

Agnieszka Wojtasiak-Terech

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

ZMIANY NA EUROPEJSKIM RYNKU KAPITAŁOWYM

1. Wstęp

Od ostatniego ćwierćwiecza XX wieku obserwujemy dynamiczne zmiany na światowych rynkach finansowych. Przyczyn zmian należy upatrywać w globalizacji rynku finansowego, presji na deregulacje, wzrastającym znaczeniu inwestorów instytucjonalnych oraz w nowoczesnych rozwiązaniach technologicznych.

Celem artykułu jest przedstawienie przyczyn zmian na rynkach kapitałowych oraz wybranych zachodzących zmian. Opracowanie koncentruje się przede wszystkim na rynku Unii Europejskiej. W związku z tym, że w ostatnich latach, jak wspomniano, obserwuje się wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych, w ramach analizy zachodzących zmian na rynku kapitałowym zostanie przedstawiony rynek funduszy inwestycyjnych. Do analizy zostały wybrane fundusze inwestycyjne otwarte, publiczne, określane w UE jako przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS). Są one rodzajem funduszy zobligowanych do inwestowania m.in. na rynkach regulowanych, a więc będą liczącymi się inwestorami na giełdach papierów wartościowych oraz regulowanych rynkach pozagiełdowych. Opisana zostanie także konsolidacja giełd i ich demutualizacja.

2. Wzrost znaczenia rynku kapitałowego w Unii Europejskiej

Analizując systemy finansowe w krajach Unii Europejskiej, można zauważyć, iż do końca lat 70. w większości krajów Wspólnoty dominującą rolę w systemach finansowych odgrywały banki. Budując trwałe relacje z przedsiębiorstwami, były one w stanie zaoferować im pełen wybór usług finansowych, włączając w to finansowanie inwestycji. Dopiero od lat 80. obserwowany jest wzrost znaczenia rynku kapitałowego jako atrakcyjnego miejsca pozyskiwania kapitału oraz inwestowania. Można to zaobserwować, śledząc zmiany wskaźnika kapitalizacji giełd w stosunku do PKB. Analizując kraje UE, można zaobserwować, że w 1980 r. wskaźnik ten przekroczył 10% jedynie w Szwecji (11%), Holandii (19%) i Wielkiej Brytanii

(38%) [Kowalak 2007, s. 4]. Poziom opisywanego wskaźnika dla 15 państw UE w latach 1995 i 2005 oraz dla Polski zawiera tab. 1. Dane dla roku 2005 dla Danii, Finlandii i Szwecji są podane w ramach OMX (zagregowane są tam również dane dla Estonii, Islandii, Łotwy i Litwy), natomiast Belgia, Francja, Holandia i Portugalia wchodzi w skład Euronext. Jak wynika z tab. 1, w ciągu 10 lat wskaźnik kapitalizacji giełd w stosunku do PKB w większości krajów zdecydowanie wzrósł.

Tabela 1. Kapitalizacja rynkowa giełd w wybranych krajach UE w latach 1995 i 2005 w stosunku do PKB (w %)

Kraj	1995	2005	Kraj	1995	2005
Austria	13,9	43,7	Irlandia	47,7	60,3
Belgia	38,6	Euronext	Włochy	18,7	47,7
Finlandia	35	OMX	Luxembourg	175,1	148,3
Dania	33	OMX	Holandia	72,5	Euronext
Francja	31,9	Euronext	Portugalia	19,2	Euronext
Niemcy	25,6	46,1	Szwecja	70,3	OMX
Grecja	18,5	67,9	Wielka Brytania	121,7	145,0
Hiszpania	26,3	90,0			
OMX	————	96,5			
Euronext	————	86,4			
Polska	4,2	31,2			

Źródło: WFE, <http://www.world-exchanges.org>.

Wzrost znaczenia rynków kapitałowych krajów UE potwierdzają także dane dotyczące rozwoju rynków obligacji. Jeszcze w 1992 r. w krajach UE-15 wartość tych papierów wartościowych pozostających w obrocie w relacji do PKB kształtowała się na poziomie 83%, natomiast w 2005 r. było to już 155%. Należy zauważyć, iż w UE rozwój rynków obligacji odbywa się w dużej mierze dzięki przedsiębiorstwom, które coraz częściej pozyskują kapitał na tych rynkach. W latach 1999-2004 wartość rynku obligacji korporacyjnych wzrosła 2,5-krotnie, z 6% PKB do ponad 15% [Kowalak 2007, s. 5].

