

Procesy konsolidacji giełd w Europie z perspektywy Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie

Lidia Adamska

Ostatnia dekada XX wieku zapoczątkowała istotne przemiany na światowych rynkach giełdowych. Nasilenie tych procesów jest wyraźnie widoczne w ostatnich kilku latach, zwłaszcza w Europie, i wskazuje na odchodzenie w przeszłość tradycyjnego modelu giełdy, utrwalonego przez atrakcyjne dla oka telewizyjne obrazy pełnych dramatyzmu sesji giełdowych. Do głównych czynników wpływających na przekształcenia sposobu funkcjonowania giełd europejskich należą:

- nasilenie walki konkurencyjnej między giełdami, wymuszającej obniżkę kosztów,
- postęp technologii, oznaczający odchodzenie od tradycyjnego parkietu i łatwiejszy dostęp do rynku giełdowego,
- postępujący proces integracji europejskiej, w tym wprowadzenie euro i harmonizacja unijnych regulacji dotyczących rynków kapitałowych,
- obserwowany relatywny spadek zainteresowania inwestorów małymi rynkami i małymi spółkami.

Spośród najważniejszych tendencji określających charakter przemian, którym podlegają główne giełdy europejskie, do najbardziej znaczących i zarazem najczęściej dyskutowanych w ostatnim czasie należą **sojusze i porozumienia między giełdami** oraz **przekształcenia struktury własnościowej giełd (tzw. demutualizacja), łącznie z ich upublicznieniem**. Przykłady głównych parkietów europejskich wskazują, że te dwa procesy są ze sobą ściśle powiązane. Procesy przekształceń własnościowych odzwierciedlają historyczne tendencje zapoczątkowane odpowiednio wcześniej i dotyczące większej liczby giełd, zaś aliance i porozumienia to przejawy konkretnych decyzji biznesowych, odnoszące się do wybranych rynków giełdowych.

Procesy demutualizacji i upublicznienia giełd na świecie

Giełdy tradycyjnie były organizowane jako instytucje, których właścicielami są firmy brokerskie. Taka struktura była odpowiednia dla tradycyjnego handlu opartego na parkiecie giełdowym, na którym członkowie giełd mający swoje miejsca komunikowali się w celu zawarcia transakcji dla swoich klientów. Podstawą bezpośredniego uczestnictwa w handlu było sformalizowane posiadanie miejsca na parkiecie, co ograniczało dostęp innych podmiotów do uczestnictwa w obrocie.

Obecnie bariery związane z lokalizacją giełdy oraz posiadaniem miejsca na parkiecie zostały usunięte poprzez rozwój technologiczny, co umożliwia obrót papierami wartościowymi każdemu, kto jest do tego technicznie przygotowany. Koszt dołączenia do systemu każdego, kto chce mieć do niego dostęp i uczestniczyć w obrocie giełdowym dokonując odpowiednich opłat nie jest obecnie wysoki. Uczestnictwo w obrocie giełdowym nie musi zatem wiązać się z posiadaniem praw własności do giełdy. Automatyzacja systemów giełdowych w naturalny sposób prowadzi do rozdzielenia funkcji członkostwa giełdy od jej własności. Oznacza to, że uczestnik obrotu nie musi być współwłaścicielem giełdy, by dokonywać na niej obrotu.

Procesy zmian w strukturze własności zachodzące obecnie na giełdach światowych, są wieloaspektowe i zindywidualizowane. Przyjmowane rozwiązania szczegółowe różnią się między sobą, co wynika zarówno z odmiennych uwarunkowań historycznych, jak i bieżących okoliczności i decyzji biznesowych. Powszechnie używane terminy, jak „demutualizacja” i „prywatyzacja” mogą dotyczyć niekoniecznie takich samych rozwiązań

i koncepcji. Niemniej jednak można wskazać pewne wspólne cechy zachodzących obecnie procesów.

Za punkt wyjścia mogą posłużyć takie elementy tradycyjnego członkowskiego (*mutualised*) modelu własności giełd, jak:

- połączenie w ramach jednego podmiotu (członka giełdy) funkcji własności, wpływu na zarządzanie i prawa do zawierania transakcji na giełdzie,
- giełda jako organizacja *not-for-profit*,
- możliwości powiększania kapitału giełdy ograniczone tylko do członków giełdy.

