

---

ANNALIS  
UNIVERSITATIS MARIAE CURIE-SKŁODOWSKA  
LUBLIN – POLONIA

VOL. XLVII, 3

SECTIO H

2013

---

Politechnika Śląska, Zakład Ekonomii i Finansów

ALINA GORCZYŃSKA

*Przesłanki i formy konsolidacji giełd papierów wartościowych*

---

Reasons and forms of consolidation of stock exchanges

**Słowa kluczowe:** giełda papierów wartościowych, konsolidacja, korzyści skali, korzyści zakresu, efekt zewnętrzny sieci

**Key words:** stock exchange, consolidation, economies of scale, economies of scope, network effects

## Wstęp

Konsolidacja giełd papierów wartościowych nie jest zjawiskiem nowym. Procesy te bowiem zachodziły od początku XX wieku pomiędzy lokalnymi giełdami narodowymi, m.in. w Stanach Zjednoczonych i Kanadzie. Jednakże przełom wieków XX i XXI przyniósł ogromne zmiany w dynamice i charakterze połączeń między giełdami. Obecnie konsolidacja giełd ma charakter międzynarodowy, a w niektórych przypadkach – globalny; powstają zorganizowane rynki światowe, na których ma miejsce obrót znaczną częścią światowego kapitału.

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie teoretycznych przesłanek łączenia się giełd papierów wartościowych oraz analiza form konsolidacji omawianych organizacji.

## 1. Uwarunkowania zewnętrzne konsolidacji giełd papierów wartościowych

W ciągu ostatnich dwóch dekad giełdy papierów wartościowych w sposób radykalny zmieniły zasady funkcjonowania. Tradycyjnie działały jako monopole, które

stanowiły uregulowane rynki skupiające sprzedaż i zakup papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu [Di Noia, 1999, s. 5]. Jednakże na skutek postępu technologicznego, zmian prawnych dotyczących zasad inwestycji w papiery wartościowe, a także wzrostu popytu na inwestycje w papiery wartościowe giełdy stanęły w obliczu nowych wyzwań.

Postęp technologiczny związany z rozwojem technik telekomunikacyjnych i informatycznych wpłynął wielowymiarowo na działalność giełd papierów wartościowych. Po pierwsze zmienił formy ich funkcjonowania. Dotychczasowe parkiety ze stosowanym systemem *open outcry* zostały zastąpione obrotem elektronicznym, w ramach którego inwestorzy samodzielnie dokonują inwestycji w papiery wartościowe [Stoll, 2008, s. 15–27]. Elektroniczacja obrotu giełdowego wyeliminowała pośredniczącą rolę maklerów, co wiązało się z dezintermediacją<sup>1</sup> – to z kolei uwarunkowało procesy demutualizacji [Chesini, 2007, s. 146–160]<sup>2</sup>, w ramach których giełdy przekształcały się z tradycyjnych struktur członkowskich w spółki, najczęściej akcyjne<sup>3</sup>. Kolejnym krokiem było upublicznienie notowań własnych akcji [Gorczyńska-Dybek, 2012].

Liberalizacja uregulowań prawnych w zakresie przepływu i obrotu kapitału spowodowała stopniowe rozszerzanie możliwości, a obecnie w niektórych regionach wręcz swobodę w zakresie działalności instytucji inwestycyjnych. W przypadku Europy Dyrektywa z 1993 r. w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych (Investment Services Directive – ISD)<sup>4</sup> oraz zastępująca ją w 2007 r. Dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych (Markets in Financial Instruments Directive – MiFID)<sup>5</sup> umożliwiły jednostkom, które uzyskały prawa w zakresie świadczenia usług inwestycyjnych w państwie macierzystym, prowadzenie działalności inwestycyjnej na terenie Wspólnoty Europejskiej (tzw. zasada jednolitej licencji) [Stoll, 2008, s. 15–27]. Ponadto ujednoczono zasady korzystania z usług inwestycyjnych obywatelom Unii Europejskiej, a także stworzono ramy regulacyjne m.in. w zakresie obrotu instrumentami na rynkach niepublicznych w celu zwiększenia konkurencyjności pomiędzy podmiotami na rynku usług inwestycyjnych.