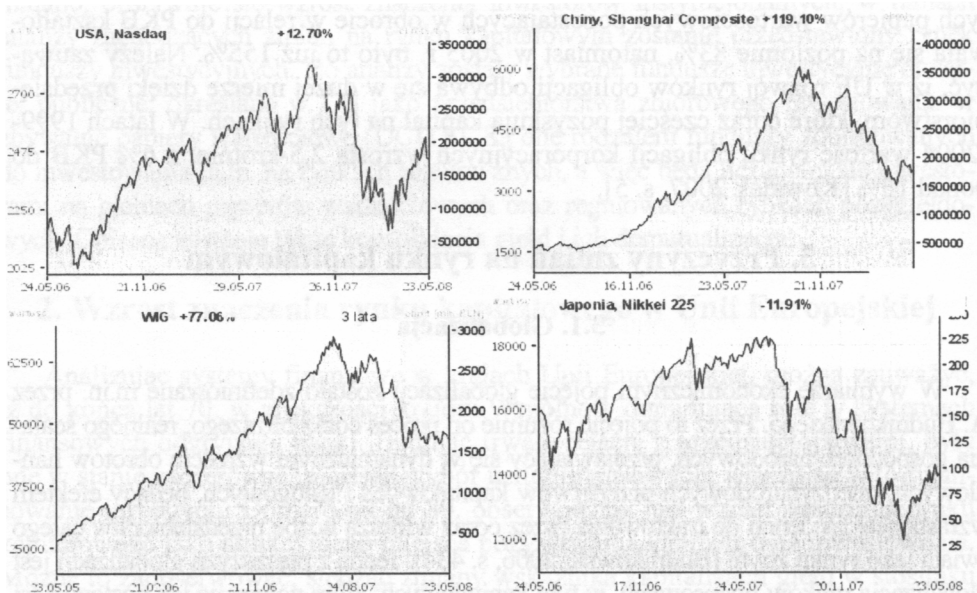
3. Przyczyny zmian na rynku kapitałowym

3.1. Globalizacja

W wymiarze ekonomicznym pojęcie globalizacji zostało zdefiniowane m.in. przez A. Budnikowskiego. Przez to pojęcie rozumie on proces coraz bliższego, realnego scalania gospodarek narodowych, przejawiający się w dynamicznym wzroście obrotów handlowych, międzynarodowych przepływów kapitałowych i usługowych, będący efektem wzrastającej tendencji do traktowania przez coraz większą liczbę przedsiębiorstw całego świata jako rynku zbytu [Budnikowski 2006, s. 434]. Jedną z płaszczyzn globalizacji jest globalizacja rynków finansowych, w tym kapitałowych, która polega na ich postępującej integracji, a co za tym idzie – otwieraniu się narodowych rynków finansowych na swo-

bodny przepływ kapitałów pomiędzy krajami tworzącymi międzynarodowy rynek. Globalizacja rynku kapitałowego niesie za sobą możliwość inwestowania w innych krajach gwarantujących większe bezpieczeństwo, pozwala na korzystanie z bardziej atrakcyjnych instrumentów finansowych, niedostępnych na lokalnych rynkach, efektywniejszych pośredników i gwarantów w emisji papierów wartościowych. Nowoczesne rozwiązania telekomunikacyjne umożliwiają większą mobilność kapitału, co pozwala na łatwiejszy dostęp do rynków zagranicznych. W konsekwencji duże centra finansowe zyskują na znaczeniu, natomiast lokalne nie są w stanie z nimi konkurować.

