakopičeni v regiji z različno kulturo; imajo skupnega zunanjega konkurenta (londonski SEAQ-I) in si delijo isto trgovalno metodo: gonilo trgovanja so naročila.

Uspešno sodelovanje in združitve borz je torej težko doseči. Nordquote je določene dele trgovalnega procesa avtomatiziral, ni pa ustvaril poenotenega nordijskega trga. Vsaka od borz je bila zaprta in dostopna samo za člane. Nordquote ni ponujal članstva na daljavo, tako da nenordijski borzni posredniki niso imeli možnosti uporabe sistema. Razloge za to je treba iskati v notranji rivaliteti in konkurenci med borzami. Borze in njihovi člani se niso želeli odpovedati monopolu nad »njihovimi« delnicami. Vse ovire pri trgovanju, ki so obstajale pred obstojem Nordquote, so bile posledično še vedno prisotne. Prvi korak združevanja je naredila borza v Stockholmu – s tem ko se je odprla tujim članom. To pa je precej povečalo tržni obseg.

3.2.5. Easdaq

Videti je, da je več projektov povezovanja borz propadlo. Podjetniki so bili prvi pobudniki za ustanovitev panevropskega trga – podoben bi bil ameriškemu Nasdaq in bi regionalno združil delniški trg. V nadaljevanju je podrobneje razložen proces tega združevanja.

Evropska komisija se je novembra 1993 zavzela za finančne probleme majhnih in srednje velikih podjetij. To je omejilo stopnjo rasti v Evropski uniji in zaviralo razvoj proizvodov novih tehnologij. Pot do ustrezne rešitve ni bila lahka – niso namreč želeli specializirati delniških trgov za majhna podjetja. Običajno so za novo nastala podjetja zahtevali minimalno dobičkonosnost, ki pa je niso bili sposobni dosegati. Po številnih študijah je Komisija ugotovila, da obstaja ogromno povpraševanje za evropski delniški kapital majhnih podjetij, hkrati pa tudi interes institucionalnih investitorjev, da bi te delnice kupili (Licht, 1997, str. 48).

Komisija je bila navdušena nad sistemom Nasdaq v ZDA, kjer je kotiralo 79 evropskih delnic in je ustrezal potrebam hitro rastočih podjetij. Odločili so se, da bodo podoben trg uvedli še v Evropski uniji – z namenom učinkovite razpršitve tveganega kapitala in čim višje donosnosti. Izvedbo tega projekta je oviral slabo razvit delniški trg za mlada podjetja (Licht, 1997, str. 48).

Novembra 1994 je nekaj investicijskih in borzno posredniških hiš, ki jih je vodila Zveza evropskega tveganega kapitala (angl. *European Venture Capital Association, EVCA*), ustanovilo

Zvezo evropskih borznih posrednikov (EASD). Namen te zveze je bil ustvariti nov panevropski trg za hitro rastoča podjetja, imenovan EASDAQ (EASD avtomatizirana kotacija), pri tem pa je Evropska komisija priskrbelo finančno in politično podporo. Septembra 1994 so zveza EVCA, US Nasdaq trg, skupina britanskih finančnikov (imenovanih Easdaq-UK) in pariška borza (le-ta je leta 1995 izstopila in ustanovila konkurenčni trg Nouveau Marche) dosegli predhodni sporazum o nastanku elektronske panevropske borze Easdaq. Marca 1995 so Easdaq inkorporirali v Belgiji, in sicer kot delniško družbo. Članstvo Easdaq je hitro naraščalo – je čez dve leti imelo že 92 delničarjev iz 10 držav (Licht, 1997, str. 49-50).

Do maja 1996 se je Easdaq soočil z dvema pomembnima ovirama. Oblasti so namreč zahtevale, da za priznanje Easdaq kot delniškega trga zberejo predpisano število delničarjev. Easdaq so uradno uvedli septembra 1996. Do marca 1997 je na borzi kotiralo osem podjetij s tržno kapitalizacijo 1344 milijonov ameriških dolarjev. Večina izdajateljev je bila iz tehnoloških panog, npr. biotehnologija. Predpisano zahtevo je borza rešila s sporazumom z Nasdaq o navzkrižni kotaciji 20 evropskih podjetij, ki so do sedaj kotirali na ameriških trgih (Manigart, 2000, str. 4-6). Vendar se število kotiranj ni povečevalo.

Poleg tega velja omeniti tudi prednost kotiranja na Easdaq, kajti podjetjem omogoča kotiranje v katerekoli valuti. Kotacije in drugi podatki so posredovani vzdrževalcem informacij – npr. Reuters in Telerate – le-ti jih nato posredujejo vlagateljem. Belgijska bančna in finančna komisija pa nadzoruje Easdaq, slednja sodeluje še z ameriško nadzorno komisijo (SEC).

Easdaq uporablja trgovalni sistem mednarodne zveze trga z vrednostnimi papirji (ISMA), ki se imenuje sistem Trax. Le-ta je namenjen predvsem trgovanju z evroobveznicami in zadostuje zakonodajnim zahtevam. Intersettle – švicarsko podjetje iz Zuericha – poskrbi za poravnavo sistema Easdaq. Marca 1997 je Easdaq najavil združitev bruseljskega sistema Euroclear in luksemburškega Cedel Bank z Intersettle. To je posledično omogočilo institucionalnim investitorjem obdržati svoje delnice Easdaq z bruseljskim Euroclearom in luksemburško Cedel Banko.

Easdaq pa se je moral spoprijeti še z drugim problemom: primanjkovala je namreč širša infrastruktura, ki bi ponujala storitve delniških analiz, kot je bila že ustaljena praksa v ZDA. V Evropi so trgovali na podlagi notranjih informacij, zato ni bilo širših panožnih analiz, ki bi redno spremljala podjetja in komunicirala s trgom (Licht, 1997, str. 21-23). Easdaq so torej uvedli zaradi resnih strukturnih problemov v evropskih financah – a omenjen sistem situaciji ni bil kos.

Easdaq je želela postati vodilna evropska borza za visoko tehnološka podjetja, vendar ji je v prvih treh letih poslovanja – namesto 500 podjetij – uspelo pridobiti zgolj 68, delnice teh pa so večinoma že kotirale na kakšni drugi borzi. Ponudila ni torej nič novega – niti podjetjem niti vlagateljem. Maja 2001 jo je prevzel ameriški Nasdaq in preoblikoval v European Nasdaq. Podjetja, ki bodo kotirala na tej borzi, bodo tako imela dostop do evropskega in ameriškega trga hkrati.

3.2.6. Novi evropski trgi

Borze dosežejo rast na dva načina: in sicer z združitvijo z drugo borzo ali z razvojem novih proizvodov, trgov ali procesov. Tudi ustvarjanje novih trgov je pomembno, npr. za podjetja z velikim potencialom rasti. V primerjavi z ameriški trgi, evropski ne preskrbijo kapitala novim podjetjem. V zadnjih nekaj letih se ta trend nagiba k ustanovitvi novih trgov.

Pariška borza je – vzporedno z začetkom Nouveau Marche februarja 1996 – ustanovila nove evropske trge (Euro.NM). Le-ti so bili oblikovani kot evropsko ekonomsko interesno združenje (EEIG), da bi pospešili čezmejno sodelovanje (Licht, 1997, str. 24-25). Namenjen je skupini za podobne »nove trge« (angl. *New Markets*) v Evropi in ima sedež v Bruslju. Euro.NM so oblikovali kot evropsko mrežo s trgi hitro rastočih podjetij, zgledovali so se po francoskem Nouveau Marche (Manigart, 2000, str. 4-6).

Francoski »Nouveau Marche« ima dvodelno strukturo, katero sestavljata elektronska knjiga naročil z omejitvijo in eno- ali dvakrat dnevne avkcije. Drugi primeri trgov za majhna in nova podjetja, ki so nastali v letu 1996, so londonski Alternative Investment Market (AIM), Euro N.M. Belgium ter frankfurtski Neuer Markt, ki je nastal leta 1997. Do leta 1999 sta se Euro.NM pridružila še amsterdamski Nieuwe Markt in italijanski Nuovo Mercato (Kraupner, 2002, str. 8). Novi trgi v Evropi so nastali zaradi političnih in ekonomskih ciljev pa tudi z namenom financiranja visoko tehnoloških podjetij. Njihov cilj je bil povečanje ekonomske rasti, pospeševanja tehnoloških inovacij in kreiranja novih delovnih mest (Claessens et al., 2003, str. 20-21; Ramos, 2003, str. 7-31).

Evropski novi trgi so poenotili kotacije, razkritja podatkov, pravila trgovanj in povezali trge za skupno trgovanje in izmenjavo podatkov. Zadali so si strateški cilj – to je razviti panevropsko zvezo borz za hitro rastoča podjetja. Po uvedbi evra je ta borza postala magnet za evropska tehnološka podjetja, med njimi je najuspešnejši nemški Neuer Markt. Prehitel je belgijski Easdaq – čeprav na Easdaq kotira več podjetij, je večja likvidnost na Neuer Markt (Hasan et al., 2003, str. 5-7).

3.3. ZGODOVINSKI PREGLED POVEZOVANJA BORZ OD 1996 DO DANES

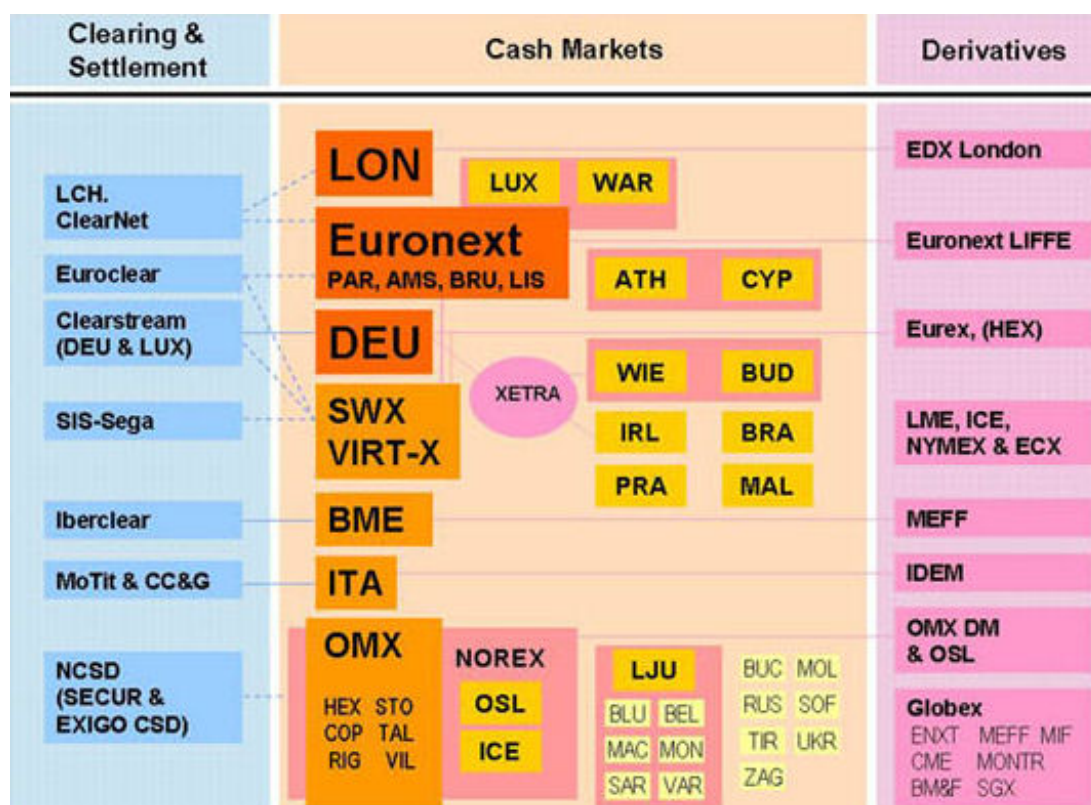
Evropske borze so se torej neuspešno povezovale v začetnih fazah. Razmere so se začele spreminjati v poznih devetdesetih letih prejšnjega stoletja, ko se je začelo udejanjanje predloga Unije o poenotenju evropskega trga.

Povezovanja in sodelovanje med borzami z vrednostnimi papirji in terminskimi borzami je ponazorjeno na Sliki 1 (na str. 14) – borze tako tvorijo kompleksno in mrežno strukturo evropskega delniškega trga. Ob pogledu razvoja vseh danes obstoječih združenj borz opazimo, da so nastali šele med leti 1997 in 2003. Borze uporabljajo različne načine, da zadovoljijo

potrebe vlagateljev in hkrati znižujejo stroške trgovanja, povečujejo likvidnost in neposreden dostop do mednarodnega trgovanja. Evropske borze morajo torej uporabiti določene strukturne prijeme, da se lahko medsebojno povezujejo. Ključno vlogo pri povezovanju evropskih borz ima poenotenje sistema obračuna in poravnave.

V naslednjih točkah tega podpoglavja sledi predstavitev trenutnih aktualnih združevanj evropskih borz, ki so se uspešno oblikovale po letu 1996. Med najuspešnejše zagotovo sodi borza Euronext, ki jo bomo podrobneje spoznali v drugem delu diplomske naloge. Iz Slike 1 lahko razberemo tudi, da so se oblikovala številna združenja borz – npr. Eurex, Norex in BME – ter da so možna še nadaljnja povezovanja evropskih borz.

Slika 1: Trenutne povezave med evropskimi borzami



Vir: The European Exchange Landscape. Združenje evropskih borz (FESE), 2005.

3.3.1. Eurex

Decembra 1996 je Deutsche Boerse ustanovila terminsko borzo Eurex, ki je nastala z združitvijo Deutsche Boerse AG¹¹ in Švicarsko borzo, ter se leta 1998 združila z Deutsche Terminboerse (DTB) in Swiss Options and Financial Futures Exchange (SOFFEX). Terminska borza deluje na enotnem trgovalnem sistemu in poenotениh pravilih in predpisih (Domowitz et al., 1999, str. 7). Eurex je 48 % lastnik borze za energetiko, ki se imenuje European Energy Exchange (EEX). Na

¹¹ V Nemčiji deluje osem borz in so organizacijsko povezane v holdinški sistem – Deutsche Boerse AG. Skladno s ciljem holdinške družbe, da postanejo organizator vodilnega evropskega kapitalskega trga, so se z letom 2000

njej so marca 2001 začeli s trgovanjem z izvedenimi finančnimi instrumenti. Tega leta se je EEX združil z borzo Leipzig Power Exchange.

Podjetje Deutsche Boerse Systems je razvil lasten elektronski sistem za trgovanje in poravnavo, ki omogoča učinkovito strukturo in nizke transakcijske stroške. Podobno kot Xetra, tudi struktura Eurex temelji na popolni tehnični infrastrukturi, ki zagotavlja 99,99% točnost. Tehnično je dostop do Eurexa mogoč od kjerkoli na svetu – preko privatnih telekomunikacijskih poti ali interneta (Gruppe Deutsche Boerse – Unternehmensdarstellung, 2005).

Deutsche Boerse si je agresivno prizadevala s strategijo združevanj. Celotna skupina Deutsche Boerse izvaja posle obračunov in poravnav preko učinkovitih klirinških hiš. Promptni posli so poravnani preko sistema družbe Clearstream, ki so ga ustanovili januarja 2000 – in sicer z združitvijo Cedel International in Deutsche Boerse Clearing AG. Vse izvedene finančne instrumente obračuna in poravna Eurex Clearing AG, ki je v popolnem lastništvu Eurex (Culp, 2002, str. 10-15). Clearstream je še vedno prevladujoč posredovalec poravnav na promptnem trgu za čezmejne posle, ki so sklenjeni izven organizacije Deutsche Boerse.

Eurex je svetovno največji organizirani trg¹² za trgovanje in poravnavo terminskih pogodb in opcij na delnice, indekse ter instrumente kapitalskega in denarnega trga, ki služijo kot zavarovanje pred tveganjem. Eurex je hitro razširil svojo linijo proizvodov. Na voljo so naslednji proizvodi: Euro-Bund Futures¹³, Euro-Bobl Futures, Euro-Schatz Futures, Euro-BUXL Futures, enomesečne in trimesečne terminske pogodbe na EURIBOR, ki sta instrumenta denarnega trga; opcije na terminske pogodbe z izjemo enomesečne terminske pogodbe na EURIBOR (Kraupner, 2002, str. 33). Eurex poleg pogodb na obresti ponuja še vrsto drugih, kot so na primer pogodbe na indekse, delnice, tuje valute (DAX futures, MDAX futures, opcije na DAX), na različne pogodbe o obrestnih merah, na dobro prodajane nemške delnice, na ameriški dolar. Z evro-denominiranimi finančnimi proizvodi, ki temeljijo na obrestnih merah, se trguje tudi na tujih terminskih borzah – zlasti na LIFFE (Domowitz et al., 1999, str. 7-9). Uspeh Eurex temelji na uporabi najširše uporabljenih instrumentov zavarovanja za vse evro denominirane izdaje.

Eurex je pričel navezovati še čezatlantsko sodelovanje, zato je marca 1998 objavil povezavo z borzo Chicago Board of Trade (CBOT). Zveza je razpadla hitreje kot so pričakovali, saj je terminska borza CBOT prevzela britanski trgovalni sistem Liffe Connect v letu 2002. Borza Eurex pa je navezala sodelovanje še z ameriško klirinško hišo Clearing Corp., da bi ustvarili globalno povezavo za poravnave. Tako so februarja 2004 uvedli Eurex US. Eurex je v desetih

preimenovali v Euroboard. V povezavi s švicarsko borzo vrednostnih papirjev pa se je trgovanje z derivativi preko Eurex že preneslo v Zuerich, organizacijo obračuna in izravnave borznih poslov pa v Luksemburg (Clearstream).

¹² S približno 450 milijoni trgovanih pogodb v letu 2000.

¹³ Je Eurexov obvezniški izvedeni finančni instrument, ki je dominiran v evrih, kot tudi Euro-Bobl, Euro-Schatz in Buxl Futures. Vse izdaja Federativna republika Nemčija. Euro-Bund Future je osnovan na dolgoročnih dolžniških instrumentih z rokom dospelja 8.5-10.5 let, medtem ko je Euro-Buxl Futures osnovan na dolgoročnih dolžniških instrumentih z rokom dospelja 24-35 let, Euro-Bobl Futures na srednjeročnih dolžniških instrumentih z rokom dospelja 4.5-5.5 let in Euro-Schatz Future na kratkoročnih dolžniških instrumentih z rokom dospelja 1.75-2.25 let. Euro-Bund, Euro-Bobl in Euro-Schatz Future imajo 6% kuponsko obrestno mero, so svetovno najbolj trgovani

letih od svoje ustanovitve postala vodilna svetovna terminska borza (Gruppe Deutsche Boerse – Unternehmensdarstellung, 2005).

3.3.2. Norex

Norex združuje skandinavske in baltske borze iz Danske, Švedske, Finske, Norveške, Islandije, Estonije in Latvije. Je prva povezava borz, ki uporablja skupen sistem za trgovanje z vrednostnimi papirji na podlagi skupnih pravil in zahtev v trgovanju med posameznimi člani (Background of Norex Alliance, 2006). Zvezo Norex so oblikovali zaradi naraščajočega konkurenčnega boja na trgih kot posledica internacionalizacije, deregulacije, intenzivne uporabe sodobnih tehnologij in vzpostavitve Evropske monetarne unije.

V začetku junija 1997 sta borzi v Københavnu in Stockholmu podpisali pogodbo za oblikovanje strateške zveze borz. Končni sporazum o sodelovanju je bil podpisan v začetku leta 1998 (Background of Norex Alliance, 2006). Junija 1999 se je pričelo poslovanje na skupnem trgovalnem sistemu, imenovanem SAXESS. Pozneje so se zvezi priključile še borze iz Osla, Reykjavika, Helsinkov, Rige in Talina – vključitev v sistem Saxess so izvršili v letu 2004 (Fors, 2005).

Zveza nudi vlagateljem, izdajateljem in članom stroškovno sprejemljivo in visoko kvalitetno poslovanje na navedenih trgih vrednostnih papirjev. Norex ima široko informacijsko mrežo za poslovanje med posameznimi člani. Med člani zveze je nekaj največjih svetovnih investicijskih bank, katerim se omogoča enostaven dostop do vključenih borz in storitev ne glede na vlagateljevo lokacijo. Norex želi v prihodnosti oblikovati skupen trg vrednostnih papirjev. Trenutno že pokrivajo več kot 75 % skandinavskih borznih trgov.

Z nadaljnjim usklajevanjem in lažjim trgovanjem vlagateljev so borze iz Københavna, Stockholma in Osla sklenile pogodbo s podjetjem Morgan Stanley Capital International and Standard za sprejem in oblikovanje splošne klasifikacije industrijskih dejavnosti, ki bo omogočala analiziranje poslovanja na različnih nivojih – na sektorskem, skupinskem in panožnem nivoju.