Wzrost popytu na inwestycje w papiery wartościowe, który uwarunkował nowy kierunek funkcjonowania giełd papierów wartościowych, miał miejsce zarówno

<sup>1</sup> Proces dezintermediacji wiązał się z eliminacją w ramach łańcucha działalności jednego z ogniw. W przypadku giełd papierów wartościowych dotyczył rezygnacji z pośrednictwa maklerów.

<sup>2</sup> Demutualizacja to odejście od tradycyjnej członkowskiej struktury (mutualnej) giełd papierów wartościowych.

<sup>3</sup> W przypadku giełd, które działały jako instytucje państwowe, ma miejsce prywatyzacja giełd.

<sup>4</sup> Dyrektywa Rady Wspólnoty Europejskiej 93/22/EWG z 10 maja 1993 r. w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych, Dziennik Urzędowy Wspólnot Europejskich L 141, 11.06.1993.

<sup>5</sup> MiFID tworzą 3 akty prawne: MiFID I. Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 kwietnia 2004 roku w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFID), MiFID II. Dyrektywa Komisji 2006/73/WE z 10 sierpnia 2006 roku wprowadzająca środki wykonawcze do Dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady, Rozporządzenie Komisji (WE) nr 1287/2006 z 10 sierpnia 2006 roku wprowadzające środki wykonawcze do Dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady. Por. <http://www.mifid.com.pl>.

wśród inwestorów instytucjonalnych, jak i indywidualnych. Pod koniec XX wieku nastąpiło zwiększenie liczby i znaczenia funduszy emerytalnych i inwestycyjnych, co wiązało się z szybkim procesem starzenia się społeczeństw krajów rozwiniętych. Fundusze, dbając o środki swoich klientów, starają się je lokować w zyskowne instrumenty na rynku finansowym. Natomiast wzrost popytu na papiery wartościowe ze strony indywidualnych inwestorów łączył się z powstaniem tzw. *equity culture*. Pierwotnie zachęty ze strony państw, np. poprzez ulgi podatkowe<sup>6</sup>, a następnie długo trwająca hossa na rynku papierów wartościowych spowodowały, iż indywidualni inwestorzy zaczęli chętniej lokować wolne środki w papierach wartościowych na rynku finansowym.

Generalnie przedstawione czynniki dały możliwość powstawania konkurencyjnych rynków obrotu, zmieniły zasady inwestowania poprzez umożliwienie za pośrednictwem Internetu bezpośredniego dostępu do poszczególnych giełd indywidualnym odbiorcom z całego świata, a także uwarunkowały przejrzystość rynków. Procesy te osłabiły rolę giełd dominujących w danym regionie, skłoniły je do przyjęcia w działalności zasad komercyjnych, a ponadto przyczyniły się do powstania zjawiska konkurencji między giełdami oraz do ich konsolidacji.

## 2. Teoretyczne przesłanki konsolidacji giełd papierów wartościowych

Czynniki zewnętrzne wymuszają na giełdach papierów wartościowych wzrost konkurencyjności w stosunku do innych giełd oraz alternatywnych systemów obrotu. Wzrost konkurencyjności może odbywać się samodzielnie – w ramach rozwoju wewnętrznego, np. poprzez ekspansję rynkową, produktową, bądź też w ramach wzrostu zewnętrznego – przy współpracy z innymi instytucjami.

Z punktu widzenia teorii ekonomii procesy konsolidacji giełd papierów wartościowych są napędzane przez dwa czynniki: korzyści skali i zakresu oraz korzyści zewnętrzne sieci.