Efektom globalizacji jest możliwość uniknięcia barier regulacyjno-kontrolnych na rynkach krajowych (jeżeli weźmiemy pod uwagę tylko rynek UE, to należy pamiętać, iż dąży się tutaj do ujednoczenia wymogów regulacyjno-kontrolnych). Z drugiej strony istotne zmiany na rynkach finansowych w danym obszarze geograficznym mają znaczenie globalne. W ostatnim okresie doszło do poważnych zaburzeń na globalnych rynkach finansowych, gwałtownie załamała się płynność, niektóre rynki przestały pełnić swoje funkcje w sposób poprawny, inne zupełnie przestały funkcjonować. Zagrożona została płynność i wypłacalność niektórych instytucji finansowych, a liczni inwestorzy ponieśli straty [Rybiński 2007]. Potwierdzeniem faktu, iż wydarzenia na rynkach finansowych w danym obszarze geograficznym mają znaczenie globalne, jest obserwacja trendów kształtowania się indeksów giełdowych. Na rys. 1 został przedstawiony wpływ kryzysu w gospodarce amerykańskiej (spowodowany przede wszystkim problemami na rynku kredytowym oraz wzrastającą presją inflacyjną) na wybrane indeksy giełdowe w latach 2006-2008.



Rys. 1. Kształtowanie się wybranych indeksów w latach 2006-2008

Źródło: www.money.pl.

3.2. Deregulacje i zmiany regulacyjne w ramach planu działań w zakresie usług finansowych

Deregulacje w zakresie rynku finansowego odnoszą się przede wszystkim do liberalizacji istniejących przepisów. Zmiana nastawienia władz narodowych i ograniczenie skali protekcjonizmu na rynkach finansowych przyczyniły się do zwiększenia efektywności działania systemów finansowych. W zakresie rynku kapitałowego dokonująca się liberalizacja istniejących regulacji wpływa w głównej mierze na zmniejszenie ograniczeń w funkcjonowaniu instytucji finansowych. Deregulacja w tym zakresie została wymuszona przez innowacyjność tych instytucji, które stosując nowe instrumenty i techniki finansowe, omijały istniejące restrykcje. Prowadziło to do przesuwania przepływów kapitałowych do rynków najslabiej regulowanych [Przybyłowski]. Istotnym elementem działań liberalizacyjnych było również zmniejszanie ograniczeń w dostępie zagranicznych instytucji finansowych do rynków krajowych. Działaniom tym towarzyszyło zwykle eliminowanie przez poszczególne kraje barier w przepływie kapitału w obrocie z zagranicą. Spośród krajów UE najwcześniej, bo już w latach 70. ubiegłego wieku, wszelkie ograniczenia zniosły Republika Federalna Niemiec i Wielka Brytania. Z kolei Francja, Włochy czy Hiszpania proces znoszenia restrykcji dewizowych w odniesieniu do transakcji występujących w bilansie obrotów kapitałowych zakończyły dopiero na początku lat 90. [Oręziak 2004, s. 157].

Od ostatniej dekady XX wieku dokonują się istotne zmiany w regulacjach rynku kapitałowego UE. W roku 1999 Komisja Europejska opublikowała Plan działań w zakresie usług finansowych. Celem tego programu było stworzenie otoczenia prawnego umożliwiającego integrację całego rynku finansowego, niemniej znaczna jego część odnosiła się do rynku kapitałowego. Program zawierał 42 inicjatywy (dyrektywy, komunikaty, rekomendacje, raporty) dotyczące stworzenia jednolitego hurtowego rynku usług finansowych, otwartego i bezpiecznego detalicznego rynku usług finansowych, przygotowania odpowiednich regulacji nadzorczych. W roku 2000 Plan stał się integralną częścią strategii lizbońskiej. Legislacyjna jego część została zamknięta w 2004 r., natomiast obecnie finalizuje się proces przenoszenia rozwiązań wypracowanych na szczeblu UE do porządków prawnych państw członkowskich.

3.3. Wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych

Na rynku kapitałowym coraz większą grupę inwestorów stanowią inwestorzy instytucjonalni. Wartość aktywów finansowych będących w posiadaniu inwestorów instytucjonalnych w krajach OECD wzrosła z 38% PKB w roku 1980 do 144% PKB w roku 1999. W krajach rozwiniętych portfele akcji posiadane przez inwestorów indywidualnych stanowiły pod koniec XX wieku mniej niż 25% w stosunku do rynku akcji ogółem. Jeżeli weźmiemy pod uwagę kraje o dominacji rynku kapitałowego, takie jak Wielka Brytania i USA, to stosunek ten oscylował

wokół 50%. Dla porównania w roku 1952 w rękach inwestorów indywidualnych w USA znajdowało się 92% akcji będących w obrocie.