3.3.3. Virt-x

Virt-x je zveza med londonskim sistemom Tradepoint (TP Group LDC) in švicarsko borzo, s sedežem v Zuerichu. Ustanovljena je bila kot odgovor na vse večje zahteve s strani investicijskih in podjetniških združenj za panevropsko trgovanje s tehnološkimi delnicami. Namen zveze je bil razviti uspešen in stroškovno učinkovit trg za panevropske »blue-chip« delnice. TP Group LDC je nosilec TP Konzorcija, ki združuje ugledna podjetja kot so ABN AMRO Equities Ltd. (Velika Britanija), American Century Investment Management Inc, Archipelago LLC, Credit Suisse First

obvezniški izvedeni finančni instrumenti in so postali »benchmark« oziroma indikator za cene drugih evropskih primerljivih obveznic in obrestnih mer v Evropi, medtem ko ima Euro-Buxl Future 4% kuponsko obrestno mero.

Boston Equities Ltd, Deutsche Morgan Grenfell, Dresdner Kleinwort Wasserstein, Insitinet, JP Morgan Securities Ltd, Merrill Lynch International, Morgan Stanley Dean Witter in UBS Warburg. Januarja 2003 se je švicarska borza uspešno pogajala in odkupila tiste delnice Virt-x, ki še niso bile v njeni lasti. Septembra 2003 se je borza Virt-x registrirala kot privatno podjetje.

Britanski in švicarski trgi so mednarodni finančni centri v Evropi z uglednimi strokovnjaki v upravljanju skladov in trgovanju z vrednostnimi papirji. To predstavlja izjemno velik potencial za Virt-x in omogoča naraščajoče vlaganje v delnice v celotni Evropi, saj niso omejeni z nacionalnimi trgi. Borza Virt-X trguje z delnicami, ki jih vključujejo glavni evropski in nacionalni borzni indeksi kot npr.: AEX, CAC 40, DAX 30, DJ EuroStoxx 50, DJ Stoxx 50, FTSE Eurotop 100, FTSE 100, MIB 30 in SMI; možno pa je tudi trgovanje, ko so delnice izvzete iz obračunavanja posameznih indeksov (About Virt-x, 2005).

Švicarska borza je prispevala svoj trgovalni sistem oziroma tehnično infrastrukturo ter prenesla trgovanje s svojimi tehnološkimi delnicami na novo borzo (Bilten Ljubljanske borze, 2004). Trgovalni sistem je sposoben obvladovanja izjemno velikega števila transakcij v zelo kratkem času. Sistem in informacijska mreža sta preizkušena in zagotavljata stabilnost, funkcionalnost in zanesljivost. Način povezave s sistemom Virt-x je lahko neposreden ali pa poteka preko neodvisnih ponudnikov programske opreme. Sistem Virt-x omogoča tudi trgovanje z indeksnimi skladi (ETF), ki nudijo vlagateljem enako fleksibilnost in likvidnost v poslovanju kot delnice, ter omogočajo hitro odzivanje na tržna dogajanja. Virt-x ponuja ogromno prednosti tudi pred drugimi podobnimi sistemi glede vključitve v njihov sistem.

Za doseganje in uresničitev vseh prednosti na trgih s tehnološkimi delnicami ni dovolj le, da poteka poslovanje po konkurenčnih cenah na vrhunskem trgovalnem sistemu, ampak je mogoče doseči stroškovne učinke in koristi tudi z vzpostavitvijo enotnih pravil poslovanja in s skupnim sistemom obračuna in poravnav za vse tehnološke delnice. Virt-x deluje na podlagi britanske zakonodaje in nadzora, medtem ko uvrstitev vrednostnih papirjev na to borzo – kot tudi regulacija obveščanja in prevzemov – poteka pod nadzorom institucij iz držav, kjer je sedež podjetja.

Borza Virt-x je vzpostavila prvi vseevropski sistem za čezmejno trgovanje, imenovan Pan-European Central Counterparty Structure (CCP), ki predstavlja izjemno pridobitev za člane: omogoča stroškovne in operative koristi ter zagotavlja anonimnost v vseh stopnjah čezmejnega trgovanja. Borza je uspešna, saj zagotavlja likvidnost švicarskih delnic in nižje stroške trgovanja in poravnav v primerjavi s čezmejnimi trgovanjem na nacionalnih borzah (About Virt-x, 2005).

3.3.4. New European Exchange (NEWEX)

Borze novih članic Evropske unije kljub naprezanju ne morejo držati koraka z zahodnoevropskimi finančnimi trgi – saj so večinoma premajhne in še ne dovolj razvite, da bi lahko pomembneje pripomogle k financiranju gospodarske rasti. Za tranzicijske dežele je bila še

posebej zanimiva najava ustanovitve novega trga, ki naj bi se specializirala za trgovanje z delnicami največjih tranzicijskih podjetij.

Dunajska in nemška borza sta novembra 2000 vzpostavili novo borzo za trgovanje z delnicami držav srednje in centralne Evrope (CEE), imenovane New European Exchange (NEWEX). Deluje na podlagi trgovalnega sistema frankfurtske borze Xetra, poravnava pa poteka preko Clearstream Banking AG (Bilten Ljubljanske borze, 2004). Na borzi trgujejo s 113 delnicami, katerih izdajatelji so iz srednje in vzhodne Evrope.

Newex je začela trgovanje z dvajsetimi posredniškimi hišami in devetdesetimi podjetji, vključno z ruskimi naftnimi giganti Lukoil, Gazprom in Tatneft, madžarskim naftnim dobaviteljem MOL, MATAV (Telekom) in banko OTP, češko banko Ceska Sporitelna in poljskim proizvajalcem programske opreme Softbank. Pričakovali so, da bo kotiralo več podjetij (Geschichte der Wiener Boerse, 2004; AFP, 2000). Delnice Newex so bile sprva trgovane na parketu frankfurtske borze, nadalje pa vse bolj preko sistema Xetra. Newex je edini trg v evro območju, na katerem kontinuirano trgujejo delnice iz CEE regije v evrih (Geschichte der Wiener Boerse, 2005).

Največji konkurent borze Newex predstavlja sistem SEAQ, saj na londonski borzi kotira veliko število podjetij iz območja CEE, ki jim lahko ponuja večjo likvidnost (AFP, 2000). Poleg mednarodnega sistema SEAQ obstajata še dva konkurenta – in sicer belgijska borza Easdaq in berlinska borza. Newex zahteva, da mora vsaka delnica na borzi imeti vsaj enega profesionalnega trgovca (med njimi sta tudi Baader Wertpapierhandelsbank in Centrobank) z namenom zagotoviti likvidnost.

O poteku projekta ustanavljanja je v zadnjem času kaj malo vesti. Verjetno pa je to potrebno povezati z dejstvom, da niti borze niti družbe s sedežem v tranzicijskih deželah niso pokazale pravega interesa za delovanje takšnega trga (Bilten Ljubljanske borze, 2004).

3.3.5. International Exchanges (iX)

Švedsko podjetje za izdelavo finančne programske opreme OM je septembra leta 2000 poskusilo prevzeti londonsko borzo (LSE). Slednja je že pred tem imela ambicije povezati se z nemško Deutsche Boerse in ameriškim Nasdaqom v borzo iX (angl. *International Exchange*). Z združitvijo bi nastal zares globalen trg tako za podjetja kot varčevalce, ki bi predstavljal 53 % obsega evropskega trgovanja (Harrison, 2000; Ramos, 2003, str. 12).

Poskus prevzema je spodletel, kajti zastarela sestava londonske borze ni bila zmožna zagotoviti najučinkovitejšega trga kapitala. To je izraz potrebe po zniževanju visokih stroškov poslovanja in zagotavljanja globalnega dostopa do kapitala. Londonska in frankfurtska borza sta danes navadni delniški družbi, katerih delnice celo kotirajo na borznem trgu. Tako sta – vsako drugo podjetje – pod skrbnim in natančnim nadzorom trga kapitala (Benedek et al., 2001, str. 80-83).

Ponujeno iX spojitve med Deutsche Boerse in LSE si lahko razložimo s povečanim vplivom politike na odločitve borz. Najavili sta nastanek povsem nove pravne osebe za organizacijo poslovanja z vrednostnimi papirji, katere prvi predsednik uprave bi bil sedanji predsednik uprave nemške borze. Sedež nove borze bi bil v Londonu, medtem ko bi poslovanje potekalo tako v Londonu kot v Frankfurtu. Po velikosti bi bila to tretja največja svetovna borza, na kateri naj bi se odvijala več kot polovica vsega evropskega vrednostnega obsega poslovanja z delnicami (Bilten Ljubljanske borze, 2004).

V nastali pravni osebi bi imela vsaka od navedenih borz polovični delež: londonski del bi v začetku skrbel za trgovanje z delnicami največjih izdajateljev Velike Britanije in Nemčije, nato pa bi svoje poslovanje razširil tudi na delnice drugih evropskih blue-chip podjetij. Frankfurtski del bi skrbel za trg majhnih, hitro rastočih podjetij s poudarkom na tehnoloških delnicah. Pri slednjem naj bi šlo za nadgradnjo trga Neuer Markt ob tehnološki (verjetno tudi kapitalski) podpori sistema NASDAQ, ki po vrednostnem obsegu poslovanja z delnicami predstavlja svetovno največji delniški trg (Hasan et al., 2003, str. 5-7). Gre za izkušenega organizatorja trgovanja z delnicami predstavnikov nove ekonomije, ki je po mnenju uprav obeh borz zaradi svojih izkušenj primeren partner pri oblikovanju učinkovitega, preglednega in likvidnega poslovanja z vrednostnimi papirji tehnoloških izdajateljev. Sodelovanje omenjene elektronske borze bi po eni strani okrepilo zaupanje vlagateljev v borzno poslovanje, po drugi strani pa kotirajočim delniškim družbam omogočalo še bolj učinkovito zbiranje dodatnega kapitala za potrebe svojega poslovanja.

Odločitev glede prostorske razdelitve poslovanja z delnicami je bila pogojena z dejstvom, da je londonski trg že tradicionalno največji evropski delniški trg in naj zaradi tega še naprej ostaja center trgovanja z delnicami največjih in najbolj poznanih evropskih delnic – ugotovili pa so tudi, da je ta trg v zadnjem času (kar zadeva tehnološke delnice) nekoliko zaspal. Alternative Investment Market (AIM) kot del londonske borze, specializiran za kotacijo delnic majhnih in srednjih velikih podjetij, namreč ne daje pravih rezultatov; predvsem pa ne sledi v zadostni meri razvoju internetskih poslov. Poslovno elastičnost je na tem področju pokazala Nemška borza z ustanovitvijo in uspešnim delovanjem posebnega tržnega segmenta Neuer Markt, specializiranega zlasti v tehnološke delnice. Uspešnosti projekta ni botroval le pravočasni nastanek zamisli in temu sledeča vzpostavitev ločenega segmenta za trgovanje s tehnološkimi delnicami in rastoči interes investicijske javnosti za tovrstne naložbe, temveč tudi uporaba ustreznega trgovalnega sistema. Nemški trgovalni sistem Xetra se je pri tem izkazal za zelo zanesljivega in dovolj zmogljivega, da bi jo pri svojem poslovanju uporabljala tudi borza iX.

Deutsche Boerse in Londonska borza sta s širjenjem svojih storitev in spremenjenim konceptom poslovanja začeli odpirati svoje lastništvo širši javnosti¹⁴ in postajati vedno bolj dobičkonosni organizaciji. Koncept vzajemnega lastništva borze in članstva na borzi se s tem spremeni, borzi (ali le iX) pa bi tako postali javni delniški družbi – njihove delnice bi kotirale na borznem trgu (Bilten Ljubljanske borze, 2004). Nova borza bi tako bila povsem konkurenčna newyorški borzi,

¹⁴ Ta proces imenujemo demutualizacija (angl. *demutualisation*).

zelo verjetno povezana s sistemom NASDAQ; okrepila pa naj bi se še s pridružitvijo Milanske in Madridske borze, saj so bila v teku že resna pogajanja (Hasan et al., 2003, str. 5-7).

3.3.6. Španski holding BME (Bolsas y Mercados Españoles)

Španski trg kapitala se ni razvijal do pozne polovice dvajsetega stoletja, čeprav so se druge regionalne borze združile, predvsem po smrti generala Franco. Leta 1978 je Španija sprejela novo ustavo, ki je ustvarila boljše pogoje vlaganja. Julija 1989 je španski Zakon o trgu z vrednostnimi papirji uvedel obširne reforme. Leta 1995 so prepovedali trg s prostim izklicevanjem (What is BME?, 2004).

Leta 2003 je nastal Bolsas y Mercados Españoles (BME), kot odziv na spremenjeno mednarodno finančno okolje, kjer je povpraševanje vlagateljev, posrednikov in podjetij glede storitev in proizvodov – in sicer znotraj okvirov tveganja, transparentnosti, fleksibilnosti in konkurenčnosti. Z združitvijo španskih trgov so dosegli razvejano strukturo znotraj evropskega okvira, ki pokriva celotno vrednostno verigo na trgu z vrednostnimi papirji – od trgovanja do poravnave. Velikost in struktura omogočata bolj učinkovito uporabo sredstev, zniževanje stroškov in racionalizacijo storitev.

Bolsas y Mercados Españoles združuje podjetja, ki upravljajo in usmerjajo trge z vrednostnimi papirji in finančne sisteme v Španiji. BME sestavljajo naslednje borze vrednostnih papirjev: Barcelona, Bilbao, Madrid in Valencia ter MF Mercados Financieros in Iberclear. BME je ena izmed štirih vodilnih borz v Evropi glede na obseg poslovanja. Španski združeni trg, z obsegom poslovanja preko 450.000 milijonov evrov leta 2002, ima najbolj diverzificirano strukturo v Evropi, njegova razširjenost pa mu omogoča odlične pogoje ob mednarodnem konkuriranju. Leta 2002 je promet z vrednostnimi papirji presegel 689.000 milijonov evrov (What is BME?, 2004). Zrelost dosežena na spot trgih v 90. letih prejšnjega stoletja se je odrazila v uspešnosti trgov pri izvedenih finančnih instrumentih. Leta 2002 se je trgovalo s preko 49 milijonov opcij in standardiziranih terminskih pogodb. Rast glede na leto 2000 je bila približno 100%.

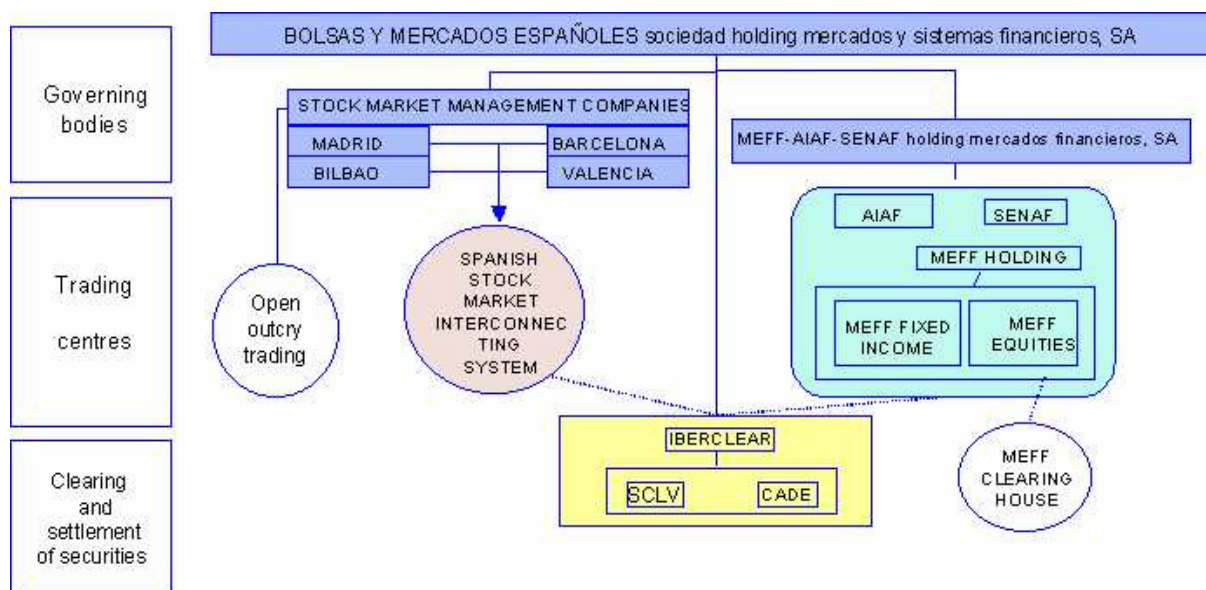
BME vključuje trg javnega dolga, ki je nekajkrat večji kot podobni trgi v drugih državah. Obseg poslovanja z javnim dolgom je leta 2002 presegel 18.000 milijard evrov. Skupni promet z vrednostnimi papirji s stalnim donosom pa je bil leta 2003 skoraj 2.800 milijard evrov (What is BME?, 2004).

Slika 2 (na str. 22) ponazarja glavne družbe, ki tvorijo Bolsas y Mercados Españoles – med njimi so štiri borze, ki uporabljajo enoten trgovalni sistem. Z državnimi vrednostnimi papirji se trguje na OTC¹⁵ (angl. *over the counter*) trgu in preko sistema CADE. Skupaj z nekaj latinsko ameriškimi borzami upravljajo Latibex, evrotrg latinskoameriških vrednostnih papirjev. Med družbami skupine BME so (What is BME?, 2004):

¹⁵ Je neorganizirani trg, ki poteka mimo borze.

- **Borza vrednostnih papirjev v Barceloni:** nadzoruje in upravlja sekundarni trg, postavlja pravila o trgovanju za svoje člane in odloča kateri vrednostni papirji bodo sprejeti na borzo. Razen stalnega dohodka in trga vrednostnih papirjev upravljajo poslovanje in poravnavo javnega dolga katalonske regionalne vlade.
- **Borza vrednostnih papirjev v Bilbao:** za to borzo veljajo enaka pravila kot za borzo vrednostnih papirjev v Barceloni, le da deluje na področju baskovske regije.
- **Madridska borza vrednostnih papirjev:** odloča o sprejemu vrednostnih papirjev na borzo, nadzoruje in upravlja sekundarni trg, stalni osebni dohodek, javni dolg, garancije in certifikate. V lasti ima naslednje družbe: *Compañía Informática de Bolsa*, ki razvija računalniške sisteme, zagotavlja računalniško podporo španskemu sistemu in sistemom nekaterih držav Latinske Amerike; *Visual Trader Systems S.L.*, ki posreduje zahteve finančnih institucij španskemu trgu in zunanjim trgov prenaša naročila; *Infobolsa*, ki je v polovični lasti Bolsa de Madrid in Deutsche Börse, in ponuja trenutne, realne informacije o finančnih trgih.
- **Valencijska borza vrednostnih papirjev:** nadzoruje in upravlja sekundarni trg, postavlja pravila o trgovanju za svoje člane in odloča, kateri vrednostni papirji bodo sprejeti na borzo. Razen stalnega dohodka in trga vrednostnih papirjev trgujejo obveznicami in zadolžnicami Bancaje.
- **Meff Aiaf Senaf** oziroma Holding de Mercados Financieros, S.A. – sestavljajo ga: *MEFF Renta Fija*, ki upravlja španski trg terminskih pogodb; *MEFF Renta Variable*, ki upravlja trg izvedenih finančnih instrumentov in je tudi protiutež glavnim finančnim instrumentom: Ibex 35 futures, Ibex 35 options, mini Ibex 35 futures in terminske pogodbe ter opcije; *AIAF Mercado de Renta Fija S.A.*, ki deluje kot upravno telo trga fiksnih osebnih dohodkov ter upravlja in nadzira primarni in sekundarni dolžniški trg; *SENAF*: upravlja elektronski trg za trgovanje z javnim dolgom; *MEFF Services in MEFF Euroservices*, ki skrbita za razvoj in poslovanje sistema obdelave podatkov, trgovanje in obračun izvedenih finančnih instrumentov, posredovanje naročil evropskim trgov, razpršenost trgov terminskih pogodb in opcij.
- **Iberclear** je centralna španska klirinško-depotna hiša, ki skrbi za računovodska poročila ter obračun in poravnavo vrednostnih papirjev izdanih za trgovanje na španskih trgih in upravlja AIAF in Latibex. Upravlja sisteme evidentiranja, obračuna in poravnave na trgih vrednostnih papirjev, latinoameriški trg vrednostnih papirjev, javni dolg ter AIAF trg.

Slika 2: Organizacijska struktura španskega holdinga Bolsas y Mercados Españoles



Vir: What is BME?, 2004.

3.3.7. Sodelovanje Ljubljanske borze vrednostnih papirjev z evropskimi

Z včlanitvijo Slovenije v Evropsko unijo je slovenski kapitalski trg v neposredni konkurenci s trgi EU. Posledice včlanitve so odvisne predvsem od vloge, ki jo ima kapitalski trg v okviru finančnega trga v Sloveniji. S članstvom je morala Slovenija sprostiti pretok vseh oblik kapitala, saj pravni red EU na tem področju zahteva tako rekoč popolno liberalizacijo pretoka kapitala in plačil med državami članicami ter tretjimi državami.