Niezależnie od przyjętego rozwiązania szczegółowego demutualizacja będzie oznaczać poszerzenie dotychczasowego kręgu właścicieli giełdy o podmioty niebędące jej członkami, stworzenie dodatkowych możliwości pozyskiwania kapitału z zewnątrz oraz zmianę charakteru organizacji w kierunku *for-profit*.

Przyjęcie modelu akceptującego anonimowego akcjonariusza giełdy może być przesłanką realizacji oferty publicznej i w kolejnym kroku, najczęściej, notowania akcji giełdy na własnym parkiecie. Sprzedaż własnych akcji przez giełdę w publicznej emisji była jeszcze do niedawna praktycznie nieznanym zjawiskiem. Do głównych przyczyn, skłaniających giełdy do upublicznienia własnych akcji, należą: postępująca globalizacja rynków finansowych, rosnąca konkurencja między giełdami oraz zwiększające się potrzeby finansowe giełd. Taka forma własności jest także bardziej funkcjonalna i elastyczna z perspektywy decyzji o aliansach i sojuszach między giełdami.

Przemiany struktury własnościowej giełd to proces rozległy, dokonujący się na naszych oczach. Dlatego niezwykle trudno jest uchwycić aktualny, szczegółowy obraz sytuacji, gdyż przekształcenia mają ciągły charakter. Dodatkowym ograniczeniem jest fakt, że kwestie dotyczące struktury własności należą do tej kategorii informacji, która jest udostępniana przez giełdy w określonym przez nie zakresie oraz, w przypadku zmian, z pewnym opóźnieniem.

Przekształcenia struktury własnościowej giełd na świecie rozpoczęły się w latach 90. XX wieku, a szczególnie nasiliły się w ostatnich latach tej dekady i w latach 2000-2001. Rok 2002 przyniósł wyraźne osłabienie dotychczasowego tempa przemian.

Zmian swojej struktury właścicielskiej w kierunku demutualizacji dokonało wiele giełd europejskich, giełdy azjatyckie oraz giełda australijska. Giełdy amerykańskie nie należały do liderów procesu demutualizacji. Główna giełda światowa NYSE funkcjonuje nadal w ramach tradycyjnego modelu giełdy typu *mutualized*, chociaż przedstawiła plany demutualizacji i upublicznienia.

Obecnie giełdy upublicznione, których akcje notowane są na własnych parkietach, to: Stockholm Stock Exchange, Australian Stock Exchange, Singapore Exchange, Hong Kong Exchange, Athens Stock Exchan-

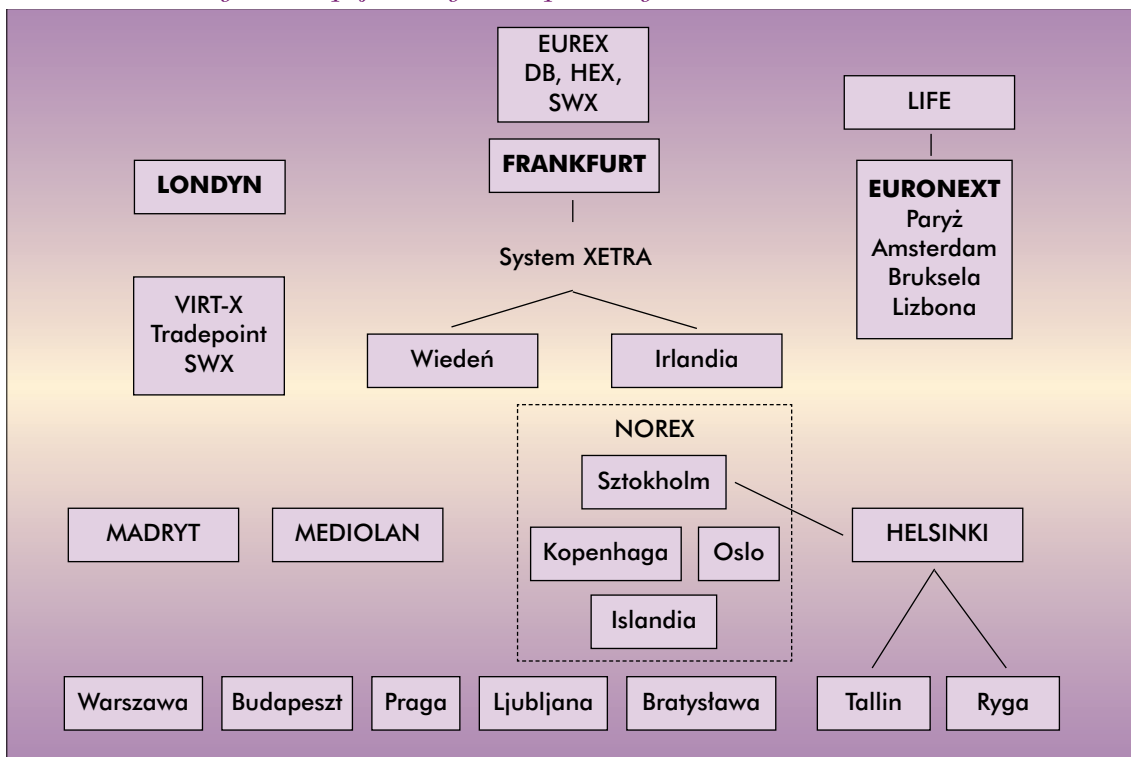
ge (Hellenic Exchanges Holding), Deutsche Boerse, Oslo Stock Exchange, Euronext, London Stock Exchange, Toronto Stock Exchange.