O wzroście znaczenia inwestorów instytucjonalnych może świadczyć także wzrost wartości aktywów funduszy inwestycyjnych. W tab. 2 przedstawiono wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych na świecie w latach 1998-2006. Jak wynika z poniższej tabeli, w Ameryce wartość aktywów pomiędzy rokiem 1998 a 2006 wzrosła prawie dwukrotnie, w Europie wzrost ten wyniósł ok. 200%, w krajach Azji i Pacyfiku wartość aktywów wzrosła przeszło trzykrotnie, a w Afryce przeszło sześciokrotnie.

Tabela 2. Wartość aktywów funduszy inwestycyjnych na świecie w latach 1998-2006 (mln USD)

Rok	Ameryka	Europa	Azja i Pacyfik	Afryka	Ogółem świat
1998	5 867 187	2 743 228	720 697	12 160	9 343 272
1999	7 264 471	3 203 402	1 276 238	18 235	11 762 345
2000	7 424 112	3 296 016	1 133 979	16 921	11 871 028
2001	7 433 106	3 167 956	1 039 236	14 561	11 654 866
2002	6 776 289	3 463 000	1 063 857	20 983	11 324 128
2003	7 969 541	4 682 836	1 361 473	34 460	14 048 311
2004	8 792 450	5 640 450	1 677 887	54 006	16 164 793
2005	9 763 921	6 002 261	1 939 251	65 594	17 771 027
2006	11 486 117	7 744 204	2 456 511	78 026	21 764 912

Źródło: [Investment Company Institute..., s. 140].

W tab. 3 zawarto dane dotyczące zmian wartości aktywów funduszy inwestycyjnych w wybranych krajach UE.

Tabela 3. Wartość aktywów funduszy inwestycyjnych (UCITS) w wybranych krajach UE w latach 2002-2006 (bln EUR)

Kraj	2002	2003	2004	2005	2006	Zmiana (%) 2002-2006
Austria	63,77	69,66	89,05	107,96	114,89	80,16
Belgia	77,49	84,2	93,43	109,84	120,55	55,57
Czechy	3,142	3,246	3,583	4,663	5,523	75,78
Dania	30,7	39,217	47,599	63,744	73,055	137,96
Finlandia	15,7	20,2	27,8	38,5	51,4	227,39
Francja	805,9	909,3	1006,5	1155,1	1343,4	66,70
Niemcy	205,3	225,3	224,7	262,4	271,6	32,29
Grecja	25,38	30,4	31,65	27,94	23,91	-5,79
Węgry	3,856	3,176	3,628	6,145	7,405	92,04
Włochy	370,4	390,4	375,7	381,9	343,8	-7,18
Luksemburg	766,54	874,19	1024,98	1386,61	1661,56	116,76
Holandia	65,52	73,42	74,61	79,99	82,49	25,90
Polska	5,51	8,39	9,38	15,23	22,26	304,17
Portugalia	20,156	22,31	23,441	26,2	25,762	27,81
Słowacja	0,388	0,932	1,816	3,264	3,002	673,71
Hiszpania	171	202	233	269	279	63,16
Szwecja	75,1	95,2	111,2	142,1	180	139,68
Anglia	273,21	340,14	392,19	486,99	558,46	104,41

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych [EFAMA Fact Book 2007].

Jak wynika z danych tab. 3, w latach 2002-2006 następuje wzrost wartości aktywów funduszy inwestycyjnych ogółem prawie we wszystkich prezentowanych krajach. Wyjątek stanowią Włochy i Grecja. We Włoszech miały miejsce naprzemienne wzrosty i spadki wartości aktywów, natomiast w Grecji wzrost obserwujemy do roku 2004, w kolejnych latach natomiast widoczne są spadki. Największy wzrost wartości aktywów funduszy inwestycyjnych w ramach analizowanych krajów odnotowano w Finlandii, Polsce i na Słowacji.

Analiza wybranych typów funduszy: akcyjnych, obligacyjnych, zrównoważonych i rynku pieniężnego w latach 2002-2006 pozwala na stwierdzenie, iż w badanym okresie nastąpił wzrost wartości aktywów zagregowanych dla analizowanych krajów UE we wszystkich typach funduszy. Najwyższy przyrost miał miejsce w przypadku funduszy akcyjnych. W tab. 4 przedstawiono zagregowane dane dla analizowanych krajów.