Za izboljšanje likvidnosti, ki je sedaj osnovni problem sekundarnega trga, pa bo potrebno sprejeti druge ukrepe: npr. okrepljena vloga institucionalnih investorjev, kot so pokojninski skladi, zavarovalnice na tem trgu, povezovanje Ljubljanske borze s trgovalnimi sistemi drugih borz ter kompatibilnost sistemov poravnave in izmenjave informacij (Bilten Ljubljanske borze, 2004). Za razvoj tega trga je vsekakor pomembna enostavnost postopkov za uvrstitev vrednostnih papirjev na organiziran trg, povečanje stroškovne učinkovitosti, transparentnosti in stabilnosti, kar je v veliki meri odvisno tudi od ustreznosti pravnega okvira in nadzora.

Evropske združevalne procese pozorno spremlja tudi Ljubljanska borza vrednostnih papirjev. Na borzi je način in potek trgovanja organiziran po vzoru drugih svetovnih borz vrednostnih papirjev po svetu. Z borznim poslovanjem se lahko ukvarjajo le za to pooblašene institucije in posamezniki. Trgovanje na borznem trgu poteka preko elektronskega informacijskega sistema, imenovanega BTS, v preteklosti pa je trgovanje potekalo na borznih sestankih z javnim izklicem cen vrednostnih papirjev. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev ima organiziran sistem elektronskih objav (SEO) in je preko SEOnet dostopna vsem vlagateljem. Med poglavitne dejavnosti Ljubljanske borze štejemo: organiziranje povezovanja ponudbe in povpraševanja v prometu z vrednostnimi papirji, informiranje o ponudbi, povpraševanju, tržni vrednosti in drugih

podatkih o vrednostnih papirjih, objavljane tečajev papirjev in tehnične storitve za potrebe organiziranega trgovanja (Bilten Ljubljanske borze, 2004).

Ljubljanska borza je strateško usmerjena na širitev svojega tehnološkega znanja na jugovzhodne trge (trge Pakta stabilnosti) in s tem nadaljevanje širjenja vpliva slovenskega gospodarstva na ta del Evrope. Aktivno sodeluje v združenjih WFE (prej FIBV), FESE in CESI in se zavzema za vzpostavitev pogojev, ki bodo Ljubljanski borzi omogočali enakovredno vključevanje v prihodnje potencialne zveze in združenja borz, pri čemer je še poseben poudarek namenjen bilateralnemu sodelovanju na tem področju. Borza je usmerjena k razvoju novih elektronskih storitev kot informacijskega središča (nadgradnja sistema BIS oziroma BTS, SEOnet in ostale infrastrukture).

Pozicioniranje Ljubljanske borze je usmerjeno v dve smeri. Proti jugovzhodu skuša zasesti pomembne pozicije najprej predvsem na področju nekdanje Jugoslavije. Podpisane so že pogodbe o sodelovanju z Banja Luko, Sarajevom in Skopjem. V tem okviru je ključna strategija slovenske vlade, da sodeluje v Paktu stabilnosti (Bilten Ljubljanske borze, 2004).

Aprila 2001 sta Ljubljanska in Makedonska borza podpisali sporazum o sodelovanju, ki med drugim vključuje izmenjavo informacij o delovanju trgov, v prihodnje pa tudi možnost medsebojnega uvrščanja vrednostnih papirjev v borzno kotacijo ter možnost istočasnega članstva na obeh borzah. Sporazum je bil podpisan ob začetku delovanja elektronskega trgovalnega sistema BEST, ki ga je makedonska borza vzpostavila s pomočjo tehnološkega znanja in s prenosom tehnologij borznega trgovalnega sistema BTS Ljubljanske borze.

Poleg sodelovanja z nekdanjo Jugoslavijo je zanimiv še severozahod Evrope – predvsem Londonska borza. Novembra 2000 je Ljubljanska borza podpisala sporazum o sodelovanju z Londonsko borzo, da bi izboljšala komunikacijske poti, poglobila medsebojne odnose ter nadaljnji razvoj finančne industrije v Sloveniji in Veliki Britaniji. Sodelovanje zajema redna srečanja in poročanja o dejavnostih obeh borz; še posebej poročanje o delovanju trgov, ki ju organizirata. Ta korak je zelo pomemben za slovenski trg, saj dodatno spodbuja hitrejši razvoj poslovanja z vrednostnimi papirji. S skupnim sodelovanjem si obe borzi prizadevata zagotoviti redne in pravočasne informacije o vrednostnih papirjih, s katerimi se trguje na obeh borzah hkrati – pri tem pa skrbita za zaupnost pridobljenih podatkov.

Nadaljnje možnosti povezovanja Ljubljanske borze s katero izmed evropskih borz niso izključene, čeprav so pred sprejemom evra leta 2007 majhne. O mogočih kapitalskih povezavah se Ljubljanska borza pogovarja z dunajsko in nekaterimi borzami iz novih članic Evropske Unije (Bilten Ljubljanske borze, 2004).

4. ANALIZA VKLJUČITVE AMSTERDAMSKE BORZE V EURONEXT

Amsterdam Exchanges (Euronext Amsterdam) predstavlja javni nizozemski delniški trg, trg obveznic, opcij, finančnih in standardiziranih terminskih pogodb, povezano organizacijo poravnave in nizozemski centralni depo vrednostnih papirjev, ki ponuja storitve bankam in posrednikom. Je domači trg za nizozemske delnice in obveznice, opcije in terminske pogodbe na njihovi osnovi. Ti produkti imajo najvišjo stopnjo likvidnosti v Amsterdamu. Nizozemski finančni minister je AEX podelil dovoljenje za opravljanje borznih poslov (About us: History of Euronext, 2006).

Amsterdamska borza je ena izmed majhne skupine borz, ki je hitro zaznala prednosti za vlagatelje in kotirajoča podjetja, s kombinacijo trga z delnicami in opcijami in povezanim sistemom obračuna in poravnave. Amsterdam Exchanges je bila ustanovljena 1. januarja 1997. Demutualizacija¹⁶ borze je posebej zanimiva, saj so delnice prodali institucionalnim investitorjem pa tudi izdajateljem in posrednikom (De Beurs, 2005).

Amsterdamska borza ima dolgo tradicijo in jo priznavajo kot najstarejši delniški trg na svetu, saj je s trgovanjem začela že leta 1602. Po tržni vrednosti spada AEX delniški trg med deseterico najboljših na svetu. Čeprav je Nizozemska majhna, je svetovni vodja ekonomskih dejavnosti. Mnogo mednarodnih podjetij ima sedeže na Nizozemskem. Majhna in srednje velika nizozemska podjetja uspešno poslujejo v primerjavi z drugimi državami. Ta mednarodni pogled je samo ena od prednosti, ki jih ponujajo kotirajočim podjetjem na AEX. Amsterdamski borzi dajejo ugled nekatere multinacionalke, kot so Royal Dutch, Unilever, Philips, ABN Amro, ING Group, AKZO Nobel, KLM, Ahold in Aegon (Engelen, 2005, str. 3-30).

V nadaljevanju je povezovanje evropskih borz prikazano na primeru vključitve Amsterdamske borze v Euronext¹⁷. Sprva je na kratko opisan nizozemski finančni trg in institucije na nizozemskem trgu vrednostnih papirjev, nato Amsterdam kot finančni center ter predstavitev holdinga Euronext N.V. Na koncu so podane še posledice vključitve Amsterdam Exchanges v Euronext.

4.1. NIZOZEMSKI FINANČNI TRG

Na Nizozemskem so imeli pet sprememb ureditve zakonodaje, saj je imela nizozemska vlada visoko stopnjo zadolženosti in visok javni deficit sredi osemdesetih let. Leta 1992 so se odločili, da privatizirajo dva največja javna pokojninska sklada – PGGM (niz. *Stichting Pensioenfondsen voor de Gezondheid, Geestelijke en Maatschappelijke Belangen*) in ABP (niz. *Algemeen*

¹⁶ Je trend lastniškega odpiranja borz. Obstajata dva glavna modela. Prvi vključuje lastništvo finančnih institucij in izdajateljev, pri drugem pa gre za lastništvo splošne javnosti. To je lastništvo brez omejitev – borza s svojimi vrednostnimi papirji kotira na borznem trgu. Narava borz se spreminja: iz neprofitnih organizacij s kotacijo na trgu vrednostnih papirjev in odprtim lastništvom postajajo profitne institucije.

¹⁷ Pri pripravi tega dela mi je bila v največjo podporo spletna stran Euronext.

Burgerlijk Pensioenfondsen). Sklada sta vlagala v nizozemske državne obveznice in nepremičnine, vendar sta kasneje spremenila politiko vlaganja in se preusmerila predvsem v delnice (Engelen, 2005, str. 3-30). Privatizacija in liberalizacija je posledično zahtevala, da so nizozemski posredniki izgubili velik del trgovine, kajti naložbe so se preselile iz Amsterdama v London in New York.

Z nadaljnjo regulacijo nizozemskega finančnega trga so odpravili zakonske ovire in ohranili finančni pluralizem na Nizozemskem. Leta 1990 je nizozemska centralna banka uradno dovolila medpanožne združitve med komercialnimi bankami in zavarovalnicami ter tudi med borznimi posredniki in specializiranimi premoženjskimi trgovci. Nizozemska finančna industrija se je posledično hitro združila in nastali sta ING in ABN Amro, ki nudita vse finančne storitve.

Spremembo zakonodaje so zahtevala številna združevanja in izpopolnjeni instrumenti, ki so jih ustvarili konglomerati. Regulaciji finančnega trga je sledila sektorska usmerjenost, to je usmerjenost k premoženjskim trgovcem (Interna gradiva Kasbank, 2005). Po letu 2000 so uvedli funkcijski model. Privatni nadzor bank in zavarovalnic so nadomestili z nizozemsko centralno banko, medtem ko je regulacijo vodenja poslov prevzel prejšnji nadzornik borze (angl. *Financial Market Authority, AFM*). Nadaljnji učinki so bili profesionalizacija zakonodajnega aparata na Nizozemskem, razširitev ureditve zakonodaje in stopnja strokovnega znanja zakonodajalcev.

Na mednarodni ravni je Maastrichtska pogodba iz leta 1992 povzročila popolno izgubo monetarne neodvisnosti z uvedbo evra leta 1999, kot tudi izgubo finančnega nadzora nizozemske centralne banke. Povrhu vsega je v devetdesetih letih Amsterdam izgubil v tekmi s Frankfurtom za sedež Evropske centralne banke (Engelen, 2005, str. 3-30). Temu je sledila postopna širitev evropske konkurenčne politike – državna podpora, jamstva in fiskalne stimulacije, da bi preprečili izvoz pod ceno. Po drugi strani pa je Evropska Unija poskusila poenotiti evropski finančni trg, da bi postal konkurenčen glede globine, likvidnosti in cen.

Za razumevanje delovanja nizozemskega trga vrednostnih papirjev je potrebno upoštevati organiziranost finančnega trga. Pomembne institucije nizozemskega trga vrednostnih papirjev, ki predstavljajo njegovo »infrastrukturo«, so (Netherlands, 2001, str. 346):

- **Komisija za vrednostne papirje** (niz. *Stichting Toezicht Effectenverkeer, STE*), ki je bila ustanovljena leta 1988. Naloga STE je zagotoviti ustrezno delovanje trga z vrednostnimi papirji, zaščititi položaj vlagateljev in povečati transparentnost trga z vrednostnimi papirji. Od februarja 1989 dalje je Ministrstvo za finance zadolžilo STE za kontrolo nad Amsterdamsko borzo (Netherlands, 2001, str. 346). Na domači ravni deluje STE skupaj z De Nederlandsche Bank in Insurance Industry Board (niz. *Verzekeringkamer*), na mednarodni ravni pa skupaj z Mednarodno komisijo za vrednostne papirje (IOSCO) in Forumom za evropsko komisijo vrednostnih papirjev (FESCO).
- **Inštitut za vrednostne papirje** (angl. *Dutch Securities Institute, DSI*), ki je bil ustanovljen za pospešitev zaupanja vlagateljev v sektor z vrednostnimi papirji. Inštitut povečuje kvaliteto

in skladnost oseb, ki delujejo na nizozemskem trgu vrednostnih papirjev, kot so npr. trgovci, investicijski svetovalci, premoženjski upravitelji in investicijski analitiki. To dosega z zahtevami glede znanja in izkušenj teh strokovnjakov.

- **Združenje delničarjev** (niz. *Vereniging van Effectenbezitters, VEB*), ki so ga ustanovili leta 1924. Le-ta podpira interese delničarjev in delničarstva na sploh.
- Inštitut **Necigef** (niz. *het Nederlands Centraal Instituut voor Giraal Effectenverkeer BV*), ki je v skladu z Zakonom o prometu z vrednostnimi papirji (niz. *Wet Giraal Effectenverkeer, Wge*) odgovoren za knjiženje transakcij, kot tudi za nadzor, vodenje in upravljanje z vrednostnimi papirji v imenu udeležencev. Necigef je popolnoma podrejen Euronext Amsterdam N.V. Nederlands Interprofessioneel Effectencentrum (NIEC); ta izvaja upravljanje s papirji, ki ga ne zajema zakon Wge, kot so npr. nematerializirane obveznice.

4.2. AMSTERDAM KOT FINANČNI CENTER

Amsterdam je takoj postal pomemben finančni center, ko se je sedem nizozemskih provinc združilo in objavilo neodvisnost od Španije leta 1579. Povečano trgovanje blaga in finančnih instrumentov je vzpodbudilo izgradnjo blagovne in finančne borze v Amsterdamu, ki so jo odprli leta 1611. Le-ta je prinesla mnogo inovacij: kotiranje zavarovalnih polic za kritje tveganja čezmorske trgovine, ki je segala na daljne obale Novega sveta. Bančništvo ni več prevladovalo v Italiji, kjer so utrpeli nekaj bankrotov, temveč je vzcvetelo v Amsterdamu, skupaj z borzo.

Druga razvojna inovacija sta bili ustanovitev nizozemske Vzhodnoindijske družbe (niz. *Verenigde Oostindische Compagnie, VOC*) leta 1602 in prva izdaja delnic tega ladjedelniškega podjetja. Zaradi teh razlogov priznavajo Amsterdam kot prvo resnično borzo z vrednostnimi papirji na svetu. Zanimanje vlagateljev za VOC delnice je povečalo njihovo ceno za dvanajstkrat in je pripomoglo k uvedbi opcij in standardiziranih terminskih pogodb na zaželeno delnice, s tem pa so postavili temelj Amsterdamu kot trgu izvedenih instrumentov.

Uspeh amsterdamske trgovine je ustvaril tudi prvi glavni mehurček, znan kot »tulipmanija« iz leta 1634, ki je počil tri leta kasneje (Mikmak, 2002). Leta 1851 je bila ustanovljena Zveza amsterdamske borze (niz. *Vereniging voor de Effectenhandel*) za reguliranje delniškega trgovanja. Zahtevala je članstvo, katero omogoča trgovanje na parketu. Leta 1997 je zveza opustila model članstva in se spojila z Evropsko borzo opcij, ki je bila ustanovljena 1978, da bi tekmovala z borzo Chicago Board Options Exchange. Novo podjetje, poimenovano Amsterdam Exchanges, deluje na delniških in terminskih trgih ter opravlja konsolidirane obračune, poravnave in depozitne storitve. Nova struktura je prispevala k spojitvi v Euronext.

Med devetdesetimi leti je naraščajoče število borz nadomestilo staro trgovanje z odprtim izklicevanjem na parketu in zamenjalo z elektronskim trgovanjem z dostopom na daljavo in sistemom odprte knjige (angl. *open book*) na virtualnem trgovalnem sistemu. Kot rezultat tržne

deregulacije v 80. letih so bile borze potisnjene v hudo konkurenco z drugimi velikimi mednarodnimi institucionalnimi investitorji (Engelen, 2005, str. 3-30). Ključ do ekonomije obsega je postala likvidnost. Posledično se je povečala virtualnost borze, ki omogoča boljše dostopnost, znižanje transakcijskih stroškov in informacij ter večjo likvidnost.

Virtualizacija je povečala področno razpršitev posrednikov in trgovcev, vsaj v Amsterdamu. Povečalo se je število finančnih institucij z licenco trgovanja na AEX z dostopom na daljavo. Amsterdam se je odločil za homogenizacijo in horizontalno integracijo zaradi položaja podružnice AEX v Euronext in sedanjega boja med nacionalnimi elitami za funkcionalno in/ali teritorialno segmentacijo evropskega finančnega trga.

Vedno več tujih bank prihaja v Amsterdam, da bi bile bliže nizozemskemu delniškemu trgu. Poseben interes so izkazovala v majhna in srednje velika podjetja – predvsem tista, ki so manj poznana. Nizozemsko vidijo zanimivo tako za vlaganje kot tudi pokojninske sklade. Nizozemska ponuja zanimiv način financiranja podjetij, kvalitetno in fleksibilno osebje, nizko jezikovno oviro, liberalni pogled (vrednote delničarjev) in dobro fizično (Schipol) ter tehnično infrastrukturo. To ima velik prispevek k vlogi AEX v Evropi, ki jo lahko uresniči (Wellink, 1999).

Amsterdamski finančni trg ima malo kritične mase pri evropskem povezovanju borz. AEX je prevzel posebno vlogo med manjšimi borzami, saj ponuja sedanjim institucionalnim investitorjem kvalitetne borzne storitve. Številne vodilne zavarovalnice in več kot sedemdeset tujih bank ima v Amsterdamu podružnico, večinoma v starih hišah na kanalih. Nekaj dvesto podjetij ima tukaj sedež in več kot 45.000 zaposlenih v finančnem sektorju. Sedeže bank v Amsterdamu imajo ABN Amro Bank, ING Bank in Postbank, ki skupaj tvorijo najmočnejši finančni grozd na Nizozemskem. Amsterdam je sedež nizozemske centralne banke (niz. *De Nederlandsche Bank, NVB*), v katero so včlanjene vse klirinške hiše in hranilnice v državi, kot tudi PostBank, Rabo Nederland, nekaj zastavljalnic in kreditnih institucij za vrednostne papirje. Amsterdam je svetovno vodil kot trg kapitala štiri stoletja, poleg tega še danes opravljajo lokalne banke več mednarodnega posla kot mnogi njeni evropski tekmeči (Engelen, 2005, str. 3-30).

4.3. PREDSTAVITEV EURONEXT N.V. IN NJEGOVIH ČLANIC

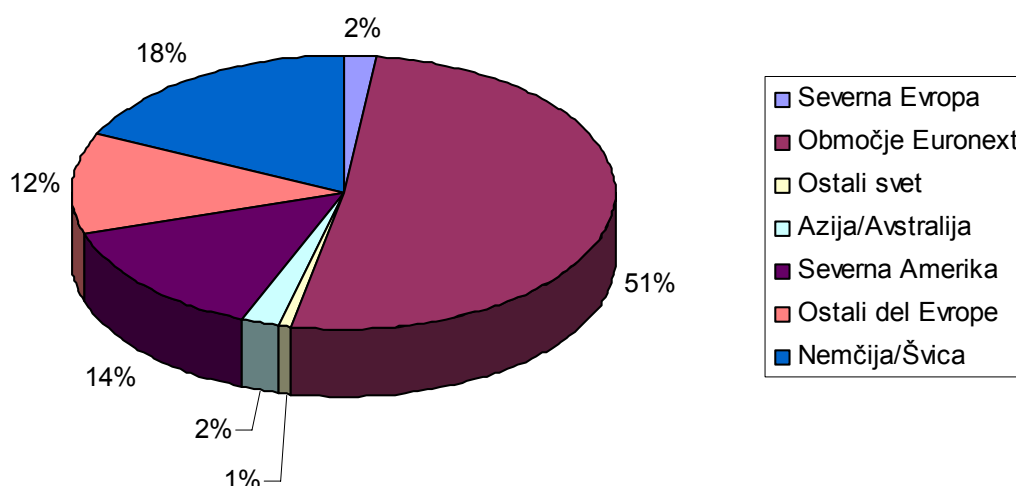
Euronext predstavlja prvo združitev borz različnih držav v Evropi, ki povezuje centre za trgovanje in kotacijo vrednostnih papirjev in izvedenih finančnih instrumentov v Amsterdamu, Bruslju, Lizboni, Londonu in Parizu. V tem delu se seznanimo s člani Euronext, njihovo organizacijsko strukturo in trgovalnim sistemom, tržnimi segmenti in njihovimi indeksi, konkurenčnimi prednostmi ter tudi z vrsto tveganj pri delovanju, z namenom razumeti posledice vključitve Amsterdam Exchanges v Euronext.

Euronext N.V. je nizozemski holding, ki je bil ustanovljen 20. junija 2000, ko so se združile borze v Amsterdamu, Parizu in Bruslju. Vse tri so skupaj z Deutsche Boerse in luksemburško

borzo tudi članice projekta Euro.NM (skupni trg za majhna, hitro rastoča podjetja). Skupina Euronext se je razširila v začetku leta 2002 s prevzemom londonskega termenskega trga (London International Financial Futures and Options Exchange, LIFFE) in spojitvijo s portugalsko borzo (Bolsa de Valores de Lisboa e Porto, BVLP). Danes je Euronext vodilna čezmejna borza, ki je uspešno združila trgovanje in poravnavo na reguliranih in nereguliranih trgih za denarne proizvode in izvedene finančne instrumente (About us: History of Euronext, 2006). Ima dvotirni sistem upravljanja, ki ga predstavljata upravni odbor in nadzorni svet, katerega zahteva nizozemski strukturni režim (Registration document and annual report 2005, 2006, str. 36).