Alianse i porozumienia między giełdami

Alianse i porozumienia między giełdami stanowią aspekt procesu globalizacji rynków finansowych. Dotychczasowa praktyka wskazuje, że nie są to procesy łatwe i szybkie. Można przy tym zauważyć, że kwestie te są obecnie modnym przedmiotem dyskusji i sporów, w mniejszym zakresie podejmowanych działań, a w jeszcze mniejszym stopniu można mówić o trwalszych praktycznych rezultatach. Ostatnie 2 – 3 lata charakteryzowały się znaczną częstotliwością informacji prasowych na temat różnych koncepcji i kierunków aliansów między giełdami. Mapa europejskich planów i koncepcji w zakresie aliansów i porozumień jest rozbudowana. Niemniej jednak za przykład skutecznie stworzonego europejskiego aliansu giełdowego o znacznym zakresie służy obecnie głównie Euronext – wspólne przedsięwzięcie giełd w Paryżu, Amsterdamie, Brukseli i Lizbonie oraz londyńskiej giełdy derywatów LIFFE. W I kwartale 2003 r. próbę kapitałowej konsolidacji giełd skandynawskich i nadbałtyckich podjęła grupa OM (właściciel giełdy w Sztokholmie). OM rozpoczął proces od przejęcia grupy giełd nadbałtyckich HEX (giełdy w Helsinkach, Tallinie i Rydze) oraz prowadzi negocjacje z Oslo i Kopenhagą. Inne dotychczasowe próby konsolidacji giełd na szerszą skalę nie dały rezultatu. Spektakularnymi przykładami niepowodzeń są działania podejmowane w 2000 r. przez główne parkiety europejskie, tj. zakończona fiaskiem próba przejęcia London Stock Exchange przez szwedzką giełdę OM oraz niedoszła fuzja Deutsche Boerse z London Stock Exchange z 2000 r. To ostatnie przedsięwzięcie cechowało się znaczącym zaawansowaniem podjętych działań i szeroką akcją medialną.

Pozostałe rozwiązania integracyjne na rynku europejskim mają mniejszy zakres, często też charakteryzują się mniejszą trwałością i bardziej luźnym charakterem.

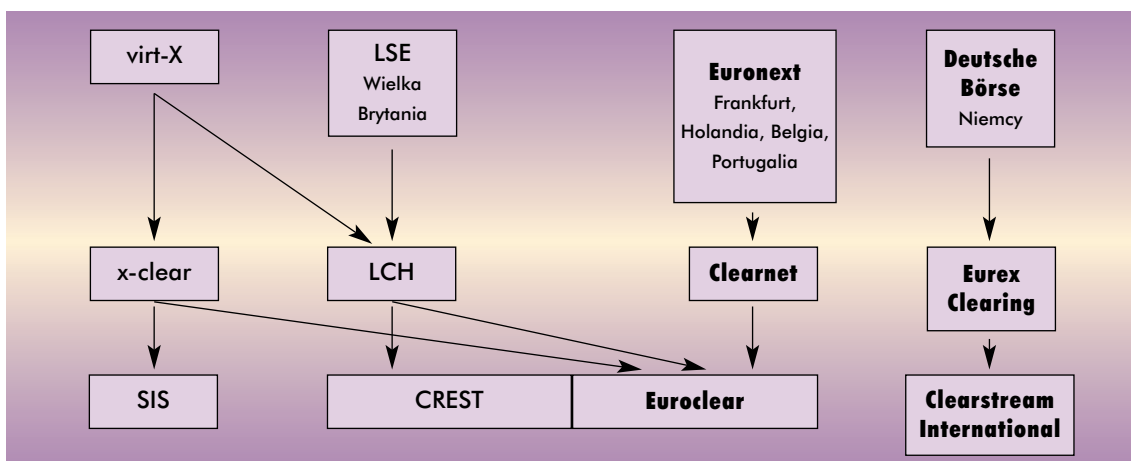
Alianse i porozumienia między giełdami są interpretowane w kategoriach „integracji poziomej”. Inny modelowy wymiar integracji, tj. „integracja pionowa”, dotyczy zjawiska, które odnosi się do konsolidacji w ramach tzw. łańcucha wartości („*value chain*”) na rynku kapitałowym. Obejmuje ona instytucje i organizacje świadczące usługi na kolejnych etapach procesu zawierania i rozliczania transakcji na rynku kapitałowym. Podmiotami uczestniczącymi w tym procesie są giełdy, instytucje rozliczeniowe i depozytowe. Terminem, który obrazowo określa model integracji pionowej, jest „silo” („*Silo*”). W czystej postaci oznacza on skoncentrowanie się na obsłudze łańcucha wartości dla transakcji zawieranych na rynku giełdowym danego kraju.

Schemat 1 *Giełdy na europejskim rynku kapitałowym*

Obecnie trudno jest przewidzieć, jaka forma integracji – pozioma lub pionowa – przeważą w przyszłości. Obserwowane są bowiem działania zarówno w jednym, jak i w drugim kierunku. Należy przy tym uwzględnić, że „poziome” tendencje konsolidacyjne wśród instytucji rozliczeniowych cechuje względna autonomia oraz, że występuje silniejszy, z uwagi na krajowe regulacje prawne, związek instytucji depozytowych z rynkami krajowymi. Obecnie na rynku europejskim strukturą najbliższą „silosowi” jest rozwiązanie obsługujące rynek Deutsche Boerse.

Konsolidacja giełd w Europie jest procesem złożonym i wieloaspektowym. Dodatkowym czynnikiem, oddziałującym na ten proces i swoistym dla rynku europejskiego, jest postępująca integracja rynków wynikająca z działań podejmowanych w ramach struktur

Unii Europejskiej. Trudno jest obecnie przesądzać o kształcie rynku europejskiego w perspektywie kilku lat. Niemniej jednak z pewnością można wskazać głównych aktorów dokonujących się procesów. Jest to kilka największych giełd europejskich (Londyn, Euronext, Frankfurt), których działania i plany obserwują mniejsze giełdy Europy, starając się wypracować własne strategie adekwatne do zachodzących przemian. Odzwierciedleniem tej sytuacji są często ostatnio stawiane pytania o liczbę giełd w Europie w przyszłości. W tej kwestii także nie ma zgodności opinii. Bez wątpienia kontrowersyjna jest pojawiająca się w dyskusjach w środowisku teza o przyszłości europejskiego rynku, na którym działają najwyżej dwie – trzy odrębne giełdy (wobec ponad 40 działających obecnie).

Schemat 2 *Modele konsolidacji giełd i instytucji rozliczeniowych na rynku europejskim*

Konsolidacja na rynkach europejskich z perspektywy średnich i małych giełd

Obserwowane tendencje do konsolidacji i integracji giełd w Europie podejmowane przez główne giełdy kontynentu można interpretować z perspektywy podręcznikowych przesłanek ekonomicznych, tj. walki konkurencyjnej o podział rynków, dążenia do obniżki kosztów, efektów skali, ekspansji i zdobywania nowych rynków.