Tabela 4. Zagregowana wartość aktywów poszczególnych typów funduszy inwestycyjnych (UCITS) dla wybranych krajów UE (bln EUR)¹

Rodzaj funduszu	2002	2003	2004	2005	2006	Zmiana 2002-2006
Akcyjny	903,01	1117,50	1281,47	1721,36	2079,67	130,30
Obligacyjny	940,63	1030,99	1029,56	1168,59	1216,44	29,32
Zrównoważony	422,41	462,73	507,79	2874,14	746,23	76,66
Rynku pieniężnego	609,50	660,68	785,23	820,00	825,76	35,48

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych [EFAMA Fact Book 2007].

Powyżej zostały przedstawione ogólne dane dotyczące aktywów poszczególnych typów funduszy inwestycyjnych, jednak badając wybrane do analizy kraje w latach 2002-2006, zaobserwowano, że:

- wzrost wartości aktywów funduszy akcyjnych nastąpił we wszystkich krajach z wyjątkiem Włoch (niewielki spadek wynoszący 1,2%),
- wzrost wartości aktywów funduszy obligacyjnych nastąpił we wszystkich krajach z wyjątkiem Włoch, Węgier, Polski,
- spadek wartości aktywów zgromadzonych w funduszach zrównoważonych miał miejsce w Grecji i Portugalii,
- spadek wartości aktywów zgromadzonych w funduszach rynku pieniężnego miał miejsce w Niemczech, Grecji i Portugalii.

Przedstawione fundusze inwestycyjne (UCITS) akcyjne, obligacyjne i zrównoważone, jak wspomniano na wstępie, zgodnie z regulacjami prawnymi inwestowały przede wszystkim na rynkach regulowanych. Biorąc pod uwagę załamanie się rynków giełdowych od połowy 2007 r., daje się zauważyć gwałtowny spadek wartości aktywów akcyjnych funduszy inwestycyjnych.

Konkurencja związana ze zdobywaniem nowych klientów przez inwestorów instytucjonalnych wymusza presję na osiąganie przez nich dobrych wyników. Sta-

¹ Zagregowane dane dotyczą krajów przedstawionych w tab. 3.

rają się to uzyskać poprzez zawieranie dużej liczby transakcji oraz wprowadzanie nowych instrumentów finansowych. Dokonywanie częstych zmian w portfelu inwestycyjnym prowadzi do wrażliwości inwestorów instytucjonalnych na zmiany kosztów transakcyjnych. W konsekwencji podmioty organizujące rynki regulowane, takie jak giełdy, i regulowane rynki pozagiełdowe są zmuszone do obniżania kosztów, w przeciwnym razie istnieje niebezpieczeństwo, iż inwestorzy instytucjonalni zwrócą się ku alternatywnym systemom obrotu. Presja inwestorów instytucjonalnych na obniżanie kosztów transakcyjnych skutkuje koniecznością wprowadzania zmian w regulacjach rynków finansowych. Z drugiej strony dążenie do zrealizowania wysokich dochodów skutkuje innowacjami produktowymi oraz procesowymi [Kohn 2004, s. 329].

3.4. Innowacje

Postęp technologiczny w dziedzinie informatyki i telekomunikacji stał się podstawą rozwoju nowoczesnych sposobów dystrybucji usług finansowych. Dzięki niemu szybsze, tańsze i bezpieczniejsze jest pozyskiwanie i przetwarzanie informacji niezbędnych do działania na rynku finansowym, w tym zwłaszcza informacji koniecznych do dokonywania transakcji na odległość, oceny ryzyka i zarządzania kapitałem oraz rozliczania transakcji (na podstawie [Przybyłowski, s. 158; Kohn 2004, s. 329]). Spadek kosztów przesyłania i przetwarzania informacji, które stanowią znaczną część kosztów transakcyjnych, szczególnie w zakresie transakcji międzynarodowych, spowodował, że uczestnicy rynków finansowych powszechnie zaczęli stosować skomplikowane strategie transakcyjne obejmujące rynki różnych krajów. Dzięki wykorzystaniu rozbudowanej infrastruktury informatycznej pośrednicy finansowi uzyskali możliwość oferowania większego wyboru usług szerszej grupie klientów (zróżnicowanej pod względem geograficznym). Podmioty zajmujące się organizacją obrotu papierami wartościowymi uruchomiły nowoczesne platformy handlu znacznie zwiększające efektywność obrotu [Kowalak 2007, s. 7].