Glede na geografsko porazdelitev, vidimo iz Slike 3, da Euronext oskrbuje s podatki o svojih promptnih trgih, izvedenih instrumentih in indeksih več kot 200.000 svojih centrov, lociranih v okrog 200 držav po svetu.

Slika 3: Geografska porazdelitev terminalov Euronexta po svetu konec leta 2003



Vir: About us: History of Euronext, 2006.

Euronext povezuje trge po Evropi, da omogoči koristi udeležencem trga. Trg je večji, bolj likviden in bolj učinkovit glede transakcijskih stroškov. Namen Euronext je ustvarjanje sinergij, saj izkorišča prednosti in sredstva vsakega lokalnega trga. Podjetja, ki trgujejo na borzi Euronext, so uvrščena v kotacijo na borzah domačih trgov, vendar se lahko z njihovimi delnicami trguje na enotnem trgu, ki združuje vse udeležene države. Euronext je ena izmed vodilnih borz v Evropi glede na skupno vrednost trgovanja z navadnimi delnicami (1.570 mrd evrov) in druga glede na tržno kapitalizacijo (1.477 mrd evrov) v letu 2002 – kar je mogoče razbrati iz Tabele 1 (za dodatne primerjave glej Prilogo 1).

Tabela 1: Primerjava nekaterih evropskih borz po obsegu trgovanja z navadnimi delnicami in tržni kapitalizaciji v letih 2002 in 2003

ime borze	obseg trgovanja z navadnimi delnicami v letu 2002 (v mrd EUR)	tržna kapitalizacija (v mrd EUR)	
		31. 12. 2002	31. 12. 2003
Euronext	1.570	1.447	1.646
London Stock Exchange	1.066	1.708	1.923
Deutsche Börse	870	658	855
Borsa Italiana	633	618	487
Swiss Exchange	457	458	576
Stockholmsbörsen	231	170	229

Vir: European Securities Exchange Statistics, 2005.

Istočasno je Euronext.liffe – londonska mednarodna borza terminskih pogodb in opcij, ki kreira enoten trg izvedenih finančnih instrumentov – eden izmed vodilnih na svetovnih trgih izvedenih finančnih instrumentov s celotnim obsegom poslovanja v letu 2002, 697 milijonov pogodb (standardizirane terminske pogodbe, opcije, obrestne mere in blago). Je največji trg pogodb evra kratkoročnih obrestnih mer in opcij in svetovna vodilna borza izvedenih finančnih instrumentov (Netherlands, 2001, str. 358-365).

Članice skupine Euronext so: Euronext Amsterdam (AEX), Euronext Bruxelles (BXS), Euronext Paris (SBF), Euronext.LIFFE, Euronext Lisbon in partnerji Euronext.

1. Euronext Amsterdam (AEX)

Euronext Amsterdam, naslednik AEX, je bil inkorporiran 31. decembra 1996 v povezavi z združitvijo Amsterdam Stock Exchange Association in European Options Exchange Association ter Necigef B.V. in NIEC B.V., nizozemsko organizacijo za poravnavo in nadzor. Euronext Amsterdam izvaja vse dejavnosti s podružnicami v popolnem lastništvu. Euronext Amsterdam Stock Market (prej AEX - Effectenbeurs N.V.), deluje na nizozemskem denarnem trgu, Euronext Amsterdam Derivatives Market N.V. (prej AEX – Optiebeurs N.V.) na terminskem trgu in Euronext Amsterdam Commodity Markets N.V. (prej AEX – Agrarische Termijnmarkt N.V.) na blagovnem terminskem trgu. Euronext Amsterdam sklepa posle preko podružnic Necigef, NIEC, Euronext Amsterdam Information Technology N.V., Euronext Information Services B.V., Euronext Indices B.V. in AEX – International B.V. Euronext Amsterdam upravlja tudi sistem Dutch Trading Platform (Doelder et al., 1998, str. 453-480; Schöndorff, 1999).

Februarja 2001 je Euronext Amsterdam prenesel svoje aktivnosti poravnave (Euronext Amsterdam Stock Clearing B.V. in Euronext Amsterdam Derivatives Clearing B.V.) na Clearnet in vse njihove delnice v Euronext Amsterdam Commodity Clearing N.V. (prej Nederlandse Liquidatiekas N.V.), ki je sedaj podružnica in je v popolnem lastništvu Clearneta.

2. Euronext Bruxelles

V Belgiji so nastali prvi trgi z vrednostnimi papirji – z začetkom v Brugge zaradi srednjeveške vloge Flandrov v mednarodni trgovini. Leta 1531 so zgradili Antwerpsko borzo, kot prvo stavbo posebej namenjeno trgovanju z vrednostnimi papirji. Čez leta se je belgijski finančni center prestavil v Bruselj. Napoleon je izdal sklep o ustanovitvi Bourse de Fonds Publics de Bruxelles leta 1801.

Belgija se je osamosvojila leta 1831, kljub temu pa je državni finančni sistem obdržal francoski model z borznimi posredniki, ki so bili uradniki in nadzorovali trgovino z državnimi papirji ter se niso smeli udeležiti v lastniškem trgovanju. Belgijski finančni sistem so deregulirali leta 1867 in stoletje kasneje dosegli prelomnico z Zakonom o finančnih transakcijah in trgu. Tako so modernizirali trg kapitala po letu 1990.

Leta 1999 je Kraljevina razglasila Bruseljsko borzo (BXS), ki združuje Bourse de Bruxelles, Belgijsko borzo za standardizirane terminske pogodbe in opcije (BELFOX) ter centralni depo vrednostnih papirjev (CIK). To je bil ključen korak k spojitvi v Euronext leto kasneje (About us: History of Euronext, 2006).

3. Euronext Paris

Za financiranje poslovnih razvojev v Evropi je obstajalo nekaj poskusov za povečanje premoženjskih skladov še pred izdajo delnic nizozemskega podjetja VOC. Zelo zgoden primer je bil Societe des Moulins du Bazacle (Bazacle Mills Co.), ki je dal v obtok šestindevetdeset delnic v francoskem Toulouse leta 1925. Delnica je ostala kotirana pod drugim imenom do leta 1946.

Konkurenčni trgovski centri v Brugge, Antwerpen in Lyon so ustanovili prvo francosko borzo leta 1540. Francozi so zelo zgodaj hoteli regulirati trgovanje z vrednostnimi papirji, saj so s kraljevimi ukazi, ki so bili izdani leta 1572, vplivali na finančne posrednike. Glavno mesto Pariz ni imelo borze do leta 1684 zaradi nezaupanja v finančne instrumente. John Law, škotski kraljevi svetovalec, je priznal njihove največje strahove, ko je uvedel papirni denar, ki ga je izdala Banque Royale leta 1716 in drsečo delnico v Compagnie des Indes. To sta bila dva poskusa, ki sta končala v bankrotu in dala bankam v Franciji slabo ime.

Prva pariška borza vrednostnih papirjev je bila ustanovljena leta 1724. Napoleon je ustanovil centralno banko, izdal bankovce, reguliral borzne posrednike in odprl novo Pariško borzo leta 1801. Leta 1986 je Pariška borza prešla na izvedene instrumente z MATIF, trgom z

obvezniškimi terminskimi pogodbami in MONEP, borzo z delniškimi opcijami. Vsi francoski trgi, ki so se zgodaj pridružili elektronski trgovalni revoluciji, so se leta 1999 združili v ParisBourse, nato pa leto kasneje v Euronext.

4. Euronext.LIFFE

V Veliki Britaniji so leta 1982 ustanovili londonsko mednarodno terminsko borzo (angl. *London International Financial Futures and Options Exchange, LIFFE*), da bi pomagali tujim vlagateljem upravljati z valutnimi in obrestnimi tveganji. LIFFE se je združil z London Traded Options Market (LTOM) leta 1992 in London Commodity Exchange (LCE) leta 1996. LIFFE je razvil številne izvedene finančne instrumente – kot so kratkoročne obrestne mere, zamenjave in standardizirane terminske pogodbe.

LIFFE je začel razvijati elektronsko trgovanje leta 1998, vendar prepozno, da bi ustavil močan prodor mlajšega virtualnega konkurenta (Eurex), ki je skušal prevzeti trgovanje z nemškimi pogodbami v Londonu. LIFFE je novembra 1998 prenesel vse svoje pogodbe na elektronski trgovalni sistem LIFFE CONNECT, ki je eden najrazvitejših na svetu. Februarja 1999 se je LIFFE preoblikoval v dobičkonosno organizacijo, da bi bili stroškovno učinkoviti (About us: History of Euronext, 2006).

Do junija 2000 je terminska borza trgovala z vsemi njihovimi proizvodi na trgovalnem sistemu LIFFE CONNECT. Leta 2002 je Euronext prevzel LIFFE, s tem pa so dopolnili njihovo znanje o standardizirani terminski pogodbi na kratkoročno obrestno mero. Terminski posli med Euronext in LIFFE so se združili v Euronext.liffe in delujejo na enotnem sistemu Liffe Connect od leta 2003 dalje v Parizu in Bruslju (CPSS, 2003, str. 314). Naslednje leto sta prešla na ta sistem še terminska trga v Amsterdamu in Lizboni. Tako je čezmejno trgovanje postalo cenejše in dostopnejše.

5. Euronext Lisbon

Portugalska je bila usmerjena mednarodnemu trgovanju, zato se je skupina lokalnih trgovcev kmalu povezala v poslovno združenje, katero je ustanovilo Lizbonsko borzo leta 1769. Skoraj stoletje kasneje je nastala borza v Portu.

Nacionalni politični odbor (port. *Junta de Salvação Nacional*) je preklical vse transakcije 29. aprila 1974. Dve leti kasneje so na Lizbonski borzi ponovno odprli sestanek za trgovanje z obveznicami. 28. aprila 1977 so začeli s transakcijami vseh vrednostnih papirjev, ki kotirajo na Lizbonski borzi. Borza v Portu je znova odprla trgovalni sestanek januarja 1981. Prvo javno ponudbo prodaje na Portugalskem so izvršili na borzi v Portu novembra 1986, ki je podala ponudbo za prevzem Lizbonske borze. Februarja 1989 je borza v Portu vodila prvo privatizacijo na Portugalskem. Nato je aprila 1991 Zveza borz skupaj z borzo v Portu in Lizboni sprejela Borzni zakon (port. *Lei Sapateiro*). Člani borze BVP so 22. januarja 1992 legalno ustanovili

Zvezo Porto borze in potem še 25. marca 1992 Zvezo Lizbonske borze. Obe zvezi sta bili neprofitni privatni organizaciji.

Junija 1994 so se na Lizbonski borzi začeli kopičiti spot posli – in sicer kot rezultat sprejetega sporazuma o specializaciji med borzama v Portu in Lizboni. Minister za finance je slovesno odprl terminsko borzo v Portu, nato pa so kmalu začeli trgovati s standardiziranimi terminskimi pogodbami. Aprila 1997 so na borzi pričeli trgovati z repo posli in septembra 1998 še s posojili. Januarja 1999 so bili vsi posli z delnicami sklenjeni v evrih. Posledično so bila vsa pogajanja, kotacije, cene in poravnave dolgov sklenjene v evrih. Oktobra 1999 so uvedli avtomatični sistem za posojanje za vrednostne papirje (SEA).

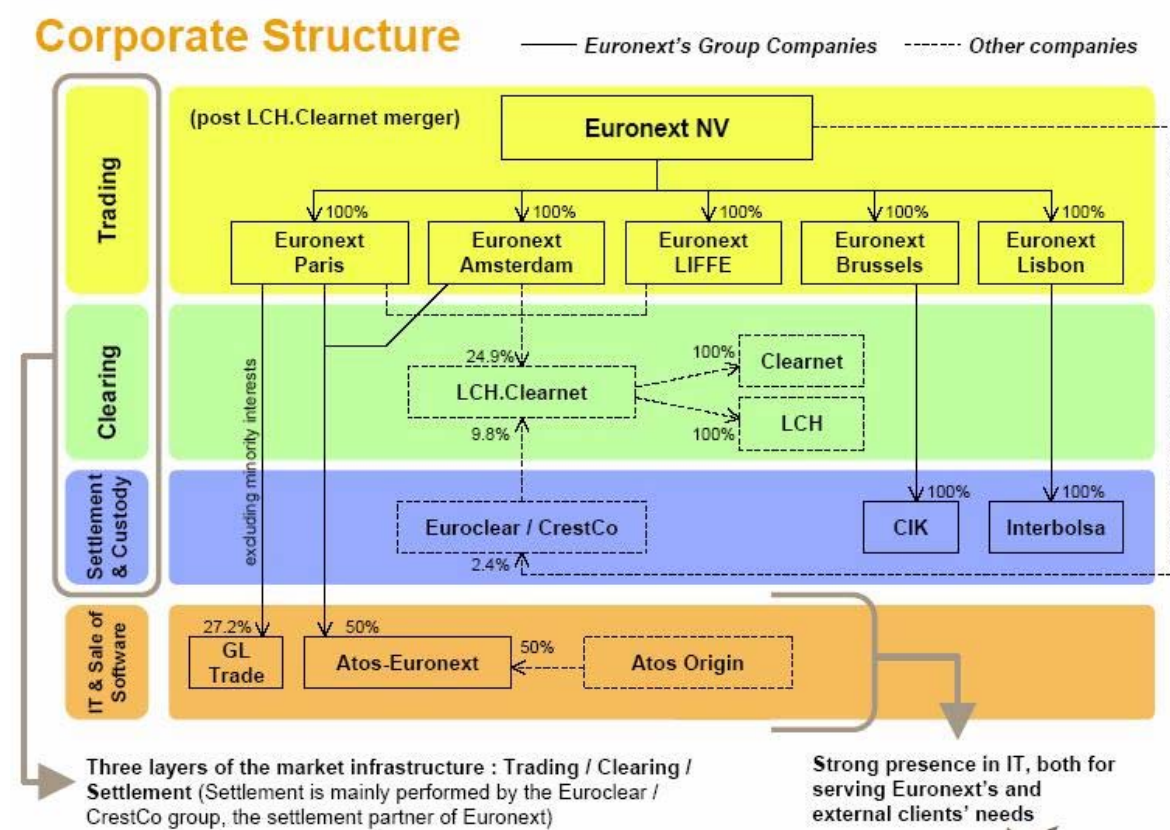
Decembra 1999 sta se združili Zveza Lizbonske borze in Zveza terminske borze v Portu, kmalu pa sta spremenili ime v Bolsa de Valores de Lisboa e Porto (BVLP) – Sociedade Gestora de Mercados Regulamentados, S.A. BVLP je bil inkorporiran z javno ponudbo delnic, ki upravlja z reguliranim denarnim in terminskim trgom pa tudi z nereguliranim trgom od februarja 2000 dalje. V začetku marca 2000 so Portugalci spremenili zakonodajo na denarnem trgu – in sicer z uvedbo novih pravil o trgovanju, da bi bila primernejša za potrebe trga. Z odlokom zakona št. 486/99 so preklicali osnovna pravila o organiziranju in delovanju trga z vrednostnimi papirji oziroma Zakonom o trgu z vrednostnimi papirji (About us: History of Euronext, 2006).

BVLP in Euronext N.V. sta 13. junija 2001 podpisali dokument o medsebojnem priznanju, nato pa sta se 13. decembra 2001 združili. BVLP se je preimenoval v Euronext Lisbon februarja 2002. Septembra istega leta je bilo vsem članom Euronexta Lisbon omogočeno trgovati z vsemi denarnimi proizvodi v Parizu, Amsterdamu in Bruslju (Report on the General Situation of the Securities Markets, 2002, str. 125).

6. Partnerji Euronext

Euronext je dobro strukturiran in povezan v mrežo – kar potrjuje Slika 4 (na str. 33), v kateri so prikazana sodelovanja in partnerstva Euronext s podjetji, ki ponujajo postprodajne storitve in inovacijske rešitve v visoki tehnologiji. Na ta način ponujajo svojim kupcem široko paleto storitev: kotiranja, poravnave in obračuni ter razširitev na energetske in dolžniške trge.

Slika 4: Partnerji Euronext



Vir: About us: History of Euronext, 2006.

Euronext sodeluje z naslednjimi partnerji (Registration document and annual report 2005, 2006, str. 17-18):

- Vzdrževalci **Atos Euronext** in **Euronext.Liffe Market Solutions**. Vzdržujeta ga najboljša tehnološka upravitelja. Euronext trgovalni sistem so prodali številnim drugim borzam po svetu. AtosEuronext je združitev med Euronext in Atos Origin, ki vzdržuje, upravlja in distribuira NSC; medtem ko je Euronext.Liffe Market Solutions divizija za tehnologijo s terminskim trgovanjem in skrbi za obliko, strukturo in prodajo LIFFE CONNECT.
- **MTSNext** na področju trga obveznic in indeksov. Euronext podpira trgovanje z državnimi obveznicami preko francoskega trgovalnega sistema MTS za francoske državne obveznice in preko naročil **MTSNext** (združitev z EuroMTS v letu 2003), ki sestavlja panevropske indekse državnih obveznic (EMTX).
- Na področju energetike deluje **Powernext**. Je edina regulirana francoska borza za energijo, ki je postala vodilni oblikovalec energijskih cen. Pogodbe za več kot 14 TWh so bile trgovane na Powernext Day – Ahead spot trgu v letu 2004.
- Prodajalec programske opreme **GL TRADE**. Euronext je glavni delničar Gl Trade, svetovno vodilnega oskrbovalca trgovalnih rešitev pri delu v likvidaturi in komerciali, s 3.500

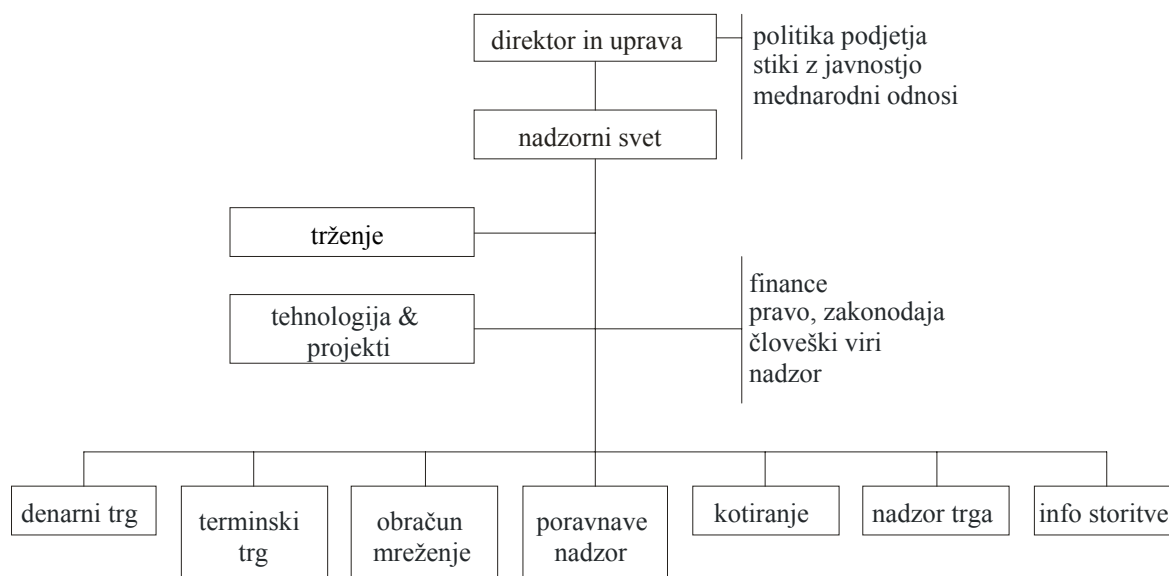
strankami po svetu, aktivnih na stopetih trgih in v triindvajsetih pisarnah na petih kontinentih.

- **CIK, Interbolsa in Euroclear** so zadolženi za poravnave in nadzor. Trgovanja, ki so izključena iz Euronext trgov so poravnana na njihovih lokalnih sistemih CSD (le-ta so v lasti Euronext (CIK v Belgiji)) ali na sistemu Euroclear, ki oskrbuje poravnave velikemu številu udeležencev.
- **Euronext Information Service**, ki je specializirana enota in prodaja tržne podatke, istočasno pa organizira širjenje podatkov prek dvesto tisoč zaslonov po svetu ter upravlja s preko šesto nacionalnimi in mednarodnimi indeksi.
- **LCH.Clearnet**. Euronext denarni in terminski trg sodeluje z LCH.Clearnet sistemom poravnav. Euronext ima 41.5 % delnic in 24.9 % volilnih pravic v LCH.Clearnet – vse od prodaje Clearneta v letu 2003.

4.4. ORGANIZIRANOST EURONEXT

Borza je organizirana na lokalni ravni – s posamezno zakonodajo torej – kot nam kaže Slika 5. Ima enolinijske ukaze, posli pa so organizirani po funkcionalnem načelu na treh borzah. Vsako poslovno linijo upravlja ena oseba, ki je odgovorna za aktivnosti v poslovni liniji na vseh treh lokacijah. Njihove poslovne linije vključujejo kotiranje, denarno in terminsko trgovanje, obračun, poravnavo in nadzor ter informacijske storitve. Prihodke pridobivajo tudi iz licenciranja tehnologije. Vse to pa podpirajo posebni oddelki: npr. marketing, finance, IT, človeški viri, pravni oddelek in podobno.

Slika 5: Organizacijska struktura Euronexta



Vir: About us: History of Euronext, 2006.

Euronext je poenotil trgovalni sistem za denarni in terminski trg in sistem obračuna, našel zaželeno rešitev za poravnavo preko Euroclear, vpeljal enotno člansko strukturo, enotni list izdajateljev Eurolist in poenotil tržna pravila. Trgovanje na promptnem trgu se izvaja preko sistema NSC, ki je v lastništvu ATOS-Euronext. Amsterdam pred vključitvijo v Euronext ni uporabljal NCS sistema, ki se je znatno razlikoval od njihovega sistema Switch. NCS je popolnoma avtomatiziran trgovalni sistem. Ima centralno knjigo naročil za vsak trgovalni vrednostni papir in določene elemente francoskega sistema, vendar z združitvijo v Euronext upošteva nizozemska pravila, kot je anonimnost (Hers, 2001, str. 1-4; Netherlands, 2001, str. 358-365). Med druge prednosti trgovalnega sistema uvrščamo kompleksne naročniške oblike, od tržnih naročil, omejenih naročil (angl. *limit orders*), »iceberg« naročila (omogočajo trgovcem, da izvršijo velika naročila brez razkritja trgu o popolnem obsegu z namenom izogniti se neugodnim cenovnim premikom) in »stop-loss« naročila. Druga naročila so še »fill-and-kill«, »fill-or-kill«, vse ali nič, minimum-kvantiteta, »must-be-filled«, »market-to-limit«, »stop-limit« in »auction only« naročila.

Euronext N.V. ima v popolni lasti podružnice, kot so Euronext Amsterdam N.V., Euronext Brussels S.A./N.V., Euronext Paris N.V., Euronext Lisbon in Liffé – s tem pa ustreza regulatornim zahtevam glede kotacij in prevzem Euronext poslovne kulture v vsaki državi. Vsak trg predstavlja portal, kjer ponujajo izdajatelj, posrednik in vlagatelj dostop do enotnega trga. Le-ta združuje poenoten trgovalni sistem, enotno knjigo naročil, enotno klirinško hišo in enoten poravnavni sistem. Poenoten trgovalni sistem služi vsem trgovalnim članom in ponuja dostop do vseh delnic in ostalih proizvodov v skladu s poenotenimi pravili. Enotna knjiga naročil za vse delnice omogoča večjo tržno transparentnost in likvidnost. Predtem so bile kotirajoče izdaje na treh trgih trgovane po cenah, ki so izhajale iz različnih knjig naročil. Enotna klirinška hiša deluje kot centralni obračunski sistem (angl. *central counterparty*), le-ta zagotavlja plačila in dostave.

Tehnična in funkcionalna združitev v Euronext je v skladu s pravom in kulturo vsake posamezne države. Za trgovanje na Euronext je potrebno imeti pooblastilo, ki ga odobri AFM za dostop do trgovanja iz Nizozemske, CBF iz Belgije, FSA iz Velike Britanije, CMVM iz Portugalske in CMF iz Francije. Člani iz drugih držav Evropske Unije trgujejo na podlagi »enotnega potnega lista«, katerim podelijo pooblastilo pristojne nacionalne oblasti. Sestava, obseg in moč regulatornih oblasti v različnih državah, kjer Euronext deluje, se močno razlikuje. Imajo pa tudi skupno poslanstvo – zaščita vlagateljev in zagotovitev pravilnega tržnega delovanja. Zaradi tega postavljajo določena pravila. Marca 2001 so regulatorji iz Belgije, Francije in Nizozemske podpisali sporazum o uskladitvi regulacij in nadzora Euronext skupine ter se marca 2002 združili s portugalskim regulatorjem (About us: History of Euronext, 2006). Država, preko katere vstopajo izdajatelji, člani in vlagatelji določa pristojnosti regulatorne oblasti. To so (Regulatory structure of Euronext, 2006):

- Autoriteit Financiële Markten (AFM), ki je neodvisna javna oblast v Amsterdamu in so jo ustanovili leta 1988. Njegove naloge so nadzor nad sekundarnim trgom (nadzor nad primarnim trgom ima Euronext Amsterdam), uveljavljanje pravil in regulacij Euronext,

delovanje storitev obračuna in poravnav, kreditnih institucij ter investicijskih podjetij, finančnih informacij in jamčenje za celotno vlaganje.

- Bančna in finančna komisija (niz. *Commissie voor het Bank- en Financiewezen, CBF*), ki je neodvisna javna institucija v Bruslju in jo vodijo štirje člani. Komisijo so sprva ustanovili kot Bančno komisijo – s kraljevim zakonom iz leta 1935 – za nadzor nad bankami in pravili o izdajanju vrednostnih papirjev. Naloge komisije so nadzor nad finančnimi posredniki (predvsem kreditnih institucij ter investicijskih podjetij, svetovalno investicijskimi podjetji) in finančnimi trgi, nadzor nad finančnimi informacijami in trgi s finančnimi instrumenti ter jamčenje za celotno vlaganje.
- Komisija za trge z vrednostnimi papirji (port. *Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, CMVM*) na Portugalskem, ki je neodvisna javna institucija. Le-ta trajno kontrolira delovanje na trgu z vrednostnimi papirji, pomaga lansirati vrednostne papirje, tržno upravljanje in investicijske institucije (nepremičnine in investicijske sklade).
- Conseil des Marchés Financiers (CMF) in Commission des Opérations de Bourse (COB), ki sta dve različni regulatorni oblasti v Franciji. CMF so ustanovili leta 1996 - to je samo regulatorna oblast za francoske trge in njihove pristojnosti zajemajo vse dejavnosti (razen premoženjskega upravljanja, ki ga izvajajo kreditne ustanove in investicijska podjetja). Njegove glavne naloge so nadzor nad reguliranimi trgi, licenciranje investicijskih posrednikov ter odobritev in upravljanje javnih ponudb in ponudb za prevzeme. Neodvisno javno oblast COB so ustanovili leta 1967 – njene glavne naloge so odobritev storitev premoženjskega upravljanja, investicijskih skladov, preverjanje informacij, ki jih posredujejo izdajatelji javnosti, preiskave pritožb in preprečitev notranjega trgovanja (angl. *insider trading*).

Euronext List (glej Sliko 6, na str. 37) je poenotena struktura kotacij Euronextovih trgov. Predstavlja več kot samo kotacije na nacionalnih trgih, saj zajema vse izdajatelje, ki kotirajo na enem izmed reguliranih trgov. Iz tega razloga Euronext List upošteva bolj ekonomske in finančne kriterije, kot pa pravne pristojnosti posameznega centra. Euronext List uporablja štiri kriterije za pregledno razvrstitev podjetij, in sicer po poslovnih področjih po sistemu FTSE – glede velikosti podjetij po indeksu Euronext 100 in Next 150 – glede likvidnosti po kontinuiranem ali avkcijskem trgovanju in glede na zahtevane višje standarde v finančnih komunikacijah in nudenju dodatne transparentnosti na segment Next Prime in NextEconomy. NextEconomy je namenjen srednje velikim podjetjem, specializiranim v novih tehnologijah. Za uvrstitev v ta segment je potrebno upoštevati jasno opredeljena pravila, ki zadevajo komunikacije in likvidnost, delnice morajo biti kontinuirano trgovane, finančne informacije morajo biti objavljene v angleškem in nacionalnem jeziku ter upoštevati je potrebno mednarodne računovodske standarde. Vse informacije so vlagateljem na voljo na internetu.

Slika 6: Regulirani trgi Euronext, ki skupaj tvorijo Euronext List



Vir: Registration document and annual report 2005, 2006.

Kriteriji kotacij na Euronext so različni glede na dostop preko njihovih centrov. Z dostopom preko Euronext Amsterdam sta na voljo dva trga, in sicer javni trg in NM Amsterdam. Na Nizozemskem predstavlja javni trg (niz. *Officiële Markt*) velika podjetja, z minimalno 5 milijonov evrov delniškega premoženja in 10% kapitala na razpolago javnosti. Na novem trgu v Amsterdamu (NM Amsterdam) kotira najmanj 100.000 delnic visoko rastočih podjetij z minimalno 1.5 milijona evrov delniškega premoženja in 20% kapitala nudijo javnosti. Z dostopom preko Euronext Bruselj imajo podjetja na voljo štiri regulirane trge: Premier marché, Second marché, Nouveau marché in Trading facility. Velika podjetja lahko kotirajo na Premier marché, s tržno kapitalizacijo najmanj 15 milijonov evrov in delnice ponujene javnosti morajo predstavljati najmanj 5 milijonov evrov. Trg Second marché je namenjen podjetjem z minimalno tržno kapitalizacijo 1 milijon evrov, medtem ko je Nouveau marché za visoko rastoča podjetja. Trading facility je oblikovan za velika podjetja, z minimalno tržno kapitalizacijo 100 milijonov evrov. Regulirani trgi – z dostopom preko Euronext Lisbon – so: Mercado de cotações oficiais, Segundo mercado in Novo mercado. Na javnem trgu kotirajo velika podjetja, z minimalno 2.5 milijona evrov tržne kapitalizacije in 25% delnic nudijo javnosti. Na sekundarnem trgu kotirajo srednje velika podjetja, z minimalno 625.000 evrov tržne kapitalizacije in 10% delnic nudijo javnosti. Na novem trgu kotirajo hitro rastoča podjetja, z minimalno 2.5 milijona evrov tržne kapitalizacije in 20% delnic ponujenih javnosti. Regulirani trgi – z dostopom preko Euronext Paris – so Premier Marché, Second Marché in Nouveau Marché. Na primarnem trgu kotirajo velika podjetja, z minimalno 700-800 milijonov evrov in 25% delnic ponujenih javnosti. Na Second Marché kotirajo srednje velika podjetja, z minimalno 12-15 milijonov evrov tržne kapitalizacije in 10% delnic ponujenih javnosti. Nouveau Marché je trg za hitro rastoča podjetja, z minimalno 1.5 milijona evrov delniškega premoženja in najmanj 100.000 delnic ponujenih javnosti (About us: History of Euronext, 2006).

Euronext organizira tudi neregulirane trge, ki niso regulirani znotraj direktiv EU. Na njih trgujejo podjetja, ki so člani Euronext. Prednost nereguliranih trgov je, da podjetja niso izpostavljena vstopnim dovoljenjem in izdajateljem ni potrebno razkriti določenih informacij. V Franciji je

neregulirani trg Marche Libre; in sicer za podjetja, ki ne želijo kotirati na zgoraj opisanih trgih. Kotiranje lahko zahteva katerikoli delničar podjetja, da bi povečal likvidnost delnice. V Bruslju je javni trg avkcij, kjer trgujejo člani s finančnimi instrumenti, ki ne kotirajo na katerikoli drugih Euronext trgih v Bruslju. Prodajalci izvedejo dvakrat na teden trgovanje z nekotirajočimi obveznicami in enkrat tedensko za nekotirajoče delnice. V Amsterdamu pa omogoča t.i. Dutch Trading Platform trgovanje z vrednostnimi papirji, ki niso v kotaciji na AEX in jim ni potrebno upoštevati pravila za kotacijo ali izdajo. Takšne delnice so brez izjem trgovane v povezavi z regulativami Euronext Amsterdam. Dutch Trading Platform je segment Euronext Amsterdam, zato jo nekateri raje prištevajo k reguliranemu trgu. Neregulirani trg v Lizboni je Mercado Sem Cotações, na katerem lahko podjetja kotirajo za določen ali nedoločen čas. Imajo pa še drugi neregulirani trg MEOG, ki je namenjen za trgovanje na veliko z obveznicami, ki kotirajo na glavnem trgu (brez državnih dolgoročnih obveznic).

4.5. TRŽNI SEGMENTI IN TRŽNI INDEKSI EURONEXT

Euronext razvršča kotirajoča podjetja v tržne segmente. Za povečanje vidnosti malih in srednje velikih podjetij, ki še niso kotirala na Euronext, jim to omogoči kotacija na Euronext 100. Tečajnica Euronext šteje več kot 1800 delnic in je razdeljena po ekonomskih in borznih kriterijih na segmente. Podjetja so lahko vključena v enega od teh segmentov – če privolijo v izpolnitev dodatnih kriterijev, kot sta uporaba mednarodnih računovodskih standardov (IAS) in objava četrletnih poročil (About us: History of Euronext, 2006).

Segment **Top** sestavlja stopetdeset podjetij z največjo tržno kapitalizacijo iz tečajnic Amsterdam, Bruslja in Pariza. Segment **Next Economy** zajema aktivne v informacijski tehnologiji, telekomunikacijah, biotehnologiji in medicinski tehnologiji. Segment **Next Prime** izhaja iz tradicionalne ekonomije. Segment »**Overige waarden**« pa vključuje obveznice z nakupnimi boni (angl. *warrants*), certifikate in druge obveznice (Netherlands, 2001, str. 359).

Euronext je za različne tržne segmente in proizvode začel izračunavati in objavljati tudi indekse. Indekse trži podružnica Euronext Amsterdam, Euronext Indices B.V. Indeks **Euronext 100** sestavlja sto največjih visoko tehnoloških podjetij, zbranih po tržni kapitalizaciji; medtem ko **Next 150** indeks sestavlja naslednjih stopetdeset največjih podjetij. Med nacionalne indekse uvrščajo **AEX** in **AMX** indeks v Amsterdamu, **BEL 20** v Bruslju, **CAC 40** v Parizu in **PSI20** v Lizboni. Obstaja vrsta drugih indeksov – kakor so na primer Alternext, eNext All Shares, eNext30 in mNext. Maja 2005 je Euronext uvedel nov trg **Alternext**. Tako so se specializirali posebej za profil likvidnosti malih in srednje velikih podjetij. Je kombinacija centralne knjige naročil in profesionalnih trgovcev, kjer se cena določi s pomočjo sistema Trade Confirmation System (Interna gradiva Kasbank, 2005).

AEX indeks sestavlja 25 najpomembnejših delnic: Philips, ABN Amro, Heinenken, in drugi. Padec tečaja daje dobro sliko ekonomske situacije na Nizozemskem in potrošniškega zaupanja. Obstaja možnost, da več delnic pada kot narašča. Porast bi povzročila številna velika naraščanja.

Na Nizozemskem obstaja še več indeksov: npr. Amsterdam Midcap indeks (AMX). Midcap pomeni srednja kapitalizacija in se nanaša na srednje velike delnice. V tem indeksu je zajeta druga skupina najpomembnejših delnic, tudi petindvajsetih. Da izvemo, kako pomemben je ta indeks, moramo mednarodno pregledati glavni indeks AEX. Poleg tega so tudi še SmallCap ali dodatni fondi. SmallCap ni najbolj primerno poimenovanje, kajti tu pridejo v poštev tudi zelo velika podjetja. V ta indeks ga uvrščamo zaradi manjšega trgovanja – v primerjavi z velikimi mladimi podjetji. Na amsterdamski borzi je še petdeset podjetij – AEX in AMX – pridružuje pa se jim še cca. sto drugih kotirajočih podjetij.

Euronext Amsterdam ima poseben indeks za mlada, hitro rastoča in perspektivna podjetja (Nieuwe Markt Amsterdam Exchanges, **NMAX**). Ime pove vse – in sicer pomeni nova podjetja (Schöndorff, 1999). Pri teh podjetjih pogosto opazimo močno nihanje tečaja, kajti vsa želijo biti vključena v indeks, vendar ne zajemajo veliko kotirajočih delnic. Ustvarili so segment za trgovanje določenih proizvodov, ki ustreza določenemu tržnemu kriteriju kotiranja (Van der Tuin, 2005). **NextTrack** je poseben tržni segment, namenjen trgovanju tržnih indeksov (angl. *trackers*, *ETF*). Tržni indeks, osnovan na AEX indeksu, so uvedli 30. maja 2001. Poleg tega obstajajo še indeksi EPRA, PowerNext, NextWeather in NextWarrants.

4.6. KONKURENČNE PREDNOSTI IN NEVARNOSTI EURONEXT

Euronext je ena največjih borz v Evropi. Po statistiki FESE je največja borza v Evropi po prometu z delnicami in druga največja po tržni kapitalizaciji kotirajočih podjetij¹⁸. Marca 2001 so njihova podjetja predstavljala 50% indeksa DJ Euro Stoxx 50 in 26% panevropskega indeksa MSCI. Euronext je postal vodja v trendu povezovanja borz zaradi uspešne združitve številnih sporazumov o navzkrižnem trgovanju z ameriško borzo (AMEX), o navzkrižnem članstvu in tudi zaradi različnih mednarodnih zvez z drugimi borzami. Euronext ima številne prednosti pred drugimi konkurenčnimi borzami vrednostnih papirjev – in sicer zaradi dobre tržne strukture in organiziranosti, uspešnega poslovanja (glej Prilogo 3) in združenja storitev poravnave in trgovanja. Srečuje pa se s tveganji: stopnja aktivnosti na borzi, privlačnost finančnih instrumentov, vstop novih elektronskih borz ali trgovalnih sistemov in dostopnost informacijske tehnologije, kar si bomo podrobneje pogledali.

Euronext ima enoten naročniški denarni trg s trgovalnim sistemom, osnovanim na Nouveau Systeme de Cotation (NSC) in poenotenim trgom kotiranja z izvedenimi instrumenti na trgovalnem sistemu Next Derivatives System (NDS). Močno konkurenčno prednost predstavlja centralizacija, mreženje in klirinška hiša za vsa opravljena trgovanja na borzah preko njihovega sistema Clearnet SA, osnovanega na tehnologiji Clearing 21 (Netherlands, 2001, str. 358-365).

Naslednjo prednost je treba iskati v sistemu za poravnavo ter nadzor, ki jim povečuje likvidnost, transparentnost in določa cene ter nastanek enotne naročniške knjige. Z uporabo Clearneta so

¹⁸ London Stock Exchange je prva največja evropska borza, na kateri kotira 2824 podjetij s tržno kapitalizacijo 1708 mrd € (glej Prilogo 1).

znižali stroške poravnave zaradi večkratnih mreženj, zmanjšali so potreben kapital za člane poravnave – da bi pokrili njihove tržne položaje, vzpostavili pa so enotni proces poravnave, in sicer zaradi odprave stroškov čezmejne poravnave in zamud. Sistem nudi standardizirane, preproste in integrirane trgovalne metode, ki privabljajo tržne udeležence in ustrezajo vlagateljem. Je edina borza, ki je centralizirala denarni in terminski trg s centralno naročniško knjigo in je usmerjena k storitvam strank in tehnološkim inovacijam (NCS trgovalni sistem, NDS terminski trgovalni sistem).

Močna upravljaljska ekipa Euronext, kot so direktor Jean-Francois Theodore, George Möller, Olivier Lefebvre, Jan Michiel Hessels, zagotavlja trden finančni položaj – saj nimajo dolgoročnih dolgov. Euronext je bil med prvimi v Evropi, kjer so se združili, centralizirali in uporabljali centralizirano knjigo naročil ter ustvarili čezmejno evropsko podjetnost (About us: History of Euronext, 2006). Euronext ima poslovne prostore na vseh lokacijah, kjer deluje, in nudi vseobsegajočo ponudbo glede na potrebe povpraševalcev. Njihovi partnerji – npr. AtosEuronext – jim omogočajo uporabo izkušenj in znanja njihovih strokovnjakov in tako razvoj sistemov z nižjimi stroški. Njihovi sistemi so sprejeti po celem svetu. Euronext deluje na sistemih kot so NSC za trgovanje z denarnimi produkti, LIFFE CONNECT za poslovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti in Clearing 21 za obračunske transakcije. Sistem omogoča elektronske transakcije (od trgovanja do poravnave), ki so zelo fleksibilne, zanesljive in dobičkonosne (Netherlands, 2001, str. 358-365).

Euronext pa po drugi strani predstavlja številna tveganja pri poslovanju – saj so njihovi prihodki in dobičkonosnost zelo odvisni od stopnje aktivnosti na borzi: še posebej od obsega ter vrednosti trgovanih finančnih instrumentov, od števila in tržne kapitalizacije kotirajočih podjetij, od števila novih kotiranj, od števila trgovcev na trgu, ... Zmanjšanje trgovanja lahko vodi v podaljšan padec trgovalnega obsega – in posledično manjšega števila prvih izdaj delnic (IPO); to pa je možen vzrok padca prihodkov. Večina njihovih izdatkov se veže na stalne stroške kot so informacijska tehnologija in razvoj telekomunikacij ter stroškov vzdrževanja. Euronext bi bil prisiljen plačati del nastale izgube, tudi če Clearnetu ne bi uspelo ustrezno upravljati s tveganjem.

Razen tega je Euronext odvisen tudi od relativne privlačnosti finančnih instrumentov, ki trgujejo na Euronextu. Te variabilnosti so pod vplivom splošnih ekonomskih stanj v Evropi in svetu – predvsem stopnje rasti in politične stabilnosti, zakonodajnega okolja za investicije kotiranih delnic in terminskih pogodb ter širših trendov v panogi. Celo odvisnost od zmožnosti najetja in zadržanja kvalificiranega osebja bi ogrozilo njihovo uspešno poslovanje.

Konkurenčnost lahko negativno vpliva na njihovo poslovanje. Soočajo se z intenzivno konkurenco z drugih borz z vrednostnimi papirji in terminskimi borzami – tako regionalno kot globalno. Precejšnjo konkurenco predstavljajo tudi elektronske komunikacijske mreže (ECN) in alternativni trgovalni sistemi (ATS). To vpliva na višino članarine – kajti materialni del prihodkov izhaja ravno iz članarin, zaračunanih na pogodbi za kotiranje, poravnave in drugih storitev (Domowitz et al., 1999, str. 1-6). Uporabniki pritiskajo na borzo, da bi znižala članarine. Euronext je zato nameraval poenotiti članarine za denarno trgovanje in poravnave. Močno so

odvisni tudi od udeležbe finančnih institucij, investicijskih podjetij in posrednikov, saj njihovo število in s tem njihova moč raste. Tehnološki napredek je zmanjšal ovire za vstop in je pospešil razvoj novih borz in mehanizmov, npr. ECN za elektronsko trgovanje in druge finančne instrumente zunaj tradicionalnih borz, npr. internet (Ramos, 2003, str. 7-9).

Euronext je močno odvisen od nadaljnje dostopnosti in zanesljivosti njihove informacijske tehnologije. Njihov posel je odvisen od uspešnega delovanja trgovalnega sistema za denar in za izvedene finančne instrumente sistemov za poravnavo ter računalniško komunikacijskih podpornih sistemov – saj je trgovanje skoraj popolnoma elektronsko. Povrhu tega so odvisni od AtosEuronexta, nad katerim nimajo popolnega nadzora. AtosEuronext je njihov dobavitelj informacijske tehnologije (IT) in je odgovoren za razvoj tehnologije ter upravljanje z IT sistemom (Pagano, 2005, str. 15-32).

Politika širjenja bo zahtevala znatne vire in pozornost. V prihodnosti namerava Euronext prevzeti in oblikovati odnose z drugimi borzami, zato se bo verjetno srečal s podobnimi problemi kot v Amsterdamu, Bruslju in Parizu. V letu 2005 so potekala pogajanja z Deutsche Boerse za prevzem Londonske borze, vendar ni prišlo do prevzema. Euronext bo verjetno dosegel še več dogovorov v prihodnosti z drugimi borzami zaradi uspešnega poslovanja v preteklosti. Zanimivo je, da je Euronext že pričel pogovore z borzo v New Yorku ter Honk-kongu, stike pa je navezal tudi z drugimi neevropskimi borzami – in sicer glede morebitne ustanovitve »svetovne borze«.

Te dneve bo sprejeta odločitev na področju spojitve dveh pomembnih borz: Euronext in New York Stock Exchange (NYSE). Kar nekaj časa so potekala ugibanja, ali bo Deutsche Boerse, ki si je močno prizadevala za prevzem Euronexta, le-ta uspel. Pri tem se je prva ponudbena cena nemške borze gibala okoli 8,6 milijarde evrov, ponudbena cena ameriške borze pa okoli 8 milijarde evrov. V drugi fazi ponudbe je NYSE za nakup delnic Euronext ponudil 10,2 milijardi dolarjev, medtem ko je nemška ostala pri prvotni ponudbi. Management borze Euronext se je že v začetku bolj nagibal k spojitvi z borzo NYSE. Generalni direktor Euronexta Jean-Francois Theodore je navedeno utemeljeval s tem, da NYSE ponuja najboljšo ceno, omogoča največje sinergije in hkrati tudi dobro osnovo za rast. Prednosti povezovanja borz bi prinesle pozitivne učinke vsem udeležencem. Izdajatelji bi imeli največji bazen likvidnosti, lažji dostop do ameriškega in evropskega delniškega trga, možnost kotiranja v dveh vodilnih svetovnih valutah ter hkrati obdržati dosedanje lokalne regulatorne okvire. Po drugi strani pa bi uporabniki imeli dostop do horizontalnega poslovnega modela z veliko globino in geografsko širino produktov. Združitev Euronexta z NYSE bi pomenila prvo vodilno čezatlantsko borzo, ki bi postala partner nadaljnjim globalnim konsolidacijam.

4.7. POSLEDICE VKLJUČITVE ZA AMSTERDAM EXCHANGES V EURONEXT

S povezovanjem evropskih borz prevladujejo pozitivni učinki kot so npr. cenovna transparentnost, zmanjšanje likvidnostnega tveganja in večji trgi za tvegani kapital. Na vključitev Amsterdam Exchanges (AEX) v Euronext vpliva mnogo dejavnikov, med njimi so nekateri specifični za borzo, drugi za državo Nizozemsko. Na amsterdamsko borzo vplivajo naslednji dejavniki: stroški trgovanja, članarine kotiranja, tržni obseg, likvidnost, kotiranja v svoji panogi, kotiranja znanih podjetij, obseg delovanja analitikov, komunikacijski tokovi in institucionalni dejavniki. Specifični za državo Nizozemsko pa so zaščita vlagateljev, izterljivost pogodb, birokratske zamude, računovodski standardi, jezik, zakonodajni sistem in kulturna enotnost (Reszat, 2005, str. 83-111).

Amsterdam Exchanges se je soočila z določenimi ovirami pri vključitvi v Euronext, vendar je potrebno poudariti, da so s spojitvijo v vseevropsko borzo, prevladali pozitivni učinki. Amsterdam Exchanges ima velik pomen za Euronext zaradi svoje velikosti trgovanja, difrenciranih proizvodov, specializacije v trgovanju opcij in izvedenih finančnih instrumentov ter 25-ih uspešnih multinacionalk, ki kotirajo na njej.

Združitev v Euronext je imela veliko pozitivnih učinkov:

- operativne in trgovalne ekonomije obsega,
- visoko zmogljiv trgovalni sistem in večja tržna likvidnost, in
- zmanjšana razdrobljenost trgov.

Pretile pa so ji ovire:

- pretirana diferenciacija proizvodov,
- zakonodajne in regulatorne razlike,
- informacijski stroški,
- domači predsodki ter
- razdrobljenost storitev poravnave.

Euronext sicer ponuja potencialne koristi, a so obstajale sile, ki so delovale proti hitremu združevanju v eno panevropsko borzo. Le-te so predstavljale željo po diferenciaciji proizvodov, obstoj čezmejnih pravnih in regulatornih razlik, visoki informacijski stroški in razdrobljenost evropskega sistema poravnave. V obdobju pred vključitvijo je imela vsaka borza svoja pravila in članarine za člane, dostop do kotiranja, trgovanja in poravnave na Euronext. Temu je sledilo obdobje poenotenja pravil in članarin. V Amsterdamu in Bruslju so izdajateljem zaračunali stalne članarine, neodvisne od velikosti ponudbe. V Amsterdamu so bile letne članarine za domača nizozemska podjetja osnovana na številu kotirajočih delnic. Amsterdam in Bruselj sta zaračunavala stalne letne članarine za tuja kotirajoča podjetja. V Amsterdamu so poslovne aktivnosti in druge članarine obsegale članarine plačljive borzi za pregled prospekta. Prihodki iz članarin kotiranja na Euronext Amsterdam so ostali relativno nespremenjeni – 6,8 milijona evrov leta 1999 in 7,1 milijona evrov leta 2000. Vstopna članarina je rahlo narasla – in sicer z 1,3 milijona evrov v 1999 na 1,7 milijona evrov leta 2000 (Pagano, 2005, str. 4-5).

Težave so nastopile tudi pri združevanju internih finančnih kontrol in računovodskih sistemov treh borz. Pred združenjem je vsaka borza ohranjala neodvisne finančne kontrole in sistem računovodstva ter pripravo finančnih poročil, in sicer v skladu s splošno sprejetimi računovodskimi načeli njihove zakonodaje. Naleteli so na zamude pri dokončanju finančnega poročila za leto 2000.

Pri zakonodajnih in regulatornih razlikah so se pojavile razlike v zahtevah kotiranja, navadah trgovanja, zakonih proti zlorabljanju, pravilih računovodstva in razkritja ter davčnega delovanja (zbiranja davkov, dvojnega obdavčenja). V fazi preoblikovanja se je Euronext reorganiziral po poslovnih linijah. Vsaka poslovna linija je vodena in s tem so povezane storitve fakturirane na eni izmed njihovih lokacij, čeprav je prihodek te poslovne linije izhajal iz več kot ene zakonodaje. To je povečalo potrebo po razporeditvi delov prihodkov in izdatkov za vsako poslovno linijo različnih zakonodaj – želeli so namreč vedeti natančen znesek svojega obdavčenega prihodka v vsaki zakonodaji posebej in se tako izogniti dvojnemu obdavčenju.

Glede vključitve Amsterdam Exchanges v Euronext so vplivali tudi domači predsodki. Namreč največji pokojninski skladi v Evropi so na Nizozemskem. Naložbene politike le-teh npr. zahtevajo, da se večinoma investira v domače državne vrednostne papirje, ali pa so ugodni davčni prijemi dani domačim naložbam. Pri prodaji skladov pa naletimo na mnogo ovir kot so regulativa in obdavčenje, pa tudi na oglaševanje in registracijo. Na Nizozemskem npr. zahtevajo podrobno razlago davčne preteklosti sklada. Te ovire povečujejo stalne stroške. Nadalje so bili prisotni domači predsodki glede informacijskih stroškov s čezmejno trgovino, kajti geografska oddaljenost je povzročila težji in dražji dostop do informacij o tujih vrednostnih papirjih.

Nadalje velja omeniti tudi diferenciacijo proizvodov, ki nastane glede na prioritete vlagateljev in podjetja. Manjše borze pogosto najdejo niše. Tako ponujajo različne proizvode in merijo na raznolike odjemalce, kar pripomore k pojavu skupne vseevropske institucije. Diferenciacija storitev nekaterim evropskim borzam omogoča, da lahko delujejo ne glede na ekonomije obsega. Amsterdam Exchanges se je posebej specializirala za trgovanje opcij in izvedenih finančnih instrumentov.

Poleg ovir pri vključitvi Amsterdam Exchanges v Euronext je predvsem potrebno izpostaviti prednosti povezovanja v vseevropsko borzo. Prvi pozitivni učinek vključitve v Euronext se kaže v povečani ekonomiji obsega, tako trgovalni kot tudi operativni. Operativne ekonomije obsega izhajajo iz izgradnje učinkovitega in skupnega trgovalnega sistema, medtem ko se trgovalne ekonomije obsega realizirajo pri višji likvidnosti in zmanjšani fragmentaciji trga. Amsterdam Exchanges je uporabljala svoj trgovalni sistem Switch, vendar je po vključitvi v Euronext prevzela skupen trgovalni sistem NCS. To je povečalo učinkovitost trgovalnega sistema in zmanjšalo naložbe v različne trgovalne sisteme. Takšen sistem ima po drugi strani precejšnje stalne stroške razvoja in nadgradnje, ki si jih lahko delijo ter tako znižajo stroške. Združitev omogoča investicijskim bankam in borznim posrednikom, da povežejo omejeno število vseevropskih borz, namesto da vzdržujejo povezave z večjim številom majhnih lokalnih borz z neučinkovitimi sistemi trgovanja. Zmogljivost trgovalnega sistema zmanjša stroške čezmejnega

trgovanja, privabi nove vlagatelje na delniški trg in poveča velikost trgovanja. Visok obseg trgovanja je pomemben za Euronext, ker le-ta poveča likvidnost. Likvidnost pomeni zmožnost kupiti ali prodati delnico hitro in po ceni podobni zadnjemu opravljenemu poslu – ob predpostavki, da ni na voljo novih informacij.

Drugi pozitiven učinek za Amsterdam Exchanges so trgovalne ekonomije obsega, ki izhajajo iz večjega trgovalnega obsega in večje likvidnosti trga (Reszat, 2005, str. 83-111). Na osnovi modela Euronext Amsterdam je število transakcij naraslo za 61% od leta 2001 do 2003 – zaradi česar Euronext Amsterdam uvrščajo med najhitreje rastoče trge. Leta 2000 se je obseg na Euronext Pariz in Amsterdam denarnem trgu zaradi močne rasti na finančnih trgih po svetu povečal. Število denarnega trgovanja je v Amsterdamu naraslo za 62,3% na 25,8 milijona v 2000. Ta povečan tržni obseg je imel večji relativni učinek na prihodke v Amsterdamu kot v Parizu, kajti (v nasprotju s Parizom) Amsterdam v tem časovnem obdobju ni imel regresivne strukture članarin (About us: History of Euronext, 2006).

Povečana ponudba povezave terminalov je povečala tudi dejavnosti na terminskem trgu v letu 2000, kajti poskušali so povezati funkcije trgovalnega sistema Switch, uporabljenega v Amsterdamu, s funkcijami NSC-F v Parizu – in sicer za trgovanje terminskih pogodb. Želeli so oblikovati nov trgovalni sistem, imenovan NDS trgovalni sistem. V Amsterdamu so postopno prešli s trgovanja na parketu k elektronskemu trgovanju opcij. Leta 2004 je Euronext.liffe v Amsterdamu uspešno prešel na trgovalni sistem LIFFE CONNECT, s tem pa se je ustvaril terminski trg z združenjem vseh terminskih proizvodov na enoten elektronski trgovalni sistem (glej Priloga 2). Prehod iz Switch trgovalnega sistema na Liffe Connect je prinesel izvedbene in regulativne posledice za Euronext.liffe Amsterdam. Euronext.liffe pogodbe se trgujejo na skupnem sistemu v Londonu, Bruslju, Parizu, Lizboni in Amsterdamu. Za Amsterdam pomeni, da so se spremenili pogodbeni meseci opcij – in sicer iz januarja, aprila junija in oktobra na marec, junij, september in december. Le-te so že uporabljali v Bruslju, Parizu in Londonu. Prve dolgoročne opcije, katere so v Amsterdamu že uvedli, bodo zapadle decembra 2008.

Po drugi strani pa kljub povečanemu trgovalnemu obsegu na amsterdamski borzi beležijo padajoči prihodek – odkar veliko večino dnevnega trgovanja izvršijo institucionalni investitorji. Euronext je sicer zadnjih nekaj let zabeležil visoke dobičke, ki so bili rezultat povečanega avtomatiziranega trgovanja profesionalnih investitorjev. A prihodek iz poslovanja amsterdamske borze je zelo hitro padal: in sicer iz 196 milijard evrov v letu 1999 na 112 mrd EUR leta 2000; nato na 49 mrd EUR v 2001 in celo na 31 milijard evrov leta 2002. Število transakcij se je zmanjšalo v drugi četrtini leta 2004 – v primerjavi z enakim obdobjem leto poprej – za več kot 14,5%. Prihodek iz poslovanja je torej padel za 26%, kar dejansko odraža cenovno vojno, ki se je zgodila med Euronext, Eurex in LSE za amsterdamsko trgovanje (Engelen, 2005, str. 15).

Prihodek iz poslovanja ni neobčutljiv na padajoče cene delnic. Cene delnic na AEX so drastično padle v obdobju od sredine leta 2000 do marca 2003. Tudi banke in trgovci z vrednostnimi papirji so v Amsterdamu odpustili cca. eno petino zaposlenih (analitike, osebje v likvidaturi) (Engelen, 2005, str. 3-30). Od leta 1999 je svoje pisarne v Amsterdamu zaprlo mnogo

multinacionalnih bank (HSBC) pa tudi velike zavarovalnice (Zürich Re) in manjši posredniki (Metzler).

Pozitiven učinek vključitve Amsterdam Exchanges v Euronext predstavlja tudi združitev dejavnosti poravnav. Poravnava vsebuje storitve: registracija, obnova, garancija, mreženje za vse transakcije izvršene na denarnem in terminskem trgu in tudi obračun transakcij OTC trga. Operacije poravnav in nadzora Euronext Amsterdama so prej priskrbele Necigef in NIEC, ki sta zaračunavala članarine za omenjene storitve. Kasneje so na Nizozemskem prenesli poravnave v Euroclear, s tem pa so poenotili sistem za poravnavo trgovanja sklenjenega na Euronext.

Po večletnem uspešnem poslovanju Euronext pričakuje za leto 2005 rahlo rast prihodka. Načrtujejo 250 milijonov evrov čistega dobička – s 35 milijoni evrov izjemnih stroškov. Do konca druge polovice tega leta pričakujejo združitev AtosEuronext in Euronext.liffe Market Solutions. Glede upravljanja podjetja pa načrtujejo spremembe v Sklepu o združitvi (angl. *Articles of Association*), ki ga je predlagal AGM – tako bi imeli delničarji več moči glede na dogovore in sklepe uprave (Pagano, 2005, str. 11-33).

Večletno uspešno poslovanje Euronext delničarjem obeta povišanje izplačila dividend tudi v prihodnosti. Iz finančnih podatkov v Prilogi 3 je razvidno, da se je vrednost dividend povišala z 0,35 evra na delnico v letu 2001 na 0,6 evra na delnico leta 2004. S stalnim združevanjem Euronext sistemov je največjo ugodnost prinesla združitev med londonsko klirinško hišo in Clearnet, in sicer v LCH.Clearnet v decembru 2003. Ti sinergični učinki bodo še nadalje zniževali transakcijske stroške in povečevali likvidnost. Leta 2005 so potekala pogajanja med Euronext in Frankfurtsko borzo za prevzem Londonske borze (LSE), tako je povezovanje Euronexta prešlo na globalno raven. V letu 2006 je borza Euronext z zanimivimi strateškimi sredstvi (Euronext LIFFE, MTS in klirinško-depotna sredstva) postala prevzemna tarča newyorške borze.

5. PRIHODNOST ZDRUŽEVANJA EVROPSKIH BORZ

V zadnjih treh desetletjih poteka proces integracije evropskega delniškega trga. Pri povezovanju borz se želijo nacionalne borze okoristiti s trgovalnimi in operativnimi ekonomijami obsega. Pri slednjih lahko združevanje borz vrednostnih papirjev zmanjša stroške trgovanja – kot je npr. prevzem poenotenega trgovalnega sistema. To poveča tudi tržno učinkovitost – poveča tržno likvidnost in zmanjša tržno razdrobljenost. Trenutno je še prezgodaj, da bi lahko napovedali natančno strukturo evropskega delniškega trga. Pri združevanju borz še vedno obstajajo ovire: neučinkovitost poravnav, razlike v regulativah, različne zahteve v kotiranjih med borzami in obstoj izključnih trgovalnih pravic na določene delnice. Poenotena zakonodaja med delniškimi trgi in upoštevanje liberalnega trgovanja delnic povečujeta konkurenčnost. To prinese koristi vlagateljem ter podjetjem zaradi izboljšanih finančnih storitev, znižanih transakcijskih stroškov in stroškov pridobivanja kapitala (McAndrews, 2002, str. 1-5).

V tem poglavju so predstavljene optimistične napovedi o prihodnosti povezovanja evropskih borz vrednostnih papirjev. Zaključki temeljijo na trenutnih trendih, ki zadevajo področja informacij in panoge. V okviru informacij je postavljena domneva o nastanku borz kot medijskih podjetij, temu pa sledi pregled panoge, v kateri delujejo. Napovemo razvoj konkurence med evropskimi borzami z možnostjo povezovanj tudi na področju storitev poravnave in trgovalnih sistemov. Ugotavljamo, da bo v prihodnje najverjetneje le nekaj borz obvladovalo trg; s tem pa bo mogoča vertikalna združitev storitev poravnave, kar lahko vpliva na netekmovalni značaj borz.

V prihodnosti bodo evropske borze vrednostnih papirjev najverjetneje postale medijska podjetja. Napredek v računalniški in telekomunikacijski tehnologiji je že spremenil sedanje delovanje borz. Tehnološki napredek se vsekakor ni popolnoma upošteval. Danes sta modela najnižjih cen dostavljenih kotacij in prenos tržnih podatkov kupcem zanemarljiva, kajti borze so prešle na elektronsko poslovanje (Pozniak, 2005). Borze imajo sedem različnih virov prihodka: vpisnino, članarine za kotacijo, trgovanje, obračun, poravnave, provizije za novice podjetij in tržne podatke – vendar zadnji viri prihodka počasi izginjajo. Večina borz nima lastnih storitev obračuna in poravnave, zato so podvržene pritiskom znižanja stroškov in pristojbin. Samo nekaj borz posreduje informacije o podjetjih. Članarine predstavljajo velik vir borznih prihodkov. Borze uspešno posnemajo dejavnosti drugih medijskih podjetij glede prenosa informacij, vedno bolj pa nadzorujejo in izkoriščajo pravice intelektualne lastnine v cenah in podatkih s kotacij na njihovih trgovalnih sistemih. V prihodnosti bo to za borze vrednostnih papirjev ključnega pomena, da bodo še naprej delovale kot »prenosne poti«¹⁹ (angl. *distribution channels*) ali pa bodo podajale tudi tehnološke rešitve za prenos naročil, trgovanj in informacij.