Korzyści skali i zakresu uznaje się za determinanty procesów łączenia po stronie podaży, a więc samych giełd. Korzyści skali łączą się z obniżeniem kosztu przeciętnego świadczonej usługi na skutek rozłożenia kosztów stałych na większą produkcję/ liczbę świadczonych usług. Giełdy natomiast ponoszą znaczne koszty stałe związane z rozwojem oraz podwyższaniem jakości funkcjonowania elektronicznych systemów obrotu<sup>7</sup>. W wyniku połączenia lub wykorzystania wspólnej platformy obrotu przez kilka giełd powinno nastąpić zwiększenie efektywności jej działania. Dzięki bowiem

<sup>6</sup> Sytuacja taka miała miejsce w Stanach Zjednoczonych w okresie polityki Reagana – w czasie prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych zachęcano obywateli poprzez ulgi podatkowe do inwestycji w akcje prywatyzowanych firm oraz do lokowania kapitału w prywatne fundusze oszczędnościowe (*private pensions*).

<sup>7</sup> Na tradycyjnych parkietach koszty stałe były wyższe niż w przypadku elektronicznych obrotów. Dotyczyły m.in. opłat za lokal, w którym miał miejsce fizycznie odbywający się handel, oraz związane z tym koszty utrzymania tego lokalu, wynagrodzenia maklerów uczestniczących w transakcjach giełdowych.

połączonym giełdom oferta dotychczas adresowana do inwestorów rynku jednej z łączących się giełd staje się dostępna również dla uczestników innych giełd.

Korzyści zakresu z kolei wynikają z korzystniejszej sytuacji kosztowej przy świadczeniu usług różnego rodzaju (np. świadczeniu usług skojarzonych) [Ramos, 2003, s. 23]. Występują zawsze wtedy, gdy równoczesne świadczenie wielu usług jest tańsze niż ich świadczenie osobno. W przypadku giełd może się to wiązać z dywersyfikacją produktową – na skutek połączenia giełd oferujących różne produkty (np. giełd oferujących produkty rynku kasowego z giełdami instrumentów pochodnych), bądź też procesową – w przypadku połączenia giełd z instytucjami świadczącymi usługi okołogiełdowe, np. łączenia się giełd z instytucjami zapewniającymi usługi rozliczeń i rozrachunków.

Należy zwrócić uwagę, iż korzyści skali w obrocie elektronicznym są znacznie większe niż w przypadku funkcjonowania giełd działających jako tradycyjne parkiety. W sytuacji funkcjonowania parkietów przy wprowadzaniu nowych produktów lub znaczącym podniesieniu wolumenu obrotów na istniejących produktach działania te wymagały większej przestrzeni fizycznej, a także większej liczby pośredników finansowych (maklerów) do obsługi rynku. W ramach działalności opartej na giełdach elektronicznych nowe produkty wymagają tylko trochę więcej miejsca na serwerze [Gorham 2011, s. 12–19]. Tak więc szerszy zakres produktów oraz wzrost wolumenu istniejących produktów przynoszą więcej dochodów, bez ponoszenia znacznych dodatkowych kosztów, co skutkuje podwyższeniem zysków.