Innowacje przejawiają się także w kreowaniu nowego typu instrumentów finansowych. Najmłodsza grupa instrumentów finansowych, których rozwój przypada na ostatnie ćwierćwiecze XX wieku, to instrumenty pochodne oraz instrumenty związane z rynkiem nieruchomości. Innowacje w ramach oferowanych instrumentów skutkują wzrostem znaczenia inżynierii finansowej. Jedną z najważniejszych innowacji finansowych, która przyczyniła się do wzrostu przepływu kapitałów w skali światowej i rozwoju rynku walutowego, było powstanie terminowych rynków finansowych i rynków opcji. Podmioty dokonujące transakcji instrumentami pochodnymi przyczyniły się do uwalniania walut, które były używane w transakcjach oraz innych składników transakcji terminowych od kontroli państwa pochodzenia tych walut. Pozwoliło to na swobodny przepływ kapitałów od podmiotów posiadających ich nadwyżki do podmiotów, które tych kapitałów potrzebowały [Przybyłowski].

4. Procesy konsolidacji giełd

Konsolidacja giełd papierów wartościowych jest jednym z elementów konsolidacji rynku kapitałowego. Giełdy papierów wartościowych zmieniają swój charakter z rynków lokalnych na rynki regionalne lub funkcjonujące w skali globalnej. Do głównych czynników wpływających na decyzję giełd o konsolidacji można zaliczyć:

- presję na obniżenie kosztów działalności, a szczególnie kosztów związanych z transakcjami międzynarodowymi,
- chęć wykorzystania efektu skali, czyli możliwość oferowania produktów szerszemu gronu inwestorów przy niższych kosztach, co pozwala również inwestorom na dostęp do nowych produktów, niedostępnych na lokalnych rynkach, a zagranicznym emitentom na dostęp do narodowych rynków,
- wzrost konkurencji pomiędzy giełdami, a także pomiędzy giełdami a podmiotami organizującymi alternatywne systemy obrotu,
- obserwowany relatywny spadek zainteresowania inwestorów małymi rynkami,
- postępujący w obszarze UE proces integracji europejskiej, w tym wprowadzenie euro i harmonizacja unijnych regulacji dotyczących rynków kapitałowych,
- presja inwestorów instytucjonalnych na dostęp do nowych rynków i produktów, a przez to na globalną dywersyfikację swoich portfeli inwestycyjnych,
- poszukiwanie przez emitentów płynnych rynków (na podstawie [Adamska 2003, s. 51; Oręziak 2004]).

Przykładem długoletniego procesu konsolidacji może być utworzenie wspólnego rynku przez podmioty organizujące obrót instrumentami finansowymi w obszarze skandynawskim i nadbałtyckim. W roku 1980 w Szwecji powstała instytucja OM, która była odpowiedzialna za prowadzenie krajowego rynku instrumentów pochodnych. Następnie w roku 1989 przejęła ona giełdę w Sztokholmie. W latach 2001 i 2002 giełda w Helsinkach weszła w posiadanie dwóch giełd nadbałtyckich: w Tallinie i Rydze. Kolejnym etapem integracji rynków w regionie była w 2003 r. fuzja OM z giełdą w Helsinkach. W jej wyniku powstała grupa OM HEX, której nazwa w 2004 r. została zmieniona na OMX. Następnie w latach 2004, 2005, 2006 OMX przejmuje giełdy w Wilnie, Kopenhadze i giełdę islandzką. Giełda regionalna wkrótce stała się globalną platformą obrotu. W dniu 2 stycznia 2008 r. Urban Bäckström, przewodniczący rady nadzorczej OMX, podał do publicznej wiadomości, że rada wyraziła zgodę, by wspólnie z NASDAQ, pod zwierzchnictwem amerykańskiego partnera, utworzyć grupę NASDAQ – OMX – nową organizację reprezentującą interesy obu giełd.

Rynek NYSE Euronext również powstał na skutek procesów konsolidacyjnych. W tym przypadku w roku 2000 w wyniku fuzji giełd w Paryżu, Amsterdamie i Brukseli powstał Euronext. W roku 2001 Euronext przejął udziały w LIFFE, na której dokonywało się obrotu kontraktami terminowymi i opcjami. W 2006 r. na-

stąpiło przejście Euronext-u przez NYSE. W tym przypadku konsolidacja miała wymiar nie tylko europejski, ale także międzykontynentalny.