V nadaljevanju so podane tri napovedi o strukturi panoge, v kateri delujejo borze: razvoj konkurence med borzami, možnost povezav med borzami in stopnjo, do katere bodo borze ponujale klirinške storitve poleg zagotavljanja trgovalnega sistema.

Napovemo lahko, da bo najverjetneje samo nekaj borz obvladovalo trgovanje (Naef, 2002, str. 12-20). Razloge za takšen trend je treba iskati v pozitivnih eksternalijah mreženja, ki so povezane s prenosom naročil. Pri pozitivnih eksternalijah mreženja gre za prednost, ki jo ima mreža pred potencialnimi konkurenti in hkrati predstavlja tudi ugodnost za uporabnike takšnih mrež – s predpogojem, da so drugi udeleženci že uporabniki enakega sistema. Trdimo lahko, da ima trgovalni sistem z velikim številom naročil prednost pred katerimikoli novimi konkurenčnimi sistemi, kjer bi se izvršilo manjše število naročil. To pomeni, da tok naročil privlači še večji tok naročil, enako velja tudi za likvidnost.

Struktura panoge borz vrednostnih papirjev v Evropi ni bila nikoli konstantna. Na preprost način lahko vidimo, da je panoga delovala monopolno (z enotno mestno borzo), potem je prešla v konkurenčno okolje (s tekmujočimi mestnimi borzami v isti državi), se vrnila k monopolu (z enotno združeno nacionalno borzo), postala ponovno konkurenčna (s tekmujočimi nacionalnimi borzami in različnimi vrstami trgovalnih sistemov), sedaj ima spet tendenco združevanja in monopola (z možnostjo ene ali samo nekaj evropskih borz). Dejstvo, da se struktura panoge

¹⁹ Povzeto po terminologiji medijev.

ponovno združuje, je povezano z optimalno upravljalno strukturo borz. Le-ta omogoča, da lahko borza fleksibilno in hitro reagira na pogoje panoge in trga. Upravljalna struktura borze se je v veliki meri že spremenila, kajti veliko borz je zamenjalo vzajemno lastništvo z odprtjem lastništva javnosti (angl. *demutualization*). Cilj demutualizacije borz je povečati zmožnost borze, da reagira na konkurenco in druge trgovalne sisteme, zlasti pa na potrebe vlagateljev in izdajateljev. Med drugim velja omeniti tudi, da demutualizacija omogoča, da borze modernizirajo svoje sisteme, zmanjša se moč določeni skupini lastnikov, odpre se lastništvo ter posledično postane borza zanimiva za strateške povezave in prevzeme. Preoblikovanje borz daje vlagateljem likvidnost, kakor tudi omogoča lažji dostop do kapitala, ta pa olajša sprejetje finančnih odločitev. Ta vidik sicer namiguje, da popolna struktura upravljanja ne obstaja. Tako preoblikovane borze bodo potrebovale večjo regulacijo, vendar ne zaradi težav lastnega reguliranja, ampak zaradi nekonkurenčnega obnašanja.

Po drugi strani pa Lee (2002, str. 1-21) predvideva, da bo večino borznih povezovanj propadlo, razen če ne bodo vodile v prevzeme ali spojitve. Mnogim borzam se je ali zmanjšal obseg trgovanja ali število kotirajočih podjetij, zato so se zaradi preživetja povezale z drugimi borzami. Obstaja veliko načinov, kako se lahko borze povežejo. Borze lahko sodelujejo tako, da si delijo trženje, kotiranje, prenašanje naročil in informacij, izvrševanje naročil, obračunov, poravnave in stroškov administracije. Pri sodelovanju borz predstavlja največji problem, kako zagotoviti kredibilne pogodbene obveznosti med sodelujočimi partnerji. Iz prakse vidimo, da je za to najboljša rešitev prevzem ali spojitve med borzami.

Tudi klirinško depotnim družbam se je z evropskimi združevalnimi procesi odprl dodaten prostor za medsebojne združitve, ki omogočajo nadaljnje zniževanje transakcijskih stroškov. Omenimo le začetek pogajanj glede združitve dveh evropskih najmočnejših klirinških družb Euroclear in Clearstream²⁰, ki je tudi sama nastala z združitvijo Cedel International in Deutsche Boerse Clearing. Združevalni procesi na splošno povečujejo učinkovitost enotnega evropskega trga, prednosti pri tem pa bodo – preko znižanih transakcijskih stroškov – na eni strani deležni vlagatelji, na drugi pa predvsem največja in najbolj znana evropska podjetja. Pozornost institucionalnih investorjev se namreč usmerja predvsem proti slednjim, saj je tam še v največji meri zagotovljena ustrezna stopnja likvidnosti naložb. Ob tem je potrebno poudariti, da vertikalna integracija borz pri obračunih vodi v nekonkurenčno obnašanje, kajti trgovalnemu sistemu omogoča, da je neposredno povezan s centralnim obračunskim sistemom²¹ (angl. *central counterparty, CCP*), tako so trgovanja elektronsko posredovana v sistem poravnave. Takšen model zmanjša operativna tveganja, kajti ročno obdelovanje trgovanja je uporabljeno v manjši meri. Kadar ima borza v lastništvu CCP, lahko na ta način pridobi dodaten vir prihodka. Evropske borze se še niso odločile, ali bodo ponujale storitve obračunavanja.

²⁰ Deutsche Boerse ima v njej polovični kapitalski delež.

²¹ V Evropi ga imenujejo tudi »vertical silo«.

Glede na dejstvo, da potekajo intenzivne integracije na trgu kliringa in med borzami, Berliand²² verjame, da bodo postale evropske klirinške hiše vsaj toliko racionalne kot ameriške, ko se bodo uspešno združile. Na celotnem evropskem območju bosta prevladovala Euronext in Deutsche Boerse, podobno kot Chicago Board of Trade in Chicago Mercantile Exchange prevladujeta na ameriških terminskih trgih. Številne manjše borze vrednostnih papirjev bodo ostale samostojne. V celotni Evropi bosta dva sistema poravnav, ki si bosta konkurenčna. Berliand predvideva, da bodo borze vse bolj vgrajevale določena pričakovanja glede prihodnjega stanja na tem specifičnem trgu in opozarja na izvedbo združitve CREST/Euroclear do leta 2008 ter na spojitvev LCH/Clearnet leta 2003. Čeprav je res, da bodo prihranki stroškov in povečanje likvidnosti nastali šele, ko se bodo dokončno združili trgovalni sistemi. Nadaljnji in najverjetneje zadnji val evropskih povezovanj borz se bo zgodil, ko se bodo Londonska borza in regionalne borze v Milanu, Madridu in Skandinaviji združile v Euronext ali Deutsche Boerse. To lahko traja nekaj dlje, kajti trg se trenutno nahaja v recesiji.

6. SKLEP

Evropske borze se soočajo z izzivi in spremembami v okolju v zadnjih treh desetletjih, kar pospešuje proces povezovanja borz. K temu so prispevali: tehnološki napredek, liberalizacija in finančna integracija. Evropska unija si prizadeva poenotiti finančni trg storitev, zato je uvedla akcijski načrt o finančnih storitvah, poleg tega pa zagotavlja prost pretok kapitala in storitev preko zakonodajnih zahtev, kot so npr. številne direktive – UCITS, direktiva o usklajevanju pogojev za sprejem vrednostnih papirjev v uradno kotacijo na borzi vrednostnih papirjev, direktiva o investicijskih storitvah na področju vrednostnih papirjev, direktiva o rednih informacijah – te morajo objavljati delniške družbe, katerih delnice kotirajo v uradni borzni kotaciji idr., s tem pa odpravlja številne ovire pri povezovanju borz (zakonodajne in regulatorne razlike, razdrobljenost storitev poravnav, ipd.). Posledično so nastale spojitve (npr. septembra 1997 je sodelovanje med Deutsche Boerse in Swiss Exchange vodilo v spojitve njihovih terminskih borz v skupen trg – Eurex), tehnološki sporazumi med borzami (npr. med helsinško borzo in finskim trgom opcij julija 1997) in oblikovanje novih institucij.

Vidimo tudi, da so bili prisotni poskusi sovražnih prevzemov, cenovnih vojn kot tudi veliko oblik necenovne konkurence. Prav slednje vključuje procesne in proizvodne inovacije, tržno arhitekturo (npr. prehod londonske borze na trg na podlagi naročil) in oglaševanje. Vsi ti dejavniki so bili ključnega pomena za pojav poenotених vseevropskih borz (npr. za nordijski delniški trg – Norex). Eden najuspešnejših povezovanj evropskih borz se odraža v panevropski borzi Euronext, v katero so se združile borze iz Amsterdama, Bruslja in Pariza marca 2000. Glavne prednosti tej spojitvi daje ne samo centralizirano trgovanje in skupen trgovalni sistem, ampak tudi kotiranje delnic na nacionalni ravni in delovanje po različnih zakonodajah in lokalnih

²² Richard Berliand, ki je odgovoren za opcije in standardizirane terminske pogodbe pri J.P. Morgan. Za dodatno branje glej Kolman Joe: Aftershocks: European Exchanges Focus on Post-Merger Integration, Future Industry Magazine, Washington, 2003, 3, str. 32-33.

licencah posameznih borz. Konsolidacija borz je močno povečala učinkovitost evropskih borz – pri čemer prednjačita ravno Euronext in Deutsche Boerse.

Po drugi strani se je spremenila lastniška struktura evropskih borz. Večina je bila dereguliranih, borzno članstvo se je odprlo za tuje posrednike in trgovati se je začelo elektronsko. Evropske borze so se širile v določenih okvirih – kot so povečano število ur trgovanja, uvedba vzdrževalcev trga (angl. *market-makers*) in trgovanje s svežnji (angl. *block-trading*). Evropske borze so se modernizirale in uvedle najnovejše elektronske trgovalne sisteme, s čimer so znatno okrepili svojo mednarodno konkurenčnost. Uvedba trgovalnega sistema NSC v Parizu leta 1995, sistema SETS v Londonu in sistema Xetra v Frankfurtu leta 1997 jasno kaže, da so se evropske borze angažirale v boju proti amerškemu konkurentu elektronskih komunikacijskih omrežij – *ECNs*.

Povečani pritiski na evropske borze so delovali pozitivno. Eden izmed teh učinkov je razširjena ponudba storitev na vseh ravneh vrednostne verige poslovanja evropskih borz (od trgovanja, kliringa in poravnave do depo poslov). Glavna prednost povezovanja evropskih borz se kaže v nujenju storitev, ki povečujejo likvidnost delnic. Za primer je prikazana vključitev Amsterdam Exchanges v Euronext, ki je prinesla veliko koristi: povečanje obsega trgovanja, znižanje stroškov zaradi enotnega trgovalnega sistema s poenoteno knjigo naročil, zmanjšanje razdrobljenosti trgov, povečanje likvidnost in globine trga. Visok tržni obseg in kapitalizacija pa nadalje privabljata potencialne vlagatelje ter dajeta prepoznavnost in ugled kotirajočim podjetjem.

Kljub prednostim povezovanja borz ostaja evropski delniški trg razdrobljen, vzporedno s tem procesom poteka tudi povezovanje klirinškega trga. Obstajata dva modela povezovanja: vertikalni in horizontalni. Vertikalno povezane borze nadzorujejo vse faze poslovanja, tj. od trgovanja do kliringa in poravnave. Takšen model je uvedla Deutsche Boerse s prevzemom podjetja Cedel, medtem ko horizontalni model med sabo povezuje sisteme s podobnimi storitvami (npr. Euronext ali Norex).

Proces integracije borz tako predstavlja učinkovito združevanje razdrobljenega evropskega sistema kliringa in poravnave, ki ga spremlja proces odpravljanja pravnih in regulatornih razlik v delovanju med državami na eni strani, po drugi strani pa prav enotni delniški trg s svojo velikostjo zagotavlja potrebno likvidnost in globino. Oboje je namreč ključnega pomena za doseganje stabilnega, privlačnega in zaupanja vrednega delniškega trga. Že nekaj časa smo priča globalni mobilnosti kapitala. Trenutno potekajo pogajanja newyorške borze za prevzem Euronext, ki bi vodila v nastanek vodilne globalne borze. Pričakujemo lahko, da se bo proces povezovanja evropskih borz nadaljeval, kajti le povezan delniški trg prinaša prednosti, ki so jih deležni prav vsi udeleženci (delničarji, izdajatelji, uporabniki in zaposleni).

LITERATURA

1. Benedek David et al.: Moje Finance – Vodnik za upravljanje osebnega premoženja. Ljubljana : Častnik Finance, 2001. 95 str.
2. Claessens Stijn, Lee Ruben, Zechner Josef: The Future of Stock Exchanges in European Union Accession Countries. London : Corporation of London, 2003. 35 str.
3. Culp Christopher L.: Clearing: A Risk Assessment. Futures Industry Magazine, Washington, 2002, 7, str. 10-15.
4. Čas Miloš, Jamnik Simona: Borzno pravo. Ljubljana : Gospodarski Vestnik, 2000. 328 str.
5. Doelder Hans, Mul Vincent, Marije van den Enden: Regulation of Financial Market in the Netherlands. Reports to the fifteenth International Congress of Comparative Law in Bristol. Antwerpen : Intersentia Rechtswetenschappen, 1998. 28 str.
6. Domowitz Ian, Steil Benn: Automation, Trading Costs and the Structure of the Securities Trading Industry. Washington : Brookings-Wharton Papers, 1999. 57 str.
7. Duisenberg Willem: The integration of Europe's financial markets. Speech at 42th Annual Meeting of the World Federation of Stock Exchanges.
[URL: http://www.ecb.int/press/key/date/2002/html/sp021008_1.en.html], 8.10. 2002.
8. Engelen Ewald: Amsterdamed? The Uncertain Future of a Secondary Financial Center. Research. Amsterdam : University of Amsterdam: Faculty of Human and Behavioral Sciences, 2005. 35 str.
9. Ferran Eilis: Building an EU Securities Market. Cambridge : Cambridge University Press, 2004. 326 str.
10. Fors Göran: The future of the Stock Exchanges in the Nordic markets. Stockholm : Bankingmm. [URL: <http://www.bankingmm.com/Capital%20Markets/trends.htm>], 29.4.2005.
11. Harrison Matthew: From World. Tirana Stock Exchange.
[URL: http://www.asc.gov.al/njul_eng00.htm], 28.11.2005.
12. Hasan Iftekhar, Schmiedel Heiko: Do networks in the stock exchange industry pay off? European evidence. Discussion Papers. Helsinki : Bank of Finland, 2003. 47 str.
13. Hers Floris: Beurgang bijt beursfusie niet. Effect, Den Haag, 2001, 5, str. 1-4.

14. Kraupner Simona: Trg kapitala v Nemčiji. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 43 str.
15. Lee Ruben: The Future of Securities Exchanges. Brookings/Wharton Conference on Financial Services. Washington : Brookings Institution Press, 2002. 28 str.
16. Licht N. Amir: Regional Stock Market Integration in Europe. CAER II Discussion Paper No. 15. Cambridge (MA) : Harvard Law School (Program on International Financial Systems), 1997. 71 str.
17. Manigart Sophie, De Maeseneire Wouter: Initial Returns on Easdaq and EuroNM. Working papers. Ghent : Vlerick Leuven Ghent Management School and Ghent University, 2000. 37 str.
18. McAndrews James, Stefanadis Chris: The Consolidation of European Stock Exchanges. Current Issues, New York, 8(2002), 6, str. 1-5.
19. Moussis Nicolas: Evropska unija: pravo, ekonomija, politika. Ljubljana : Littera picta, 1999. 575 str.
20. Naef Ralf: The Future of European Stock Exchanges. Panel Discussion. Lausanne : Investissima, 2002. 24 str.
21. Pagano Marco, Padilla Jorge: Efficiency Gains from the Integration of Exchanges: Lessons from the Euronext »Natural Experiment«. A report for Euronext. Emeryville (CA) : LECG, 2005. 57 str.
22. Pozniak Gregor: Challenges and Opportunities for European Exchanges. Working Paper. [URL: <http://www.bankingmm.com/sexc/euroexc.html>], 19.4.2005.
23. Ramos B. Sofia: Competition Between Stock Exchanges: A Research Paper No. 77. Geneva : HEC Lausanne, FAME and CEMAF/ISCTE, 2003. 45 str.
24. Reszat Beate: European Financial Systems in the Global Economy. West Sussex : John Wiley & Sons Ltd, 2005. 262 str.
25. Scott-Quinn Brian: EC Securities Markets Regulations. In International Financial Market Regulation. West Sussex : John Wiley and Sons Ltd, 1994. 224 str.
26. Smith M. Karen: The need for centralised Securities Regulation in the European Union. Students Publications of Boston College Law School, Boston, 24(2000), 1, str. 205-218.
27. Schöndorff Rolf: Hoe werkt Amsterdam Exchanges?.

- [URL: <http://home.wanadoo.nl/rolf.schondorff/revisie/06-1.htm>], 6.5.2005.
28. Steil Benn: The European Equity Markets. Washington : Brookings Institutions, 1996. 300 str.
 29. Tuin Peter van der et al.: Damrak meer dan bijwagen op het Europese toneel. De Telegraaf. [URL: <http://krant.telegraaf.nl/krant/actueel/euro/teksten/euro2.moller.html>], 6.7.2005.
 30. Vasila Anna: European Stock Market Integration and Economic Growth: A theoretical Perspective. 1st Symposium of Modern Greece. London : London School of Economics (Hellenic Observatory London), 2003. 24 str.
 31. Wellink A.H.E.M: Amsterdam en de euro: nieuwe ronde, nieuwe kansen. De Nederlandsche Bank. [URL: <http://www.nieuwsbank.nl/inp/1999/07/0706M004.htm>], 6.7.1999.
 32. Zeldenrust W.H.: De Amsterdamse beurs stroomt leeg. Effect, Den Haag, 2003, 13, str. 4-5.

VIRI

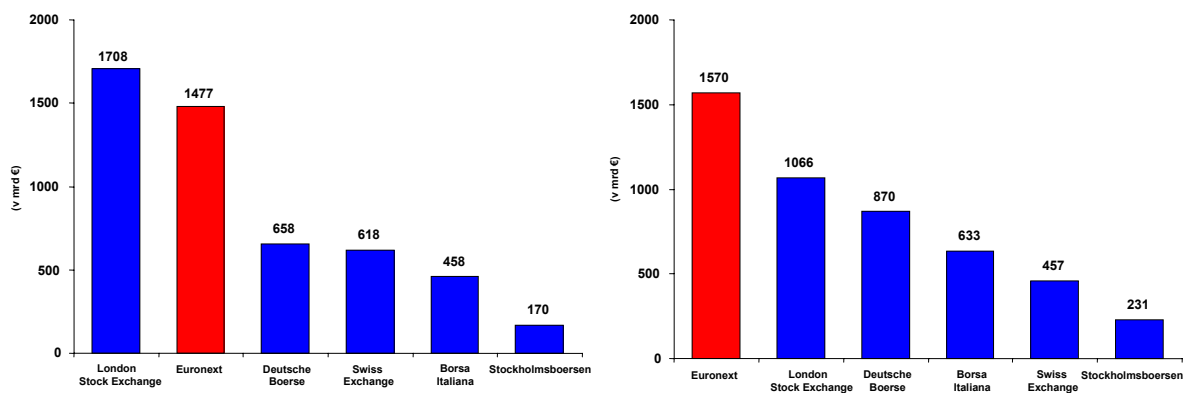
1. About us: History of Euronext.
[URL: http://www.euronext.com/editorial/wide/0,5371,1732_4427342,00.html], 27.6.2006.
2. About Virt-x. [URL: <http://www.virt-x.com/about.html>], 4.3. 2004.
3. AFP: New eastern Europe bourse launched. Bombay : Indian Express Online Media Limited.
[URL: <http://www.expressindia.com/fe/daily/20001104/fns04049.html>], 4.11.2000.
4. Background of Norex Alliance. [URL: <http://www.norex.com/Norex.asp?lank=3>], 12.4.2006.
5. Bilten Ljubljanske borze.
[URL: http://www.ljse.si/StrSlo/BorznInf/Menu/bi_bil.htm], 17.4. 2004.
6. Completing the Internal Market: White Paper from the Commission to the European Council.
Milan : COM, 1985. 310 str.
7. De Beurs, Aandelenhandel sinds 1602. Amsterdam : Economische Zaken Amsterdam.
[URL: <http://www.ez.amsterdam.nl/page.php?menu=223&page=403>], 5.5.2005.
8. Euronext 2005 Full Year Results. 37 str.
[URL: http://www.euronext.com/file/view/0,4245,1626_53424_793002773,00.pdf], 14.3.2006.

9. European Securities Exchange Statistics. [URL: <http://www.fese.be/statistics/index.php>], 15.4.2005.
10. Financiële diensten: op weg naar een interne markt. Europees Parlement. [URL: <http://www.elections2004.eu.int/highlights/nl/1002.html>], 2.4.2004.
11. Geschichte der Wiener Boerse. [URL: <http://www.wienerboerse.at/cms/1/68>], 18.1.2004.
12. Gruppe Deutsche Boerse – Unternehmensdarstellung. [URL: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/kir/gdb_navigation/about_us], 16.7.2005.
13. Interna gradiva Kasbank, 24.3.2005.
14. Internal Market Strategy and Implementation. Portal Evropske unije. [URL: http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/update/strategy/index.htm#actionplan], 15.6.2005.
15. Mikmak Gerard: Tulpen en hun historie in Nederland. 7 str. [URL: <http://www.docentenkamer.de/referate/tulpen.pdf>], 2002.
16. Netherlands: Blue Book. Frankfurt am Main : European Central Bank, 2001. 366 str.
17. Registration document and annual report 2005. Paris : Euronext, 2006. 185 str.
18. Regulatory structure of Euronext. [URL: http://www.euronext.com/editorial/wide/0,5371,1732_4528690,00.html], 8.6.2006.
19. Report on the General Situation of the Securities Markets. Lisboa : Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 2002. 155 str.
20. The European Exchange Landscape. Združenje evropskih borz (FESE). [URL: http://www.fese.be/statistics/exchange_landscape/index.htm], 9.6.2005.
21. Venture Capital: Trends and Policy Recommendations. STI Working Paper 2003/11. Paris : OECD, 2003. 29 str.
22. What is BME?. [URL: <http://www.bolsasymercados.es/ing/homepage.htm>], 15.3.2004.

PRILOGE

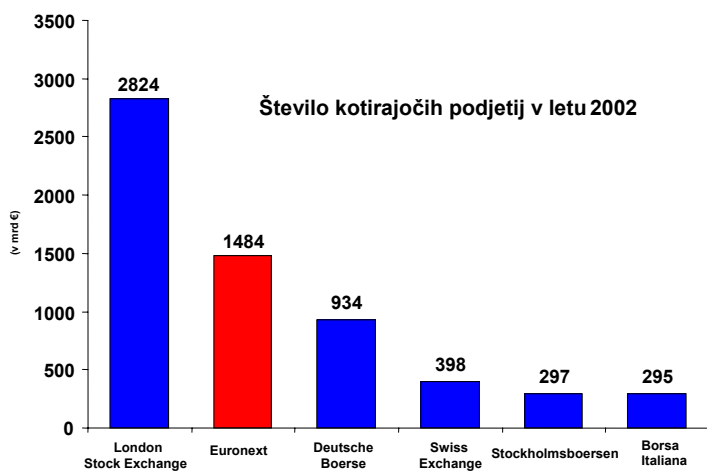
PRILOGA 1: Primerljivost Euronext z drugimi evropskimi borzami

Slika 1: Primerjava Euronext z izbranimi evropskimi borzami z vidika tržne kapitalizacije (levo) in prometom z delnicami v letu 2002



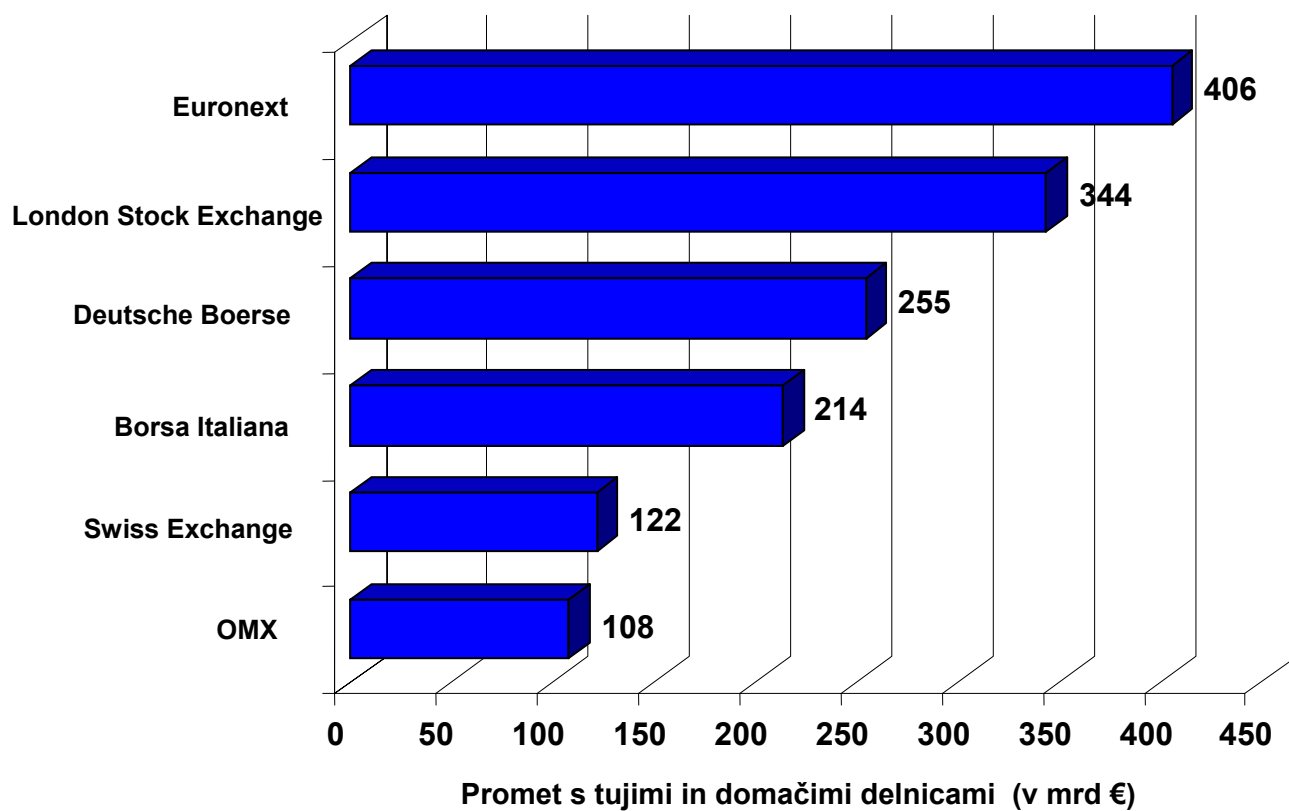
Vir: Registration document and annual report 2005, 2006.

Slika 2: Primerjava med izbranimi evropskimi borzami z vidika števila kotirajočih podjetij v letu 2002



Vir: Registration document and annual report 2005, 2006.

Slika 3: Promet s tujimi in domačimi delnicami izbranih evropskih borz v letu 2002 (v mrd EUR)



Vir: Registration document and annual report 2005, 2006.

PRILOGA 2: Pregled nastanka tržnega modela Euronext

Slika 4: Pregled procesa integriranja Euronext glede na povezovanje v sistem promptnega in termenskega trga ter v sistem poravnave od leta 2000 do 2004

premik v	denarni trgovalni sistem NSC	derivativni trgovalni sistem LIFFE CONNECT	denarni klirinški sistem Clearing 21	derivativni klirinški sistem Clearing 21
Amsterdam	29. okt. 2001	29. nov. 2004	25. okt. 2002	3. nov. 2003
Bruselj	21. maj 2001	24. mar. 2003	1. mar. 2002	24. mar. 2003
Lizbona	7. nov. 2003	24. mar. 2004	7. nov. 2003	22. mar. 2004
London		že v uporabi		
Pariz	že v uporabi	14. apr. 2003	jan. 2003	8. sep. 2000

Vir: Registration document and annual report 2005, 2006.

Slika 5: Primer dostopa do poenotenega denarnega trga Euronext za vse članice Euronext s sistemom NSC omogočen dostop do enotne knjige naročil, s sistemom Clearing 21 do poenotenega obračuna preko LCH.Clearnet in poenotene poravnave preko Euroclear



Vir: Registration document and annual report 2005, 2006.

Slika 6: Primer tržnega modela Euronext s horizontalno integracijo in vertikalno učinkovitostjo



Vir: Registration document and annual report 2005, 2006.

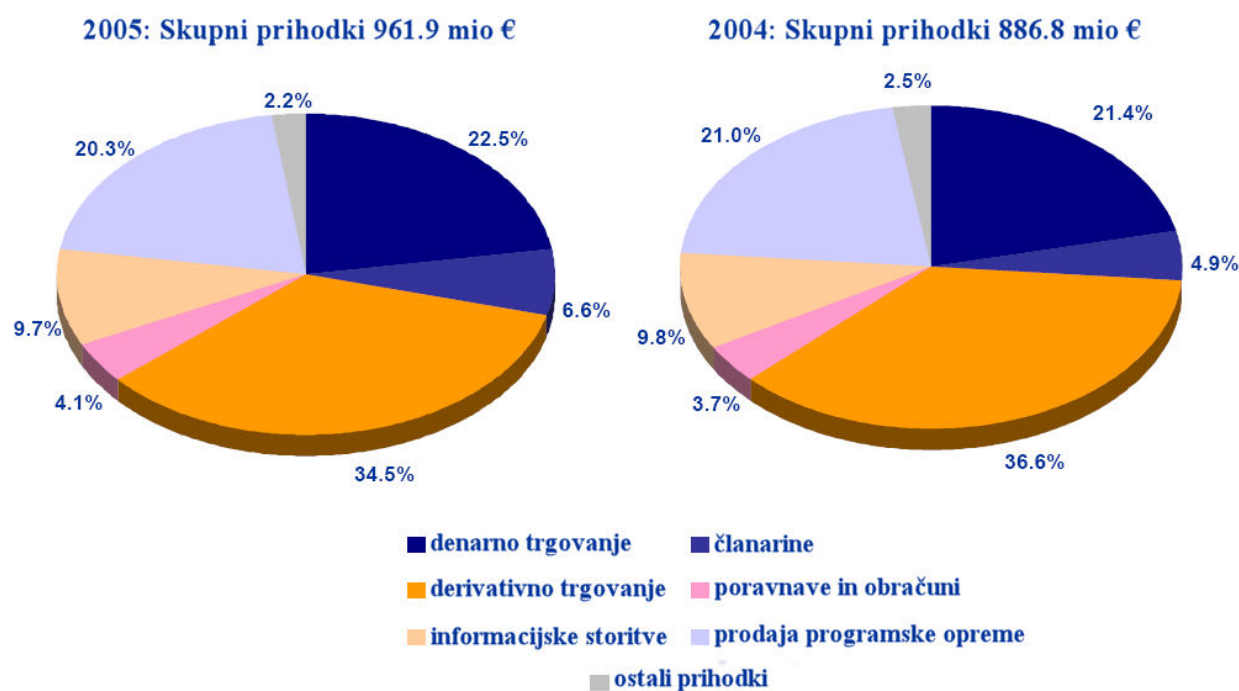
Slika 7: Uvedba novih segmentov v letu 2005 z indeksi tehnoloških, srednje velikih in majhnih podjetij za Euronext Amsterdam, Bruselj, Lizbona in Pariz

	EURONEXT AMSTERDAM	EURONEXT BRUSSELS	EURONEXT LISBON	EURONEXT PARIS
BLUE CHIP INDICES	Next CAC 70 ^{®(1)} 31 January 2005			
	AEX [®]	BEL 20 [®]	PSI-20 [®]	CAC 40 [®] CAC Next 20 ^{®(1)} 3 January 2005
MIDCAP INDICES	AMX [®]	Bel Mid ^{®(1)} 1 March 2005		CAC Mid100 ^{®(1)} 3 January 2005
SMALL-CAP INDICES	AScX ^{®(1)} 2 March 2005	Bel Small ^{®(1)} 1 March 2005		CAC Small90 ^{®(1)} 3 January 2005

Vir: Registration document and annual report 2005, 2006.

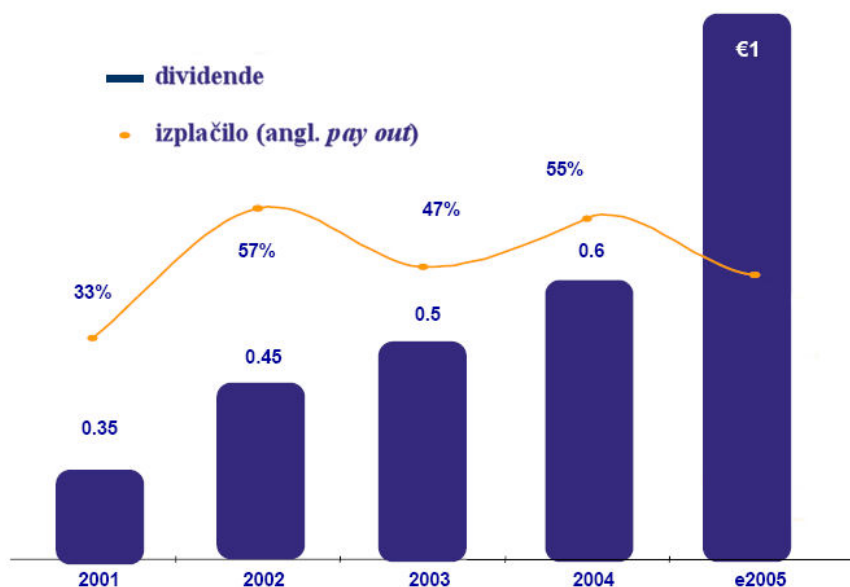
PRILOGA 3: Uspešnost poslovanja Euronext

Slika 8: Sestava prihodkov borze Euronext po poslovnih linijah v letih 2004 in 2005



Vir: Euronext 2005 Full Year Results, 2006. 12 str.

Slika 9: Dividende in izplačila v letih 2001 - 2005



Vir: Euronext 2005 Full Year Results, 2006. 7 str.

Tabela 1: Konsolidirani izkaz uspeha borze Euronext, po letih od 2002 do 2004 (v tisoč EUR)

In thousands of euros	Note	2004	Continued operations 2003	2003	2002
Revenues					
Cash trading		156,437	187,463	187,463	190,488
Listing fees		43,270	30,652	30,652	38,396
Derivatives trading		317,549	299,984	299,984	290,111
Clearing ⁽¹⁾		40,669	30,044	165,071	183,684
Settlement and custody		33,122	28,236	28,236	29,051
Information Services		87,297	91,154	91,154	92,073
Sales of software		185,965	172,511	172,511	148,484
Other income	4.3.1.1	22,528	25,699	15,969	24,266
Total revenues		886,837	865,743	991,040	996,553
Costs and expenses					
Salaries and employee benefits	4.3.1.2	271,996	249,144	267,763	296,620
Depreciation	4.3.1.3	67,386	60,027	67,575	74,147
IT expenses	4.3.1.4	129,336	148,437	187,781	176,458
Office, telecom and consultancy	4.3.1.5	84,392	79,035	86,169	100,479
Accommodation	4.3.1.6	50,990	50,323	52,919	52,402
Marketing	4.3.1.7	15,250	17,990	19,271	16,126
Other expenses	4.3.1.8	27,434	25,813	35,902	42,540
Total costs and expenses		646,784	630,769	717,380	758,772
Profit from operations before goodwill amortization		240,053	234,974	273,660	237,781
Goodwill amortization	4.3.1.9	39,875	54,563	64,793	53,111
Profit from operations after goodwill amortization		200,178	180,411	208,867	184,670
Net financing income	4.3.1.10	7,680	10,811	23,561	(495)
Impairment of investments	4.3.1.11	-	(47,100)	(47,100)	-
Gain on disposal of discontinued operation	4.3.1.12	-	-	175,107	-
Gain/(loss) on sale of associates/subsidiaries	4.3.1.13	4,386	(1,153)	(1,153)	97,421
Income from associates and joint ventures	4.3.1.14	3,327	2,413	2,413	(4,235)
Total		15,393	(35,029)	152,828	92,691
Profit before tax		215,571	145,382	361,695	277,361
Income tax expense	4.3.1.15	54,814	79,232	134,552	92,610
Profit after tax		160,757	66,150	227,143	184,751
Minority interests	4.3.1.16	(11,019)	(10,139)	(15,388)	(18,595)
Net profit⁽²⁾		149,738	56,011	211,755	166,156
Net profit before goodwill amortization ⁽¹⁾		201,886	110,574	276,548	219,267
Basic earnings per share		1.28	0.47	1.77	1.39
Basic earnings per share before amortization of goodwill		1.73	0.93	2.31	1.84
Diluted earnings per share		1.28	0.47	1.76	1.38
Diluted earnings per share before amortization of goodwill		1.72	0.92	2.30	1.83

Vir: Registration document and annual report 2005, 2006.

Tabela 2: Konsolidirani izkaz denarnih tokov Euronext po letih od 2002 do 2004 (v tisoč EUR)

In thousands of euros	Note	2004	Continued operations 2003	2003	2002
I. Cash flows from operating activities					
Net profit before income tax		215,571	145,382	361,695	277,361
Net financing income	4.3.1.10	(7,680)	(10,811)	(23,561)	495
Depreciation ⁽¹⁾	4.3.1.3	75,590	66,793	67,575	74,147
Goodwill amortization	4.3.1.9	39,875	54,563	64,793	53,111
Other non-cash or non-operational items	4.3.3.1	(5,590)	(2,238)	(501)	14,176
Impairment of investment		-	47,100	47,100	-
Gain on disposal of discontinued operation		-	-	(175,107)	-
Gain/(loss) on sale of associates	4.3.1.13	(4,386)	1,153	1,153	(97,421)
Total cash flow from operations before changes in working capital		313,380	301,942	343,147	321,869
Decrease/(increase) in non-current receivables		7,314	(21,248)	(21,248)	2,587
Decrease/(increase) in other receivables		19,899	(8,535)	(17,386)	49,734
Decrease in short-term payables		(39,771)	(22,536)	(23,841)	(169,525)
Total changes in working capital		(12,558)	(52,319)	(62,475)	(117,204)
Cash generated from operations		300,822	249,623	280,672	204,665
Income tax paid		(72,859)	(99,550)	(132,524)	(52,814)
Interest received		26,740	15,858	28,593	36,553
Interest paid		(18,521)	(15,093)	(15,093)	(15,858)
Net cash flows from operating activities		236,182	150,838	161,648	172,546
II. Cash flows from investing activities					
Investments in tangible assets		(14,579)	(27,573)	(27,633)	(37,475)
Investments in intangible assets		(48,876)	(38,489)	(50,791)	(47,675)
Proceeds from sale of tangible and intangible assets		961	-	14	3,191
Acquisitions, net of cash acquired	4.3.7	(83,359)	2,012	2,012	(657,434)
Redemption of subordinated loan by LCH.Clearnet S.A.		60,000	-	-	-
Disposal of activities		-	-	(3,429,340)	8,646
Other investing activities	4.3.3.2	(7,822)	102,624	30,853	(19,806)
Net cash flows from investing activities		(93,675)	38,574	(3,474,885)	(750,553)
III. Cash flows from financing and clearing activities					
Net effect of clearing		-	(1,468)	(456,384)	1,527,521
Loans received		379,607	43,156	43,156	436,067
Loans redeemed		(221,727)	(118,967)	(118,967)	(94,599)
Own shares purchased		(214,296)	-	-	-
Dividends paid		(59,833)	(53,832)	(53,832)	(41,942)
Other financing activities		6,212	23,669	(3,891)	(853)
Net cash flows from financing and clearing activities	4.3.3.3	(110,037)	(107,442)	(589,918)	1,826,194
Effects of exchange rate changes on cash and cash equivalents		(5,526)	(9,583)	(9,583)	(9,071)
Total cash flow over year		26,944	72,387	(3,912,738)	1,239,116
Net increase/(decrease) in cash and cash equivalents					
At beginning of year		496,761	424,374	4,409,499	3,170,383
At end of year	4.3.3.4	523,705	496,761	496,761	4,409,499
Movement in cash and cash equivalents		26,944	72,387	(3,912,738)	1,239,116

(1) Out of depreciation of €67.4 million, €8.2 million are recharged onwards to LCH.Clearnet S.A. and give rise to cash flow.

Vir: Registration document and annual report 2005, 2006.

Tabela 3: Amortizacija dobrega imena z združitvijo v Euronext, prevzemom holdinga LIFFE in Euronext Lisbon, povečanih investicij v GL TRADE ter druge amortizacije dobrega imena po letih od 2002 do 2004 (v tisoč EUR)

In thousands of euros	2004	Continued operations 2003	2003	2002
Merger of SBF, BXS and AEX as at 22 September 2000	9,115	9,859	14,540	14,117
Acquisition of LIFFE (Holdings) plc	24,908	23,915	28,491	31,327
Acquisition of Euronext Lisbon	4,048	4,719	5,692	5,692
Impairment loss on acquisition Euronext Lisbon	-	13,800	13,800	-
Increase of investment in GL TRADE S.A.	500	-	-	-
Other goodwill amortization	1,304	2,270	2,270	1,975
Total	39,875	54,563	64,793	53,111

Vir: Registration document and annual report 2005, 2006.