Drugim czynnikiem skłaniającym giełdy papierów wartościowych do rozwoju w ramach konsolidacji stanowią efekty zewnętrzne sieci. Korzyści dotyczące efektów zewnętrznych sieci uznaje się za determinanty występujące po stronie popytu, a więc podmiotów korzystających z usług świadczonych przez giełdy, które mogą być uważane za sieć – im większa w jej ramach funkcjonuje liczba klientów, tym wyższa użyteczność dla każdego z nich [Cybo-Ottone, Di Noia, Murgia, 2000, s. 223–273]. Klienci to także podmioty chcące być notowane na rynkach, gdzie są notowane inne jednostki (bezpśredni efekt sieci), a zwłaszcza tam, gdzie funkcjonuje wielu inwestorów lub maklerów działających w imieniu inwestorów (krzyżowy efekt sieci) [Di Noia, 1999, s. 14]. Efekt ten dotyczy również inwestorów, dla których obrót jest korzystniejszy, gdy występuje większa liczba innych inwestorów oraz gdy więcej jest notowanych przedsiębiorstw. Wzrost liczby każdego rodzaju uczestników zwiększa bowiem płynność rynku [Sławiński, 2006, s. 22]<sup>8</sup>. Natomiast im wyższa płynność rynku, tym większy wybór instrumentów oferujących zróżnicowane stopy zwrotu, reprezentujących różne poziomy ryzyka. Ponadto, co również zostało podkreślone przez R. Stulza, zwiększenie liczby inwestorów na rynku papierów wartościowych oraz wysoka płynność rynku giełdowego przyczyniają się do tego, że ryzyko właściwe

<sup>8</sup> Płynność rynku finansowego oznacza przede wszystkim łatwość zawierania transakcji, która jest konsekwencją dużej skali obrotów.

inwestycjom w dane walory notowane na tym rynku może być niższe niż w przypadku walorów notowanych na rynku charakteryzującym się małą płynnością [Stulz, 1999].

Należy zwrócić uwagę, że efekty zewnętrzne sieci są powiązane z korzyściami skali<sup>9</sup>. Im bowiem silniejsze efekty zewnętrzne sieci, tym więcej uczestników i wyższy wolumen obrotu na rynku giełdowym. Natomiast zwiększony wolumen determinuje powstawanie korzyści skali, a to oznacza wzrost zyskowności giełd. Zyski zaś stały się bardzo ważne, ponieważ większość giełd zmieniła charakter wraz ze zmianą struktury akcjonariatu. Zważywszy, że wzrost wolumenu podnosi przychody znacznie szybciej niż koszty, giełdy chcą być większe i robią wszystko, aby stać się takimi.

### 3. Formy konsolidacji giełd papierów wartościowych

Praktyka gospodarcza wskazuje, że giełdy wypracowały różne formy połączeń<sup>10</sup>. Generalnie formy te można podzielić na połączenia o charakterze kapitałowym, tj. fuzje, przejęcia, *joint venture*, integrację pionową, oraz o charakterze niekapitałowym – tj. alianse strategiczne, umowy, kontrakty.

Fuzje i przejęcia oznaczają pełną integrację obu podmiotów. Jest to najsilniejszy rodzaj połączenia. W wyniku fuzji, na skutek scalenia, powstaje nowy podmiot obejmujący integrujące się jednostki. Przy pełnym połączeniu nowy podmiot może zawiesić obrót jednej z łączących się jednostek, zmuszając wszystkich handlujących do migracji do nowego podmiotu. Niszczy to jednak sieci zewnętrzne na poziomie indywidualnych giełd. Przykładem fuzji giełdowej było uzgodnione połączenie przez Deutsche Börse (DB) i szwajcarską giełdę w Zurychu (SIX Swiss Exchange). Fuzji dokonały giełdy instrumentów pochodnych Deutsche Terminbörse (DTB) i SOFFEX (Swiss Options and Financial Futures Exchange), tworząc jednolity rynek Eurex, który rozpoczął działalność latem 1998 roku<sup>11</sup>. Eurex funkcjonował w ramach wspólnej platformy obrotu. W styczniu 2012 roku SIX Swiss Exchange sprzedała swój 50-procentowy udział. Od tego momentu Deutsche Börse Group stała się wyłącznym właścicielem Eurexu.

<sup>9</sup> Poza przedstawionymi, najbardziej eksponowanymi w teorii przesłankami konsolidacji giełd należy jeszcze wymienić podniesienie prestiżu oraz przejęcia jako formę ograniczenia konkurencji. Pierwsza sytuacja – podniesienie prestiżu – dotyczy w szczególności małych, peryferyjnych giełd. Dzięki integracji zwiększają one swoją płynność i ofertę rynkową. Natomiast po konsolidacji z dużą, znaną giełdą, funkcjonującą pod jej nazwą, stają się konkurencyjne nawet w skali globalnej. Z kolei przejęcia konkurencyjnej giełdy wiążą się z ograniczaniem aktywności innych giełd papierów wartościowych. Realizowane są z reguły przez giełdy o znaczącej pozycji na rynku.

<sup>10</sup> Analizowane połączenia obejmują sytuacje, w których co najmniej jedna jednostka to giełda, podczas gdy inne jednostki mogą być giełdami lub innymi podmiotami, np. izbami rozliczeniowymi, depozytami papierów wartościowych lub podmiotami rozpowszechniającymi informacje giełdowe.

<sup>11</sup> W kwietniu 2007 roku DB i giełda szwajcarska poprzez Eurex złożyły ofertę zakupu International Securities Exchange (ISE), a 20 grudnia 2007 roku sfinalizowano przejęcie ISE, w którego wyniku powstała największa (pod względem rozmiarów obrotu kontraktami terminowymi) transatlantycka giełda derywatów na świecie. Ponadto Eurex jest w posiadaniu niewielkiego pakietu akcji (6,31%) ICE U.S. Trust Holding.

Do pełnej integracji może dojść również wskutek przejęcia lub skupu akcji na rynku. Wówczas przejęta giełda funkcjonuje na warunkach narzuconych przez giełdę przejmującą, często również pod jej nazwą. Sztandarowy przykład tego typu transakcji w USA stanowił w 1998 roku zakup amerykańskiej giełdy (AMEX), co uczyniło ją zależną od Nasdaq (National Association of Securities Dealers Automated System Quotation) [Cybo-Ottone, Di Noia, Murgia, 2000, s. 223–273]. Można wymienić także przejęcie przez LSE (London Stock Exchange) w połowie 2007 roku Borsy Italiana. W wyniku zakupu akcji londyńska giełda przejęła 99,96 % akcji (16 221 233) włoskiej giełdy<sup>12</sup>.

Kolejną formą konsolidacji giełd o charakterze kapitałowym jest *joint venture* – może mieć formę integracji mieszanej, w ramach której jedna z giełd dokonuje częściowego przejęcia pakietu akcyjnego lub skupu akcji giełdy zagranicznej. Często bywa tak, iż w ramach dalszego skupu akcji giełdy *joint venture* ma charakter całościowego wykupu, a więc przejęcia. Przykładem wspólnego przedsięwzięcia między giełdami było powstanie NASDAQ OMX Nordic Exchange, w ramach którego NASDAQ nabył 72% akcji OMX i stał się jej strategicznym akcjonariuszem (27 lutego 2008 roku)<sup>13</sup>.

W ramach konsolidacji kapitałowej występuje również inny rodzaj integracji – integracja pionowa między giełdą a instytucjami wspomagającymi jej działalność. Połączenie to wiąże się z wchłonięciem w ramach przejęcia pakietu akcji instytucji, której funkcjonowanie dotąd nie było związane z łańcuchem wartości giełdy. Przykładem jest dołączanie usług rozrachunków i rozliczeń, depozytu papierów wartościowych, obsługi technologicznej. Integracja pionowa między giełdą, izbą rozliczeniową oraz depozytem papierów wartościowych miała miejsce w Deutsche Börse (DB), Amsterdamie i Brukseli [Ramos, 2003, s. 10]. W Polsce Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA jest w posiadaniu 33,3% udziału w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych SA [[www.gwp.pl](http://www.gwp.pl)].

Drugą grupę konsolidacji giełd papierów wartościowych stanowią alianse strategiczne, umowy i kontrakty. W ramach tych połączeń ma miejsce użyczenie zasobów, najczęściej technologicznych. Generalnie wyróżnia się trzy formy połączeń o cha-

<sup>12</sup> Borsy Italiana została sprzedana za 1,634 mld euro. W zamian za każdą akcję włoskiej giełdy LSE zaproponowała 4,9 własnych akcji, których wartość wówczas wynosiła 1360 pensów za akcję. Dotychczasowym akcjonariuszem LSE przypadło 78% udziałów, natomiast giełdy mediolańskiej – 22% w giełdzie wycenionej na 5,777 mld euro [por. Cieślak, Koźliński, *Dwa modele...*, 2009].

<sup>13</sup> Proces nabycia akcji OMX przez NASDAQ okazał się dużo bardziej złożony. W maju 2007 roku doszło do zawarcia umowy pomiędzy OMX i Nasdaq zapowiadającej połączenie giełd, z zastrzeżeniem dominującej roli amerykańskiego parkietu. Okazało się jednak, że w tym samym czasie akcjami OMX zainteresowała się giełda w Dubaju (Borse Dubai – BD), która pod koniec 2007 roku była już w posiadaniu 47,6% akcji OMX. Przeprowadzenie fuzji Nasdaq i OMX wymagało więc porozumienia między Nasdaq a parkietem w Dubaju, co pozwoliłoby giełdzie amerykańskiej stać się wyłącznym nabywcą giełd skandynawskich. We wrześniu 2007 roku zawarto umowę, zgodnie z którą DB oficjalnie zobowiązała się wycofać z walki o OMX, za co uzyskała możliwość nabycia 19,99% akcji Nasdaq, dających 5% głosów, oraz stała się beneficjentem trustu mającego 8% udziałów w Nasdaq. Z kolei giełda amerykańska, dzięki odkupieniu od Borse Dubai wszystkich akcji skandynawskich giełd, stała się strategicznym akcjonariuszem [por. Cieślak, Koźliński, *Fuzje i przejęcia...*, 2009].

rakterze niekapitałowym: outsourcing technologii informatycznej, wspólny dostęp, unikalny dostęp.

W ramach umowy outsourcingu technologii, giełdy nabywają technologię od drugiej strony (innej giełdy lub przedsiębiorstwa tworzącego i sprzedającego oprogramowania dedykowane klientom, tzw. *software house*). Dla nabywcy jest to transakcja outsourcingu, dla sprzedawcy – jeżeli jest to giełda – forma dochodu. Przykładem outsourcingu technologicznego jest zakup przez Giełdę Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie systemu operacyjnego UTP, którego twórcą jest NYSE Technologies, a który wykorzystują również giełdy grupy NYSE Euronext z siedzibami w Nowym Jorku, Paryżu, Lizbonie, Amsterdamie i Brukseli. W 2011 roku przychody grupy NYSE Euronext z tytułu sprzedaży usług technologicznych wyniosły 8% [European Exchange Report 2011].

W przypadku wspólnego dostępu (*common access*) giełdy przeprowadzają porozumienia w celu scentralizowania zdalnego dostępu do uprzednio oddzielnych platform handlowych. Oferując zdalne członkostwo, giełda umożliwia dostęp za pomocą systemu elektronicznego jednostkom inwestującym (domom maklerskim, bankom, indywidualnym inwestorom) niebędących członkami i uczestnikami danej giełdy, by mogły handlować na giełdzie, nawet jeśli nie są zlokalizowane w danym kraju czy na danym kontynencie. Warto zwrócić uwagę, że zdalne członkostwo jest zapewnione w ramach europejskiej dyrektywy w sprawie rynków instrumentów finansowych *MiFID, zezwalającej przedsiębiorstwom inwestycyjnym funkcjonującym na terenie Unii Europejskiej na prowadzenie działalności inwestycyjnej na terytorium całej Wspólnoty*. Ponadto wiele giełd w ramach Wspólnoty oferuje zdalny dostęp również inwestorom spoza Unii. Jedną z pierwszych giełd, które zaoferowały zdalne członkostwo, była Stockholm Exchange. Za nią podążyło wiele innych. Obecnie praktycznie każda giełda elektroniczna daje możliwość funkcjonowania inwestorom spoza kraju jej działalności.