5. Demutualizacja giełd

Proces demutualizacji giełd polega na zmianie struktury własnościowej giełdy z modelu „członkowskiego” na model „akcjonarialny”. W tab. 5 podano różnice między tradycyjnym modelem giełdy a modelem poddanym procesowi demutualizacji.

Tabela 5. Porównanie giełdy tradycyjnej z giełdą poddaną procesowi demutualizacji

Giełda tradycyjna	Giełda poddana procesowi demutualizacji
Właścicielami są członkowie	właścicielami są udziałowcy
Właściciele giełdy są bezpośrednimi uczestnikami obrotu	oddzielenie własności giełdy od uczestnictwa w niej
Decyzje są podejmowane demokratycznie przez konsensus (jeden głos przypada na jednego członka)	decyzje są podejmowane proporcjonalnie do udziałów (jeden głos przypada na jeden udział)
Ograniczone zbywanie praw członkowskich	swobodny obrót akcjami, możliwa realizacja oferty publicznej
Podwyższenie kapitału ograniczone tylko do członków	brak ograniczenia co do podmiotów mogących nabyć akcje nowej emisji
Giełda jako organizacja <i>non-for-profit</i>	giełda jako organizacja <i>for-profit</i>

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Adamska 2003, s. 52].

Jak wynika z tab. 5, jednym z elementów procesu demutualizacji może być zaofiarowanie własnych akcji na rynku publicznym. W tab. 6 przedstawiono przykłady giełd europejskich poddanych procesowi demutualizacji, których akcje zostały upublicznione.

Tabela 6. Akcje wybranych giełd w ofercie publicznej

Giełda	Rok demutualizacji	Data upublicznienia
Giełda Londyńska	2000	20 lipca 2001
Euronext	2000	10 lipca 2001
Deutsche Borse	2000	5 lutego 2001
Giełda w Sztokholmie	1993	1 stycznia 1993
Giełda w Oslo	2001	28 maja 2001

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Aggarwal 2002, s. 106, 108].

Do głównych przyczyn demutualizacji można zaliczyć:

- zwiększenie efektywności w podejmowaniu decyzji – decyzje podejmowane poprzez konsensus, charakterystyczne dla tradycyjnego modelu giełdy; sprawdzają się tylko w sytuacji, gdy giełdy działają w otoczeniu pozbawionym konkurencji oraz gdy interesy członków są homogeniczne. Jeżeli którykolwiek z tych warunków nie jest spełniony, model „członkowski” nie funkcjonuje efektywnie.

Giełdy nie są bowiem w stanie w krótkim czasie sprostać zmianom zachodzącym w otoczeniu i odpowiadać na wyzwania stawiane przez konkurencję;

- powiększenie grona udziałowców – giełdy poddane procesowi demutualizacji umożliwiają zakup ich akcji inwestorom indywidualnym oraz instytucjonalnym, którzy nie są ich członkami;
- możliwość dostosowania się do potrzeb głównych inwestorów – w ostatnich latach obserwujemy gwałtowny wzrost udziału w rynku giełdowym inwestorów instytucjonalnych, a ich oczekiwania w zakresie dokonywanych transakcji różnią się od potrzeb inwestorów indywidualnych. Nowy model giełdy może w sposób elastyczny dostosowywać się do wymagań głównych inwestorów, np. poprzez umożliwienie im negocjacji co do kosztów transakcyjnych;
- konkurencja – ze strony podmiotów organizujących alternatywne systemy obrotu, które spełniają podobne funkcje jak giełdy;
- rosnące potrzeby kapitałowe – poprzez demutualizację oraz ofertę publiczną giełdy mogą zgromadzić kapitał na sprostanie konkurencji oraz na inwestycje w nowoczesne technologie [Hughes, Zorgar 2006, s. 10].

Literatura

- Adamska L., *Procesy konsolidacji giełd w Europie z perspektywy Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie*, „Bank i Kredyt” 2003 nr 5.
- Aggarwal R., *Demutualization and Corporate Governance of Stock Exchanges*, „Journal of Applied Corporate Finance”, vol. 15, N1, Spring 2002.
- Budnikowski A., *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWE, Warszawa 2006.
- EFAMA Fact Book 2007, EFAMA 2007.
- