Łukasz ŁUKASZEWSKI

WIELOASPEKTOWA ANALIZA WSPÓŁCZESNYCH TENDENCJI NA EUROPEJSKICH GIEŁDACH KAPITAŁOWYCH W POSZUKIWANIU ŹRÓDEŁ PRZEWAGI KONKURENCYJNEJ

Problem badawczy

Oceńmy względną pozycję Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Jest ona małą giełdą lokalną. Planowane połączenie giełd w Warszawie i Budapeszcie zwiększyłoby kapitalizację o 1/3, połączenie giełd wszystkich krajów grupy wyszehradzkiej dałoby giełdę dwa razy większą – dla porównania giełda Euronext jest 60 razy większa od warszawskiej [1]. Na podstawie światowych tendencji widać, że minimalna skala działalności giełdy akceptowalna przez inwestora coraz bardziej się powiększa. Zajęcie przez GPW odpowiedniej pozycji w strukturze międzynarodowych sojuszy i aliansów ma więc fundamentalne znaczenie. Udane wdrożenie systemu WARSET – platformy technologicznej jednolitej z tą, którą wykorzystuje Euronext potencjalnie może zbliżać GPW do współpracy z tym partnerem. Należy jednak pamiętać, że obecnie zdecydowanie słabnie wpływ rozwiązań technologicznych, wykorzystywanych na różnych giełdach na decyzje o charakterze biznesowym. Wynika to ze wzrostu znaczenia i powszechności stosowania technik, umożliwiających komunikowanie się ze sobą odmiennych systemów informatycznych. Czynnikiem o decydu-

---

* Tekst powstał na podstawie danych zgromadzonych i przetworzonych w pracy dyplomowej autora pod tytułem „Integracja europejskich giełd kapitałowych jako podstawa funkcjonowania i rozwoju paneuropejskich giełd kapitałowych".

jącym znaczeniu dla wyboru partnera strategicznego GPW będzie to, w jakim zakresie sojusz z partnerem zagranicznym wzmocni polski rynek kapitałowy w perspektywie wejścia do Unii Europejskiej [2]. Aspiracje GPW do stania się czymś więcej niż rynkiem krajowym są realistyczne, pamiętać jednak należy, że czasu jest niewiele i że działa on na jej niekorzyść. Niniejszy artykuł jest próbą odpowiedzi na pytanie dlaczego decyzja ta jest tak trudna, poprzez prezentacje najbardziej oczywistych opcji, jakie stoją przed GPW w perspektywie procesu tworzenia się silnych ośrodków giełdowych, a w konsekwencji giełd paneuropejskich. Ośrodkami tymi jest wspomniany Euronext, giełda niemiecka (DB) oraz londyńska (LSE). One też są przedmiotami analizy w tej pracy.

Sytuacja giełd europejskich jest dzisiaj całkowicie inna niż 10 lat temu, a w najbliższych latach zmieni się jeszcze bardziej. Na wszystkich giełdach papierów wartościowych można zaobserwować te same kierunki zmian. Można je skatalogować w trzy podstawowe grupy, a odpowiednie działania w każdej z nich mogą stać się w dłuższym czasie źródłem przewagi konkurencyjnej, skutkującej powiększeniem udziału w rynku globalnym. Są to procesy konsolidacji, komputeryzacja obrotu oraz tworzenie nowych segmentów. Struktura poniższego artykułu została podporządkowana temu podziałowi.

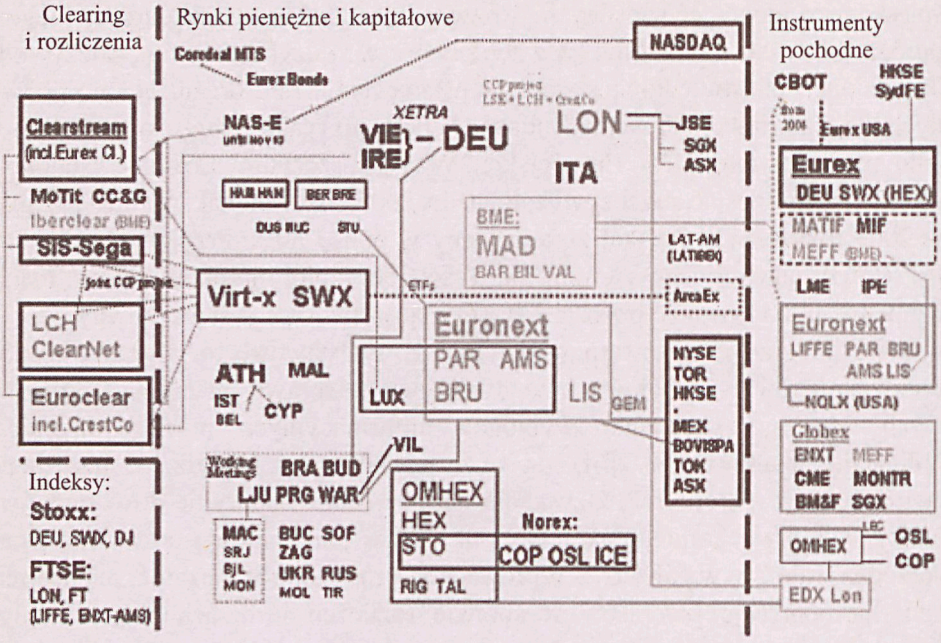
1. Integracja

Obserwowane tendencje międzynarodowe wyraźnie wskazują na rozwój procesów konsolidacji, koncentracji i integracji na światowym rynku giełdowym. Transformacja narodowych systemów finansowych w jeden globalny przejawia się w bardziej zdywersyfikowanych portfelach inwestycyjnych, większej liczbie firm sięgających po środki zagraniczne oraz wzrostem liczby wysoko wyspecjalizowanych jednostek, zajmujących się wyłącznie wyszukiwaniem i wykorzystywaniem okazji arbitrażu na rynkach światowych. Liczba międzynarodowych emisji akcji wzrosła ośmiokrotnie podczas lat dziewięćdziesiątych. Oczywiście robi wrażenie trzydziestodwukrotny wzrost inwestycji bezpośrednich w krajach uprzemysłowionych, jednak blednie on w porównaniu ze wzrostem przepływów portfelowych, które wzrosły prawie 200 razy [3]. Innym miernikiem integracji są ponadnarodowe transakcje papierami wartościowymi. Jeszcze w 1975 roku międzynarodowe transakcje obligacjami i akcjami, w najbardziej rozwiniętych krajach, wynosiły mniej niż 5% PKB, ale w 1997 roku osiągały wartość pomiędzy jeden a siedem razy PKB.

Głównym katalizatorem tych zmian były konsekwentne działania, zmierzające do liberalizacji rynków narodowych i międzynarodowych przepływów

kapitału, podjęte we wczesnych latach siedemdziesiątych, a znacznie przyśpieszone w dziewięćdziesiątych. Rozwój konsolidacji rynku europejskiego, oprócz wpływu czynników zewnętrznych, w dużym stopniu zależy od determinacji państw członkowskich w ustanawianiu ram organizacyjno-prawnych dla jego funkcjonowania. Budowa wspólnego rynku finansowego stała się jednym z priorytetów Unii Europejskiej. W czasie szczytu w Lizbonie ustalono, że idea ta ma zostać urzeczywistniona do 2005 roku, jednak według [4] już w 2003 roku plan ten został zrealizowany w ponad 80%. Przyjęty tam FSAP [5] (Financial Services Action Plan) zawiera zbiór środków, które mają uzupełnić braki i usunąć pozostałe bariery, aby stworzyć system prawny, który wspiera integracje rynków finansowych UE. Podstawowe rozwiązania co do rynku papierów wartościowych to dyrektywy w sprawie manipulacji rynkowych, ciągłego spełniania wymogów informacyjnych przez emitentów obligacji, zmiany w ISD [6], a przede wszystkim wprowadzenie instytucji „europejskiego paszportu". Uzyskanie takiego statusu odnośnie do wymogów emisyjnych przez emitenta akcji czy obligacji w jednym kraju pozwala mu na sprzedaż walorów w całej UE. Wprowadzono również rozwiązania, mające na celu harmonizację przepisów w sprawie rozliczeń i rozrachunku. Według symulacji makroekonomicznych prezentowanych w [7] redukcja kosztu kapitału, wynikająca z integracji europejskiego rynku kapitałowego w krajach członkowskich, wyniesie średnio 50 punktów bazowych. Przełoży się to również na wzrost GDP o 1,1%, inwestycji o 6%, a nawet wzrost zatrudnienia. Taki paneuropejski rynek ma stanowić atrakcyjne miejsce inwestycyjne nie tylko dla spółek europejskich, lecz także – a może przede wszystkim – światowych.

Nie umniejszając roli UE w tworzeniu wspólnego rynku inicjatywa w tym zakresie należy jednak przede wszystkim do działań poszczególnych giełd. Rozwój rynku kapitałowego, nasilenie się handlu transgranicznego razem z wszystkimi dobrodziejstwami, przyniósł także zagrożenie ze strony Stanów Zjednoczonych. Należy pamiętać, że największą giełdą na świecie pozostaje nowojorska NYSE. Następną pod względem kapitalizacji jest również amerykański NASDAQ, który po przejęciu paneuropejskiej giełdy EASDAQ oraz stworzeniu NASDAQ Japan, stworzył system handlu działający 24 godziny na dobę. Rynki kapitałowe w Europie są gorzej rozwinięte niż rynek ich konkurenta, nie tylko ze względu na liczbę gospodarstw domowych posiadających akcje, co jest spowodowane dominacją systemu bankowego. Z przyczyn oczywistych każde państwo w Europie Zachodniej ma swoją giełdę papierów wartościowych – w rezultacie funkcjonuje ponad 35 giełd papierów wartościowych. Jest to duża liczba, jeżeli porówna się ją z trzema narodowymi i pięcioma regionalnymi



Rozkład giełd europejskich

Źródło: FESE – Federacja Europejskich Giełd Kapitałowych

giełdami w Stanach Zjednoczonych. Paradoksalnie liczba rynków kapitałowych w ostatnim czasie wzrosła. Tak podzielony rynek europejski nie może konkurować z gigantami zza wielkiej wody. Jedynym rozwiązaniem jest integracja, w ramach której postawione zostały już pierwsze kroki, głównie poprzez serię szybkich połączeń między giełdami w różnych rejonach świata. Alianse możliwe są dzięki zaawansowanym rozwiązaniom telekomunikacyjnym i informacyjnym, jednak warto przytoczyć słowa prezesa Euronextu J.F Theodore: „Uważamy, że czas aliansów się skończył i teraz nastał czas fuzji; fuzja jest o wiele silniejsza i bardziej wiążąca niż zwykły alians" [8].

Powyższy schemat w obrazowy sposób prezentuje panoramę giełd europejskich oraz wskazuje na brak możliwości kompleksowego ujęcia tematu w niniejszym artykule. Skupmy się na giełdach leżących w kręgu zainteresowań postawionego problemu badawczego. Projektem konkurencyjnym do EASDAQ było wyodrębnienie w 1996 roku nowego segmentu dla przedsiębiorstw wysoko wzrostowych Euro Nouve Mache (Euro.NM). Rok później do tego porozumie-

nia przystąpiły giełdy z Amsterdamu, Brukseli oraz w 1999 roku giełda mediolańska, jednakże niemal od początku egzystencji segmentu przodował na nim frankfurcki Neuer Markt – zarówno pod względem kapitalizacji giełdowej (około 81% całego rynku), jak i liczby notowanych spółek (około 58%). Przedsięwzięcie to jednak wygasło wraz z końcem wieku. Główną przyczyną tego były rozbieżne plany strategiczne jego głównych uczestników.

W 1998 roku LSE i DB AG obwieściły decyzję o aliansie, służącym jako podstawa do stworzenia jednolitego rynku. Współpraca miała się odbywać na podstawie ograniczonych działań, takich jak harmonizacja godzin handlu i technologii operacyjnych. Działania te, choć ograniczone, doprowadziły do znacznej utraty prestiżu przez Paryż, z którym nawet się nie skonsultowano w przygotowaniach do aliansu. Prezes giełdy francuskiej nazwał wtedy te okoliczności „nieprzyjemnymi" [9]. W połowie 1999 roku zainteresowanie projektem wyraziło osiem największych giełd europejskich, deklarując wole harmonizacji zasad obrotu. Jak podano w [10] według pierwszych założeń konsolidacja tych giełd miała być ukoronowana stworzeniem wspólnej giełdy w fizycznym jej wymiarze, tzn. odrębnej instytucji w jednym z krajów UE. Po przeanalizowaniu projektu przedstawiciele Londynu, Frankfurtu, Paryża, Amsterdamu, Brukseli, Madrytu, Mediolanu i Zurychu odrzucili jednak ten pomysł jako zbyt trudny i kosztowny. Zdecydowano zamiast tego podjęcie prac w celu stworzenia wspólnej platformy handlowej, poprzez połączenia elektroniczne między uczestnikami projektu. Najbardziej rozbudowana i najnowocześniejsza niemiecka platforma handlowa Xetra została odrzucona jako obowiązująca na początku 2000 roku i w rezultacie w marcu realizacja projektu została zawieszona. Jako powód podano zbyt krótki czas na pokonanie wszystkich trudności organizacyjnych. W rzeczywistości jednak postanowiono zaniechać dalszych prac w wyniku narastającej rywalizacji pomiędzy omawianymi, najbardziej prężnymi giełdami europejskimi o czołową pozycję w Europie.

Wkrótce jednak inicjatywę przejął Paryż. Trzy organizacje giełdowe: Holenderska AEX, belgijska BXE i francuska Paris Bourse utrzymywały wzajemne kontakty przez cały rok 1999 i omawiały plany połączenia swoich operacji clearingowych. W tym czasie odkryto, że giełdy te mają wiele cech wspólnych. W rezultacie w marcu 2000 roku podjęto decyzję o połączeniu po raz pierwszy na świecie trzech różnych giełd z trzech różnych krajów, czego konsekwencją były narodziny nowej giełdy Euronext. Fuzja ta nie jest jednocześnie zjednoczeniem ich oficjalnego statusu. Dlatego Euronext zarządza trzema filiami w każdym z trzech partycypujących krajów. Każda z tych spółek córek utrzymała nadal licencję giełdową na rynku narodowym, utrzymując narodowy charakter każdej z jednostek. Spółka matka jest przedsiębiorstwem

prawa holenderskiego, które przewiduje reżim dwuczęściowej struktury organizacyjnej organów decyzyjnych dla przedsiębiorstw holdingowych (zarząd i rada nadzorcza). Taka struktura jest uznawana za najodpowiedniejszą dla fuzji ponadnarodowych.

To czyni Euronext wyjątkową organizacją, pod jednym zarządem łączącą trzy centra finansowe. Pozwala to zarówno czerpać korzyści z efektu skali – jako że giełdy łączą wykonywanie poszczególnych funkcji – jak i zachować narodową specyfikę i specjalizację. Funkcje, które przede wszystkim są obiektem fuzji, to prowadzenie rynku akcji, bonów i derywatów, a także usługi clearingowe i informatyczne. Taka konwergencja w aspekcie organizacyjnym, regulacyjnym i technologicznym, dała z końcem roku 1653 notowane przedsiębiorstwa o całkowitej kapitalizacji rynkowej 2500 miliardów euro. Fuzja stworzyła największe w kontynentalnej Europie centrum finansowe, poprzez wyprzedzenie giełdy niemieckiej, ustępując jej (tylko przez krótki czas) pod względem wielkości obrotu. Ciągle co prawda ustępuje wielkością giełdzie londyńskiej, która jednak ponosi skutki pozostania poza strefą euro. Poniższa tabela przedstawia spółki tworzące nowy rynek z podziałem na giełdy uczestniczące w fuzji.

Tabela 1. Liczba notowanych spółek i ich kapitalizacja pod koniec listopada 2000 roku

	Liczba notowanych spółek		Kapitalizacja (w mld euro)
	krajowych	zagranicznych	
Amsterdam	416	175	703
Bruksela	172	119	182
Paryż	1022	165	1532
Euronext	**1611**	**459**	**2417**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych FESE.

W następnych latach Euronext nie przestawał umacniać swojej pozycji. Toczące się przez dwa lata rozmowy z giełdą portugalską, zakończyły się w styczniu 2002 roku sukcesem [11]. Rok później przyjęła ona wspólną platformę handlową rozliczeniową i rozrachunkową. Z pewnością był to duży sukces, jednakże jeszcze ważniejszym wydarzeniem było przejęcie londyńskiej giełdy derywatów LIFFE (London International Financial Futures and Options

Exchange). Chęć przejęcia zgłosiły wszystkie trzy giełdy, przy czym ostateczna walka rozegrała się pomiędzy LSE i Euronextem. Zaakceptowanie oferty Euronextu (całkowity koszt 805 mln) i tym samym stworzenie jednego z największych rynków derywatów na świecie pokazuje siłę i ambicję tej paneuropejskiej giełdy.

Odpowiedzią na Euronext miała być fuzja giełdy frankfurckiej i londyńskiej, tzw. projekt iX (*international exchange*). Współpraca miała objąć połączenie segmentów spółek technologicznych obu giełd, czyli stworzonym w 1999 roku brytyjskim techMARK i największym w Europie niemieckim Neuer Markt (1997). Ogłoszono także plany połączenia tego rynku z NASDAQ. Siedzibą rynku miał być Londyn, a platformą handlową niemiecka Xetra. Jednak w wyniku nieporozumień na szczeblu władz poszczególnych instytucji oraz zagrożenia przejęciem przez szwedzką OM Gruppen, giełda londyńska wycofała się z projektu. Po porażce tego sojuszu giełda frankfurcka zaangażowała się w przedsięwzięcie Newex – rynku dla krajów Europy Wschodniej i Środkowej. Obecnie notowanych jest tam 100 spółek i giełda nie ma większego znaczenia w regionie. Inną inicjatywą jest Eurex – jeden z największych rynków derywatów stworzony w porozumieniu z giełdą szwajcarską. Podjęła także próby stworzenia europejskiej giełdy energii.