Następnym krokiem w ramach zdalnego dostępu jest wspólna platforma handlu, która w efekcie prowadzi do ukrytego połączenia (*unique access*), określanego również jako ukryta fuzja [Ramos, 2003, s. 12]. Jest to umowa między dwoma lub więcej giełdami udostępniająca w ramach kompatybilnej platformy wzajemny dostęp wszystkim pośrednikom (dealerom) i możliwość wzajemnych notowań akcji (tzw. *cross-listing*). W tego rodzaju konsolidacjach giełdy mogą się zdecydować na wspólną platformę obrotu lub odrębne platformy, oferując zdalne członkostwo. Tak więc ma miejsce połączenie działań dotyczących obrotu, bez integracji kapitałowej, co pozwala na uniknięcie ekonomicznych i organizacyjnych, a także prawno-politycznych konsekwencji. Rodzajem ukrytego połączenia było stworzenie wspólnego systemu obrotu papierami wartościowymi Saxess, na którego bazie funkcjonowały giełdy połączone w ramach aliansu strategicznego NOREX Alliance, stanowiącego formę integracji, która nie opierała się na udziałach kapitałowych, a na umowach o wzajemnej współpracy. W skład aliansu wchodziły Giełda Papierów Wartościowych w Kopenhadze (Copenhagen Stock Exchange), giełda sztokholmska (Stock-

holm Stock Exchange), a później islandzka (Iceland Stock Exchange) oraz norweska Oslo Bors [<http://www.nasdaqomxnordic.com>]. Celem aliansu było stworzenie wydajnego rynku kapitałowego, na którym miały być notowane wysokiej jakości skandynawskie instrumenty rynku kapitałowego (papiery wartościowe, obligacje i instrumenty pochodne).

Konsolidacja giełd może mieć również charakter mieszany, powstają wtedy konglomeraty różnych rodzajów integracji. Przykładem jest Euronext, który został stworzony 22 września 2000 roku w wyniku wymiany akcji pomiędzy parkietami w Amsterdamie, Brukseli i Paryżu. Wymienione parkiety przekazały własne akcje w zamian za parkiety akcji Euronext, przy czym 60% akcji otrzymali dotychczasowi właściciele giełdy paryskiej (Paris Bourse), 32% akcjonariusze giełdy amsterdamskiej (Amsterdam Exchange) i 8% właściciele giełdy w Brukseli (Brussels Exchange) [Kulpa, 2007, s. 102]. W 2002 roku do Euronext dołączyła giełda z Lizbony (Lisbon Exchange). W październiku 2000 roku wprowadzono wspólną zintegrowaną platformę obrotu, dzięki której transakcje instrumentami finansowymi mogą być zawierane za pośrednictwem każdej giełdy współtworzącej skonsolidowany podmiot. Powstanie Euronext wiązało się również ze stworzeniem jednolitej organizacji (jednego zarządu, rady nadzorczej, zintegrowanej księgowości), wspólnego regulaminu, jednolitej listy notowanych papierów. W ramach powstałej integracji stworzono i uruchomiono wspólny system rozliczeniowo-depozytowy Euroclear [<https://europeanequities.nyx.com>]. Konsolidacja w ramach Euronext miała zatem formę fuzji, integracji pionowej oraz wspólnej platformy obrotu.

Przedstawiona klasyfikacja form konsolidacji giełd papierów wartościowych nie wyczerpuje problemu identyfikacji form połączeń giełd papierów wartościowych. Branża giełdowa bowiem dynamicznie się rozwija, co wiąże się z powstawaniem nowych form integracji w zakresie funkcjonowania giełd i instytucji okołogiełdowych.