Perspektywa giełd średnich i małych jest odmieniana. Dla tych giełd podstawowe znaczenie ma możliwość przetrwania w warunkach dokonujących się procesów konsolidacyjnych i zagrożenia marginalizacją. Z tego punktu widzenia analizowane są możliwości wejścia w sojusze z głównymi giełdami oraz zasadność i możliwości realizacji porozumień regionalnych między małymi giełdami. Zasadniczo, aliance i porozumienia w różnych wymiarach i formach traktowane są jako szansa obrony przed marginalizacją. Niezależnie od tego w dyskusjach i wypowiedziach na ten temat pojawiają się też wątki dotyczące możliwości przyspieszenia, poprzez konsolidację, procesu osłabiania rynku krajowego w wyniku „wysysania” największych spółek i przyciągania krajowych inwestorów dzięki atrakcyjnej ofercie większego partnera. Podstawowe znaczenie miałyby tu o wiele większa płynność i głębokość większego rynku, do którego przyłączałyby się giełda lokalna.

Należy także zwrócić uwagę na fakt, że sytuacja w grupie średnich i małych giełd jest zróżnicowana, przede wszystkim jeśli chodzi o wielkość i potencjał rozwojowy poszczególnych rynków. Inaczej mówiąc, niezależnie od procesów konsolidacyjnych uruchamianych przez główne giełdy europejskie funkcjonują tak-

że giełdy należące do „drugiej ligi”, dla których pytania o przyszłość nie muszą dotyczyć tych samych dylematów i problemów, które stoją przed małymi giełdami. Kwestia tego, czy dla średnich giełd europejskich istnieje alternatywa wobec modelu konsolidacji z którymś z liderów rynku europejskiego, może nabrać aktualności i znaczenia, zwłaszcza wobec faktu zmniejszenia tempa procesów konsolidacyjnych inicjowanych przez wiodące giełdy w Europie w 2002 r. Ewentualny rozwój sytuacji w kierunku utrzymania odrębności średnich giełd kazałby zweryfikować przewidywania dotyczące funkcjonowania w przyszłości 2-3 giełd europejskich. Dane zawarte w poniższej tabeli ukazują potencjalne przesłanki dla rozważania wariantu trwałego rozwiązania dla „drugiej ligi” europejskich giełd.

Dylematy, pytania i wątpliwości dotyczące strategii konsolidacyjnej dla średnich i małych giełd, a także praktyczne problemy z realizacją sprawiają, że trudno jest wskazać przykłady sukcesów integracyjnych średnich i małych giełd. Byłoby to zresztą nawet nieco zaskakujące wobec trudności i ograniczeń, których doświadczają w tym względzie główne giełdy Europy.

Odpowiedzi na powyższe dylematy nie daje jeszcze aktualnie tworzona, przez grupę OM (właściciela giełdy w Sztokholmie) nowa struktura. OM ma za cel stworzenie rynku pan-skandynawskiego. Nie będzie on jednak nadal „pierwszoligowym graczem” na rynku europejskim, takim jak Londyn, Euronext czy Deutsche Boerse. Przyszła ewentualna struktura będąca wynikiem połączenia rynków wchodzących w skład obecnego aliansu NOREX (Sztokholm, Kopenhaga, Oslo) i grupy HEX (Helsinki, Tallin, Ryga) pod względem wielkości odpowiadać będzie giełdom w Mediolanie i Madrycie. Niemniej jed-

Tabela 1 Porównanie wybranych giełd europejskich za okres 2000-2002

	Kapitalizacja akcji spółek krajowych					Obroty akcjami ogółem w mld euro ¹ (liczone pojedynczo)			Liczba notowanych spółek			Przeciętna wartość transakcji akcjami w tys. euro ¹		
	w mld euro ¹			udział PKB		2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002
	2000	2001	2002	2000	2001									
Wilno	1,8	1,4	1,4	22,4%	15,9%	0,2	0,2	0,2	54	46	45	b,d	b,d	b,d
Ljubljana	3,1	3,7	5,4	17,6%	18,7%	0,9	1,3	1,6	149	151	135	2,5	4,3	4,3
Praga	11,7	9,3	9,9	23,7%	16,9%	8,3	4,0	5,8	57	47	45	b,d	b,d	b,d
Budapeszt	13,2	11,1	11,6	29,2%	22,1%	13,4	5,4	5,9	59	58	49	14,8	6,0	8,1
GPW	29,1	23,2	24,4	16,8%	14,9%	19,0	9,0	7,1	225	230	216	5,1	2,9	2,5
Wiedeń	31,9	28,3	32,2	17,4%	15,5%	10,5	8,6	6,4	111	113	129	18,5	21,9	11,1
HEX	312,8	213,9	133,3	260,4%	178,1%	227,2	202,7	188,1	238	235	225	71,2	64,2	55,0
Sztokholm	339,6	272,0	171,3	149,3%	130,5%	488,5	437,9	296,2	311	305	297	35,5	41,2	30,0
Madryt/BME ³	537,0	525,8	443,1	96,4%	91,0%	1.070,4	941,7	689,7	1.036	1.482	3.015	29,9	30,4	28,1
Mediolan	818,4	592,4	458,0	76,8%	54,8%	1.106,4	709,9	670,0	297	294	295	18,9	16,0	16,6
Deutsche Börse	1.352,9	1.203,7	658,6	74,7%	67,1%	2.294,6	1.612,9	1.279,9	989	984	934	33,7	17,1	17,5
Euronext ⁴	2.419,6	2.070,5	1.477,1	131,0%	111,1%	-	2.343,4	2.099,3	1.733	1.638	1.492	-	41,0	32,5
London Stock Exchange	2.436,1	2.072,1	1.551,7	175,6%	150,1%	4.187,4	4.367,2	3.702,0	2.929	2.891	2.824	169,8	133,7	96,8

¹ Dane w walucie narodowej przeliczone na euro wg kursów z dnia: 14.11.2002.

² Obroty dla Sztokholmu, Madrytu, Euronext, London Stock Exchange obejmują wszystkie transakcje monitorowane przez narodowe instytucje nadzorujące rynek kapitałowy (także transakcje nie zawierane bezpośrednio na giełdzie), w pozostałych przypadkach obroty uwzględniają jedynie transakcje zawierane na danej giełdzie.

³ W 2002 r. giełda madrycka połączyła się z giełdami w Barcelonie, Bilbao i Walencji, rynkami instrumentów pochodnych i dłużnych oraz instytucjami rozliczeniowymi i depozytem tworząc Bolsa y Mercados Espanoles (BME), w związku z tym odpowiednie wartości za 2002 r. uwzględniają wyniki całego holdingu.

⁴ W 2002 r. Euronext przejął BVLP, w związku z tym odpowiednie wartości za 2002 rok uwzględniają wyniki BVLP

Źródło: WFE, giełdy, OECD, Bloomberg.

nak, w obrębie średnich giełd europejskich, związek ten wzmocni pozycję wchodzących w jego skład rynków.

W przypadku giełd regionu Europy Środkowo-Wschodniej próba integracji skupionej wokół giełdy w Wiedniu (inicjatywa NEWEX) zakończyła się niepowodzeniem.

Inicjatywy europejskich krajów postkomunistycznych nie wyszły poza sferę ogólnych deklaracji.

Próbując zarysować kierunki działań konsolidacyjnych giełd Europy Środkowo-Wschodniej, można wyodrębnić kilka rozwiązań. Pierwszy z wariantów samodzielne funkcjonowanie giełdy krajowej. Drugi to stworzenie wspólnej platformy giełd regionu. Wariant trzeci to indywidualne decyzje poszczególnych giełd o wyborze partnera strategicznego spośród głównych giełd europejskich. Wariant czwarty to dołączenie się wszystkich giełd regionu Europy Środkowo-Wschodniej do jednego, głównego parkietu europejskiego. Trudno jest obecnie przewidzieć, który z wariantów zostanie zrealizowany. Dotychczasowe doświadczenia ukazują, jak na razie, indywidualne działania giełd ukierunkowane na wybór partnera strategicznego. Stanowisko wybranych giełd może być też częściowo interpretowane jako przejaw wiary w możliwości samodzielnego przetrwania. W zakresie stworzenia wspólnej platformy obrotu giełd regionu brakuje na razie efektów. Przyczyna tkwi m.in. w trudnościach z wypracowaniem praktycznego modelu biznesowego zintegrowanego rynku środkowoeuropejskiego, który mógłby funkcjonować w konkurencyjnym środowisku. Odrębną kwestię stanowi potrzeba politycznego wsparcia dla ewentualnej realizacji takiej koncepcji ze strony czynników rządowych poszczególnych krajów.

GPW wobec tendencji konsolidacyjnych w Europie

W 2000 r. GPW stała się największą giełdą Europy Środkowo-Wschodniej pod względem kapitalizacji, obrotów i liczby notowanych spółek. Jednak na tle giełd światowych GPW należy nadal do kategorii małych giełd lokalnych.

W porównaniach międzynarodowych atrakcyjność GPW jest względnie niska. Główna przyczyna to ograniczona płynność związana z niewielkimi rozmiarami rynku oraz małą liczbą akcji w swobodnym obrocie (tzw. *free float*). Do małej płynności polskiej giełdy przyczynia się wysoki udział inwestorów strategicznych oraz Skarbu Państwa we własności notowanych akcji. Istotną strukturalną cechą, wpływającą obecnie na słabość polskiego rynku kapitałowego na tle porównań międzynarodowych, są słabe wyniki finansowe znacznej liczby spółek giełdowych.

Przykłady innych mniejszych giełd wskazują na realną groźbę marginalizacji, która może stanąć także przed GPW. Można wskazać kilka wzajemnie ze so-

bą powiązanych i wzajemnie na siebie oddziałujących zjawisk i procesów, które w niekorzystnych warunkach mogą prowadzić do zmarginalizowania polskiej giełdy. Są to np.:

- zmniejszający się dopływ spółek do notowań na GPW, w tym m.in. z powodu wyczerpywania się zasobów prywatyzacyjnych Skarbu Państwa,
- ograniczona konkurencyjność inwestowania w akcje w porównaniu z innymi formami inwestycji,
- ograniczona konkurencyjność poszukiwania kapitału poprzez emisje akcji w porównaniu z innymi formami pozyskiwania kapitału przez spółki,
- wzrost znaczenia i popularności GDR-ów dla polskich spółek i zagranicznych inwestorów,
- poszukiwanie płynności przez krajowych inwestorów na zagranicznych rynkach,
- ograniczenia infrastruktury polskiego rynku kapitałowego, w tym niska skuteczność egzekucji prawa w zakresie wykroczeń na rynku kapitałowym.

Powyższe zagrożenia stojące przed GPW można uznać za dość typowe dla małych giełd, zwłaszcza giełd regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Rolę katalizatora dla procesu marginalizacji może przy tym spełnić zwiększone otwarcie tych rynków na konkurencję zewnętrzną, związane z wejściem pierwszej grupy państw regionu do Unii Europejskiej. Właśnie świadomość tego rodzaju zagrożeń sprawia, że m.in. w konsolidacji z silnym partnerem upatruje się rozwiązania zaradcze. Także w strategii GPW kwestia ta odgrywa istotną rolę.

Należy jednak stwierdzić, że w odróżnieniu od innych giełd regionu GPW nie znajduje się pod presją czasową, jeśli chodzi o podjęcie decyzji dotyczącej sojuszu z partnerem strategicznym. Decyduje o tym przede wszystkim znacząco większy potencjał polskiej gospodarki jako całości, w tym potencjał krajowego rynku kapitałowego. Z tej perspektywy przewidywana poprawa koniunktury gospodarczej w Polsce, wykorzystanie istniejącego potencjału prywatyzacyjnego gospodarki, ewentualna poprawa koniunktury na światowych rynkach kapitałowych stanowią czynniki, które wraz z możliwym efektem wzrostowym po wejściu Polski do Unii Europejskiej mogą wpłynąć na poprawę sytuacji na rynku giełdowym. To z kolei daje czas na podjęcie decyzji o aliansie strategicznym GPW i może wzmocnić pozycję negocjacyjną Giełdy zarówno wobec partnera strategicznego, jak i ewentualnie wobec giełd regionu.

Przy wypracowywaniu stanowiska strategicznego GPW w powyższych sprawach stanowić pewne znaczenie mogą mieć szanse i realność aspiracji Giełdy do odgrywania roli parkietu należącego do kategorii już nie małych, lecz średnich giełd w Europie. Zasadność uwzględniania takiej ewentualności zależeć będzie zarówno od tendencji na rynku europejskim, jak i od działań podejmowanych na krajowym rynku kapitałowym.