Londyńska giełda papierów wartościowych jest najbardziej międzynarodową giełdą kapitałową świata i największym rynkiem akcji w Europie. Jako rynek pozyskiwania kapitału przyciąga szeroką ofertą produktów, dużą płynnością i dobrze uregulowanym rynkiem. Podczas gdy korzenie historyczne sprawiają, że LSE jest najstarszym rynkiem kupna i sprzedaży akcji na świecie, giełda aspirowała do odgrywania czołowej pozycji w Europie w czasach dzisiejszych. Jednocześnie jednak ta sama tradycja sprawiła, że giełda stała się strukturą skostniałą. Z dużymi trudnościami przyszło tej giełdzie odejście od systemu parkietowego, a nawet całkowite zdematerializowanie obrotu.

Międzynarodowa rzeczywistość gospodarcza uległa w ostatnich latach jednak poważnym zmianom i należy stwierdzić, ze giełda londyńska nie była do nich przygotowana. Podstawowym powodem utraty pozycji jest niewystarczające skomputeryzowanie handlu, ale istnieją także inne przyczyny, głównie natury prawnej. Uwidoczniły się na przykład skutki nieprzystąpienia do unii walutowej. Sytuacja stała się na tyle poważna, że zamiast rozwijać się i integrować w 2000 roku największa giełda Europy musiała skoncentrować się na obronie przed próbami wrogich przejęć, kolejno szwedzką, Euronextu i niemiecką. Jedynym działaniem podjętym przez LSE od tego czasu są rozmowy z giełdą w Hongkongu w sprawie podwójnego notowania na obydwu giełdach.

Giełdy same w sobie stały się przedmiotem globalizacji. Wymogi dopuszczeniowe każdej z nich są podobne i wszystkie akceptują międzynarodowe standardy rachunkowości. Również systemy transakcyjne i rozliczeniowe, szeroka oferta typów zleceń, organizacja sesji i notowań ciągłych stały się pewnego rodzaju standardem. Bardzo dobrym przykładem są fundusze oparte na indeksach, które będąc całkowitą nowością oferowane były w krótkim czasie na wszystkich znaczących giełdach.

Struktura współczesnych giełd kapitałowych także ulega znacznym przeobrażeniom. Wyróżnia się dwa podstawowe modele giełd – niemiecki i amerykański. W ostatnich latach giełda ewoluowała w przedsiębiorstwo konkurencyjne, a nawet w spółkę publiczną, co jest charakterystyczne dla drugiego z tych modeli, gdzie giełda jest instytucją prywatnoprawną, zrzeszeniem kupców, przemysłowców, pośredników i bankierów, a członkostwo w niej jest przedmiotem obrotu. W 2001 roku trzy największe giełdy europejskie poprzez ofertę publiczną na własnych rynkach stały się spółkami publicznymi [12].

Z powyższej analizy wynika, że w najbliższej przyszłości w Europie nie powstanie jednolity rynek. Główną przeszkodą wydają się ambicje poszczególnych dużych ośrodków kapitałowych. Wnioski wyciągnięte z doświadczeń w procesie tworzenia UE wskazują, że najbardziej obiecującą drogą może być po prostu zwiększanie konkurencji. Innowacje w telekomunikacji i technologii komputerowej już teraz oferują dostęp do wszystkich rynków po bardzo niskich kosztach. Ułatwia to bezpośrednie współzawodnictwo pomiędzy nimi w dostarczaniu bardziej efektywnych usług, a jednocześnie pogłębia standaryzację. Integracja nie musi oznaczać fuzji i przejęć, albowiem drogą rozwoju może być również wzajemna współpraca. Rezultatem mogą być trzy lub cztery współpracujące ze sobą sieci.

2. Komputeryzacja

Bardzo szybko rozwijająca się nowoczesna technologia informatyczna otwiera nowy wymiar międzynarodowego handlu papierami wartościowymi. Kiedy granice między państwami tracą na znaczeniu, obrót akcjami może odbywać się gdziekolwiek na świecie i o każdej porze. Komputerowy system transakcyjny praktycznie zdominował światowe giełdy kapitałowe. Giełdzie londyńskiej udało się na początku 2002 roku zintegrować swój system transakcyjny z nowym elektronicznym systemem rozliczeniowym CREST [13]. Tym samym wszystkie trzy największe giełdy europejskie (Londyn, Euronext, Frankfurt) są całkowicie skomputeryzowane. Charakterystyczne jest szybkie adaptowanie

przez wszystkie giełdy rozwiązań stosowanych przez ich sąsiadów. Innowacje na jednej giełdzie są natychmiast przyjmowane przez następne, co jeszcze bardziej je upodabnia i stwarza możliwości integracji. Główną przesłanką wprowadzania systemów elektronicznych jest ich efektywność cenowa. Nie bez znaczenia pozostaje szybkość przeprowadzenia transakcji. W dziedzinie komputeryzacji jest jeszcze wiele do zrobienia w zakresie tzw. *netting*, czyli zwiększenia dostępności do giełdy poprzez internet, wap i telewizję kablową.

Poniżej dokonano przeglądu systemów transakcyjnych trzech omawianych giełd, świadomie pomijając rozwiązania giełdy londyńskiej, która prowadzi zwykłą elektroniczną księgę zleceń SEATS oraz wykorzystuje kilka innych systemów. Systemy te występują tylko na giełdzie LSE.

W 1992 roku Compaq wygrał przetarg z kilkoma innymi wiodącymi dostawcami tego typu na wprowadzenie platformy handlowej wraz z aplikacjami ostatecznego użytkownika na giełdę paryską. Po kilku latach współpracy zaczęto wprowadzać nowy system handlowy NSC. Na początku nie starano się sprzedać systemu, lecz inne giełdy odwiedzały Paryż i wyrażały chęć zakupu tego rozwiązania. Pierwszą była Bruksela w 1996 roku, po czym zaczęły wprowadzać ją inne giełdy. Tak szerokie zainteresowanie wdrażaniem NSC na giełdach światowych dało mu pozycję światowego lidera. Co więcej, taka popularność systemu uczyniły z niego *de facto* światowy standard w dziedzinie platform handlowych [14].

To co oferuje NSC to wyjątkowo korzystny wskaźnik cena/niezawodność, jakość i możliwość obsługi bardzo dużych obrotów. Został on tak zaprojektowany, aby sprostać nieprzewidywalnym wymaganiom rynku [15]. Otwarta architektura systemu pozwala na bieżąco zmieniać w nim procesory, dyski i inne komponenty. Dużą zaletą francuskiego systemu jest skala proporcjonalna. Oznacza to, że jeżeli rynek na przykład potrzebuje 5 minut aby rozliczyć 5000 transakcji na początku sesji, potrzebować będzie jedynie 10 minut, a nie 30 czy godzinę, żeby rozliczyć dwa razy większą liczbę. Wszystkie te funkcje, bardziej rozbudowane (a także inne dodatkowe) udostępnia także najnowszy system niemiecki Xetra, ale istnieje jeden podstawowy czynnik, powodujący większą popularność francuskiego rozwiązania. Jest to jego niska cena. Drugim takim czynnikiem były niskie prowizje pobierane od użytkowników, które według corocznego badania przeprowadzanego przez konsultantów amerykańskich Elkins/McSherry Co, kształtowały się najniżej w Europie, jednak obecnie koszty te są na zbliżonym poziomie [16]. Przez wiele lat jednak system NSC był liderem cenowym oraz właściwie jedynym systemem, który dał się tak łatwo adaptować do wymagań poszczególnych rynków. W rezultacie prawie połowa portali Euronextu znajduje się za granicą. Jak już wspomniano, jest to

najczęściej używany system handlowy na świecie (obecnie 18 giełd, w tym giełda warszawska) [17].

W planowanym porozumieniu LSE i DB AG handel miał się odbywać na platformie Xetra. Na giełdzie frankfurckiej system wprowadzono w 2000 roku. Jest to całkowicie skomputeryzowany system handlu. Jego wprowadzenie pozwoliło na zmniejszenie kosztów transakcji o 66% [18] i tym samym stworzyło najnowocześniejszy i najbardziej wszechstronny system transakcyjny na świecie. Był to pierwszy system, który przeprowadzał automatycznie transakcję od momentu wprowadzenia zlecenia do clearingu transakcji. Nowoczesne rozwiązania zniwelowały bariery techniczne i finansowe międzynarodowego dostępu do rynku. Zapewniono sprawiedliwy dostęp do rynku, bez znaczenia w którym miejscu w Europie znajduje się uczestnik obrotu. Xetra wyznaczyła nowe standardy, do których jednak tak Paryż, jak i cały świat szybko się dostosował. Poza tym nadal nie był on tani w zakupie i działa w zasadzie tylko w Niemczech, na giełdzie wiedeńskiej, irlandzkiej i ostatnio finlandzkiej, aczkolwiek przeprowadzone zmiany znacznie polepszyły konkurencyjność tych giełd.

Prawdziwą rewolucją mogą okazać się jednak ECN (Electronic Communication Networks). Od chwili pojawienia się jako alternatywne platformy handlowe do rynków tradycyjnych w 1997 roku, łącząc elektronicznie kupujących i sprzedających, wzięły szturmem rynek w Stanach Zjednoczonych. Z początku były to prywatne „kluby" handlowe, pozwalające dużym graczom – takim jak zarządzający funduszami inwestycyjnymi czy emerytalnymi – spotykać się i dokonywać transakcji. Dziś ECN są o wiele bardziej dostępne dla brokerów, instytucji finansowych i są wzajemnie połączone, dzięki czemu odpowiadają na przykład za ponad 30% obrotu na NASDAQ. ECN nie mają statusu giełd, lecz obrót na nich odbywa się równolegle do nich. Dotychczas inwestor który chciał handlować na tym rynku musiał złożyć zlecenie w swoim banku, który z kolei zwracał się do brokera/dealera ze Stanów Zjednoczonych, który z kolei musiał mieć dostęp do market makera. Takie pośrednictwo oznaczało duże różnice w cenach kupna sprzedaży dla takiego inwestora. Obecnie używając ECN, poprzez wyeliminowanie pośredników można handlować po najlepszych cenach, w dodatku nie ruszając się z domu.

System ECN zapewnia automatyczną realizację zleceń pomiędzy stronami transakcji, podczas gdy w tradycyjnych notowaniach giełdowych mogą pojawić się redukcje ich wolumenu. W rzeczywistości wiele instytucji finansowych, a czasami sami brokerzy i market makerzy same kierują obrót na ECN, zanim skierują zlecenia na giełdę. W artykule zatytułowanym „Kto potrzebuje Giełdy Papierów Wartościowych? Nie inwestorzy" [19] wskazuje się, że obrót giel-

dowy jest anachronizmem, który działa tylko dzięki skutecznemu lobby, blokującemu liberalizację handlu. ECN są nie tylko o wiele tańsze, lecz również pozwalają na znaczną elastyczność w formułowaniu zleceń. Jako przykład podaje się następujące zlecenie: „Jeżeli sprzedam Microsoft za 75, chcę kupić IBM za 110 i Intel za 120". Komputery mogą realizować takie zlecenia, używając algorytmów, które byłyby nie do wykonania dla brokera. Należy tu jednak pamiętać o trudnościach, które mogą wyniknąć przy kwotowaniu cen dla walorów o małej płynności.

W miarę spadku kosztów komunikacji można spodziewać się znacznie szerszej oferty egzotycznych papierów wartościowych. Właściwie każdy przepływ finansowy może zostać zsekurytyzowany, wystandaryzowany i zaoferowany małym inwestorom.

Obecnie w Europie działa jeden liczący się ECN. Jest nim szwajcarsko-brytyjski Virt-X (pierwotnie Tradepoint), na którym handluje się akcjami, wchodzącymi w skład wszystkich liczących się europejskich indeksów. Właśnie na tym rynku najłatwiej jest zaobserwować skuteczność ECN. Różnice w uzyskiwanych cenach mogą być znaczące [20].

3. Nowe segmenty

Trzecią dziedziną aktywności strategicznej giełd jest tworzenie nowych produktów zarówno dla inwestorów, jak i dla przedsiębiorstw. Chcąc odpowiedzieć na rosnący gwałtownie popyt na usługi pośredniczenia w ponadnarodowych przepływach, giełdy musiały podjąć działania dostosowawcze. Od dłuższego czasu toczą nawet pewnego rodzaju wojnę ekonomiczną, mającą na celu powiększenie ich udziału w światowym rynku. Ta silna konkurencja sprawia, że obecnie firmy w większości krajów mają dostęp do bardziej zróżnicowanego wachlarza usług finansowych, oferowanego przez konkurujące ze sobą różne instytucje, co w efekcie oznacza niższe koszty. Inwestorzy natomiast zyskali lepszą, szybszą informację oraz dostęp do rozbudowanego menu możliwości inwestycyjnych. Przykładami mogą być segment obrotu funduszami opartymi na indeksach czy otwarty w 2001 roku na giełdzie frankfurckiej handel indeksami pogodowymi. Ciągnąc dalej, giełda we Frankfurcie otwiera nowy rynek w Europie Wschodniej, wchodzi w nowe dziedziny (giełda energii).

Rynki kapitałowe stały się zintegrowane na wiele różnych sposobów, a obrót stał się mniej formalny, także dzięki rosnącej sieci połączeń informatycznych sieć powiązań pomiędzy instytucjami finansowymi. W warunkach globalnej konsolidacji, rynki stały się znacznie większe – wyłoniła się jednak

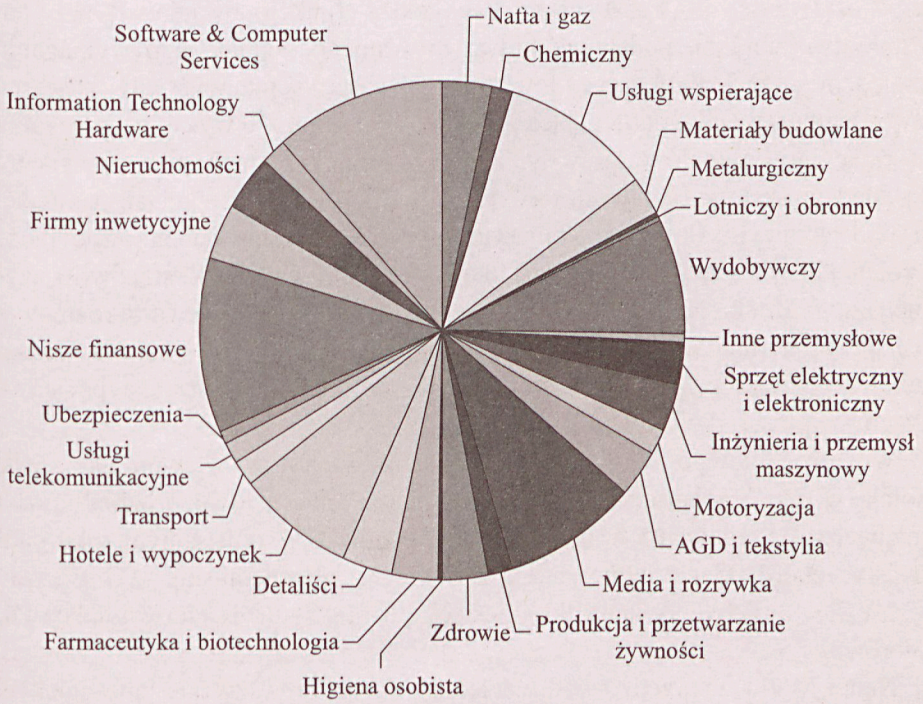
także konieczność ich dzielenia. Poszukując inwestorów spoza własnych krajów giełdy bardziej niż kiedykolwiek konkurują o wzrost i za wszelką cenę przyciągają obarczone wysokim ryzykiem, ale wysokowzrostowe spółki „nowej generacji" [21]. Duża liczba europejskich (najwięcej niemieckich i brytyjskich) małych i średnich przedsiębiorstw zdecydowała się wprowadzić swoje akcje na NASDAQ, ze względu na brak podobnego rynku w Europie. Komisja Europejska już na początku lat dziewięćdziesiątych wychodziła z inicjatywą stworzenia rynku dla małych i średnich przedsiębiorstw nastawionych na wzrost. Giełdy europejskie szybko podjęły się tego zadania i większość z nich okazała się sukcesem. Towarzyszyły temu procesy segmentacji sektorowej rynków oraz rozbudowywanie bazy indeksów – dla większej przejrzystości rynku. Na fali tych zmian powstały dwa nowe duże europejskie rynki niszowe, AIM – inkubator dla małych przedsiębiorstw i Neuer Markt – największy europejski rynek akcji wzrostowych. Mimo że skrajnie różne, oba te modele odniosły wielki sukces i stanowią dziś bardzo ważny element europejskiego rynku akcji.

Alternative Investment Markt (AIM) został założony w czerwcu 1995 roku przez LSE dla młodych, rozwijających się przedsiębiorstw. Był to pierwszy rynek tego typu w Europie. W następnych latach wiele giełd próbowało otworzyć podobny segment na swoich rynkach, jednak żadna nie powtórzyła wielkiego sukcesu jakim jest AIM. Obecnie jest to największy rynek dla małych przedsiębiorstw w Europie (753 spółki w grudniu 2003 roku). Jego zadaniem jest wyjście naprzeciw potrzebom małych spółek, które nie mogłyby spełnić warunków stawianych uczestnikom rynku głównego, a jednocześnie wyodrębnić je jako osobny, alternatywny rynek inwestowania.

Adresatem tego rynku są zarówno młode firmy, jak i spółki wykupywane przez menedżerów lub pracowników i rodzinnych przedsiębiorstw, dla których mniej uregulowane środowisko jest bardziej odpowiednie. Jedynym kryterium wejścia na ten rynek jest „bycie odpowiednim". Decyzja o tym czy spółka jest odpowiednia, jest podejmowana przez mianowanego doradcę spółki. Ma on za zadanie pomóc spółce w opanowaniu i przestrzeganiu zasad AIM oraz służyć poradą. Spółka musi również pozyskać mianowanego maklera. Pełni on ważną rolę w utrzymaniu płynności notowań spółki. Wejście na rynek nie jest obwarowane ani limitem oferty akcji dla publiczności (25% na rynku głównym), ani wymaganiami co do historii spółki (3 lata), ani minimum kapitalizacji rynkowej. Nie jest potrzebna również zgoda UK Listing Autority, urzędu dopuszczającego spółki do obrotu [22]. Oprócz tego istnieje wiele innych udogodnień, na przykład w sprawie przepisów dotyczących przejmowania innych przedsiębiorstw, możliwość traktowania spółki jako nienotowanej na giełdzie, co daje wymierne korzyści podatkowe. Jak widać, wejście na rynek nie

jest trudne, a symboliczne jest przekazanie decyzji, dotyczących wejścia na rynek mianowanym doradcom, których przecież jednocześnie spółka jest klientem. Model rynku został wiec tak skonstruowany, żeby przyciągnąć jak największą liczbę spółek, ale ewidentnie nie ma tu żadnych wymagań jakościowych. Rozwiązanie to mocno odbiega od modelu niemieckiego rynku wzrostu, w którym wymagania są znacznie wyższe niż na rynku podstawowym.

Cel jest wyraźnie zdefiniowany; AIM ma funkcjonować jako źródło kapitału dla wzrastającego biznesu. Jest to więc rynek skupiający nie tylko przedsięwzięcia hi-tech, lecz także na przykład restauracje i sieci „rekreacji i wypoczynku". Klasyfikację sektorową rynku pokazano na wykresie poniżej. Nieznaczne obniżenie się (w porównaniu z innymi rynkami) liczby nowych emisji jest spowodowane tym, że AIM jest rynkiem dla małych i średnich firm. Należy pamiętać, że spółki te także korzystają z dobrodziejstw, jakie przynosi internet i komputeryzacja, czyli redukuje koszty sprzedaży i zaopatrzenia, przyśpiesza



Klasyfikacja sektorowa AIM

Źródło: [23]

komunikację i przepływ informacji. Wszystkie te czynniki pozwalają na szybszy wzrost wartości spółki. Ponadto należy zauważyć, że tak duże zróżnicowanie notowanych walorów pozwala na budowanie mocno zdywersyfikowanych portfeli, co znacznie zmniejsza ryzyko i przyciąga inwestorów.

Giełda londyńska wprowadzając rynek AIM dwa lata przed powstaniem segmentu Smax czy Neuer Markt, uzyskała przewagę, która objawia się przede wszystkim liczbą notowanych na nim spółek. Od czasu powstania gościł na swoim parkiecie ponad 1200 spółek, pozwalając im zebrać kapitał 9 miliardów funtów. Obecnie na rynku notowane są 753 spółki. Zestawienie tych dwóch liczb pokazuje także, ile spółek, po okresie szybkiego wzrostu na AIM, stało się dużymi przedsiębiorstwami i przeszło na rynek główny [22], [23].

Drugim ważnym rynkiem był frankfurcki Neuer Markt. Segment został zamknięty 5 czerwca 2003 roku, a spółki zostały wcielone w segmenty Prime lub General Standard, jednakże przez wiele lat był to numer jeden w Europie jako miejsce ofert publicznych spółek technologicznych i może służyć jako model dla innych segmentów tego typu w Europie. W samym roku 2000 przedsiębiorstwa zebrały na tym rynku prawie 13 miliardów euro, czyli tyle, ile AIM przez cały okres funkcjonowania. Rynek ten został utworzony na podstawie prawa prywatnego, jednak jego wymagania względem spółek były zdecydowanie najwyższe i przewyższały znacznie nawet segmenty rynku podlegające prawu publicznemu. Te wysokie wymagania informacyjne emitentów sprawiły, że był uważany za najbardziej przyjazny dla międzynarodowych inwestorów rynek w Europie. Należy jednak pamiętać, że podstawowymi kryteriami merytorycznymi pozostawała innowacyjność i potencjał wzrostu. Połowę procedury przyjęcia na rynek stanowiło wysłuchanie prezentacji zarządu wchodzącej spółki, a następnie otwarta rozmowa. Ten sposób komunikacji miał na celu wysunięcie na pierwszy plan przyszłości spółki, ponieważ przyjęto założenie, że w tej branży to ona jest podstawą wyceny wartości akcji [24].

W dniu 22 lutego 2000 roku na Neuer Markt notowało swoje akcje 210 spółek (w tym 35 zagranicznych). Po pęknięciu „internetowego bąbla" liczba emisji wzrosła i dała już w listopadzie 336 spółek. W tym samym roku padł swoisty rekord. Cena jednej akcji EM.TV & Merchandising AG wzrosła o 24,410% [24]. Jednak już kilka miesięcy później sytuacja nie wyglądała tak kolorowo.

Neuer Markt wyprzedził pod względem wzrostów wszystkie inne indeksy, co dało mu niestety także pierwsze miejsce w wielkości spadków. To załamanie rynku spowodowało odwrót inwestorów i w konsekwencji spadek płynności rynku. Wydaje się, że od tego momentu cała giełda we Frankfurcie straciła

impet. Rynek zamknięto, jednak niech o sukcesie segmentu świadczy fakt, że według badań przeprowadzonych przez Niemieckie Federalne Ministerstwo Ekonomii do czerwca 2000 roku kapitał zebrany na tym segmencie pozwolił stworzyć 29 tys. nowych miejsc pracy [25]. Stworzenie tego segmentu jest bardzo dobrym przykładem na to, jak nowy produkt giełdowy może stać się źródłem przewagi konkurencyjnej.

Zakończenie

Powyżej przedstawiono sytuację na współczesnych rynkach kapitałowych, a przede wszystkim na uznanych giełdach europejskich. Ocena ich działalności okazuje się jednak bardzo trudna, gdyż stały się one silnie zintegrowane, przez co bardzo podobne. Istnieje również zbyt wiele kryteriów oceny tych rynków. Można wybrać pomiędzy rynkiem najtańszym i stawiającym na procesy integracyjne (Euronext), największym (LSE) czy też najnowocześniejszym (DB AG). Zarówno z punktu widzenia inwestora, jak i spółki najważniejsza jest wielkość, a przede wszystkim płynność rynku. Wydaje się, że z miesiąca na miesiąc słabnie wartość giełdy frankfurckiej, co potwierdza porównanie kapitalizacji tych giełd. Fakt ten nie ułatwia jednak wyboru, gdyż wartość obrotu na pozostałych dwóch giełdach pozostaje na zbliżonym poziomie. Może się jednak okazać, że żaden wybór nie będzie konieczny. Najkorzystniejszą sytuacją dla GPW byłby jeden zintegrowany rynek paneuropejski – bardzo duży i bardzo płynny. Biorąc pod uwagę zaawansowanie Unii Gospodarczej i Walutowej oraz fakt powstania Euronextu, należy stwierdzić, że integracja taka jest w pełni realna. Podobieństwa giełd pod względem wymogów, segmentacji i mechanizmów transakcyjnych, w połączeniu z wykorzystaniem szybkich łączy telekomunikacyjnych, pozwoli stworzyć jeden rynek paneuropejski. Integracja może odbyć się poprzez stworzenie powiązań internetowych i zawieranie porozumień o wzajemnym dostępie do rynku lub połączenie z istniejącymi już ECN, takimi jak Archipelago czy Tradepoint. Pozostaje tylko ujednolicić wymogi wejściowe i zintegrować systemy rozliczeniowe, a połączone przez nowoczesną telekomunikację zarówno giełdy europejskie, jak i światowe mogą w końcu stworzyć najbardziej płynny rynek globalny. Jeżeli giełdy zaczną w pełni działać on-line lokalizacja stanie się bez znaczenia dla stron transakcji. Jednocześnie mogą funkcjonować giełdy narodowe, którym pozostaną zadania prowadzenia procesu wejścia na rynek, dystrybucja terminali do systemu, przetwarzania i dystrybucji informacji oraz funkcja kontrolna.

Literatura

[1] www.fese.org/statistics/monthly_statistics/tables/table2.htm
[2] www.gwp.com.pl O giełdzie > Strategia giełdy
[3] International Monteatary Fund „Balance of Payment Statistics Yearbook"
[4] Przemówienie do Parlamentu Europejskiego F.Bolkesteina, członka Komisji Europejskiej odpowiedzialnego za rynek wewnętrzny i podatki o budowaniu jednolitego rynku finansowego w UE z dnia 8 lipca 2003
[5] The EU Financial Services Action Plan: A guide, HM Treasury, the Financial Services Authority and the Bank of England. 31 July 2003, s. 6
[6] Propozycja dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie usług inwestycyjnych i rynków regulowanych i poprawki do dyrektyw Rady nr. 85/611/EEC, 95/6/EEC i in.
[7] Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets, London Economic in association with PWC and Oxford Forecasting, November 2002, s. 4
[8] Europe: Bourses join forces, Economist Inteligence Unit, 29 March 2000
[9] Survey – France:Banking, Finance and investment: The next big force: EURONEXT; Vincent Boland; Financial Times, 10 October 2000
[10] W. Nawrot, *Globalizacja giełd papierów wartościowych*, Nasz Rynek Kapitałowy 2003, marzec, s. 29
[11] BVLP press relase, BVLP joins Euronext, Amsterdam, Brussels, Lisbon, Paris, January 2002
[12] Zeszyty BRE Bank Case nr 64 str 41
[13] CREST Network Service, London Stock Exchange plc, September 2002
[14] On the move, ParisBourse S.A., March 2000, s. 5
[15] www.bourse-de-paris.deen/index_fs.htm
[16] Compaq Customer Succes, Compaq Computer Corporation, March 2000, s. 2
[17] Tapping the resources of the Euro market, ParisBourse SA, January 2002, s. 9
[18] Xetra-Nucleus of a European Trading Platform, DB AG, June 2000
[19] J. K. Glassman, *Who Needs Stock Exchange? Not Investors*, The Wall Street Journal, 8 May 2000 s. A42
[20] www.virt-x.com
[21] M. Panfil, *Nowe segmenty europejskich rynków kapitałowych dla małych i średnich spółek o dużym potencjale wzrostu*, Nasz Rynek Kapitałowy 2000, nr 4 s. 28
[22] AIM The intenational market for growing companies, London Stock Exchange, September 2003, s.7
[23] AIM Key statistics, London Stock Exchange, 30 December 2003, s. 4
[24] Vision+money special, The financial Markets Magazine, DB AG, June 1999, s. 8
[25] Annual Raporot 2000, DB AG, March 2001, s. 32.

A COMPLEX ANALYSIS OF PRESENT-DAY TENDENCIES ON EUROPEAN STOCK EXCHANGES IN SEARCH FOR SOURCES OF MARKET ADVANTAGE

Summary

The article examines the situation on present-day European stock markets and the consequences for Warsaw Stock Exchange. Since all exchanges evolve in the same way, the following aspects are analyzed: consolidation, computerization and new market segments. It is argued that further developments of those processes should lead to a formation of one Pan-European stock exchange.