### **Zakończenie**

Współczesne warunki gospodarcze spowodowały, iż giełdy papierów wartościowych utraciły dominującą rolę w kraju lub regionie. Efektem jest zjawisko konkurencyjności, w ramach którego giełdy podejmują działania nakierowane na powiększanie udziału w rynku oraz generowanie coraz wyższych zysków. Uwzględniając fakt, że w XXI wieku żadnej z wielkich giełd nie udało się osiągnąć pozycji lidera w ramach rozwoju wewnętrznego, można wnioskować, że aby uzyskać znacznie większe oszczędności i generować coraz większą wartość dla akcjonariuszy, giełdy są zmuszone do konsolidacji, tzn. do rozwoju zewnętrznego.

Teoria ekonomii wskazuje na korzyści skali i zakresu oraz efekt zewnętrzny sieci jako przesłanki determinujące procesy konsolidacji, jednak przeprowadzone na przełomie XX i XXI wieku badania nie dały jednoznacznych wyników potwierdzających występowanie przedstawionych korzyści [Cybo-Ottone, Di Noia, Murgia,



2000, s. 223–273]. Dlatego też procesy konsolidacji giełd papierów wartościowych stanowią wciąż aktualny przedmiot zainteresowań i badań zarówno dla teoretyków, jak i praktyków z zakresu ekonomii i finansów.

### Bibliografia

1. Chesini G., *From Demutualization to Globalisation: New Challenges for Stock Exchanges*, “International Review of Business Research Papers” November 2007, vol. 3, no. 5.
2. Cieślak E., Koźliński T., *Dwa modele*, „Gazeta Bankowa”, 18.05.2009.
3. Cieślak E., Koźliński T., *Fuzje i przejęcia*, „Gazeta Bankowa”, 04.05.2009.
4. Cybo-Ottone A., Di Noia C., Murgia M., *Recent Development in the Structure of Securities Markets*, Brookings-Wharton Papers on Financial Services, 2000.
5. Di Noia C., *The Stock-Exchange Industry: Network Effects, Implicit Mergers, And Corporate Governance*, “Quaderni Di Finanza, Studi E Ricerche” Marzo 1999, N. 33.
6. European Exchange Report 2011, FESE, ESC, wrzesień 2012.
7. Górczyńska-Dybek A., *Organizacja giełdy papierów wartościowych jako przedsiębiorstwa*, 8/201.
8. Gorham M., *The long, promising evolution of screen-based trading*, “Focus” 2011, 9 (WFE).
9. Kulpaka P., *Giełdy w gospodarce*, PWE, Warszawa 2007.
10. Ramos S.B., *Competition Between Stock Exchanges: A Survey*, Research Paper No 77, HEC-University of Lausanne, FAME and CEMAF/ISCTE February 2003.
11. Sławiński A., *Rynki finansowe*, PWN, Warszawa 2006.
12. Stoll H.R., *Future of Securities Markets: Competition or Consolidation?*, “Financial Analysts Journal” Nov/Dec 2008, vol. 64, Charlottesville.
13. Stulz R., *Globalization of Equity Markets at the Cost of Capital*, NBER, Working Paper, 1999, nr 7021.
14. <https://europeanequities.nyx.com/> (24.04.2013).
15. <http://www.nasdaqomxnordic.com/> (24.04.2013).
16. <http://www.mifid.com.pl> (24.04.2013).
17. [www.gwp.pl](http://www.gwp.pl) (24.04.2013).

### Reasons and forms of consolidation of stock exchanges

Today we observe numerous consolidations among stock exchanges. These processes have a different character. These are capital-merger: mergers, acquisitions, joint ventures, vertical integration and non-capital ones: agreements, contracts, strategic alliances, which involve the lending of resources, especially technology. Theory of economics as the main reasons for the integration of stock exchanges mentions: economies of scale and economies of scope and network externalities.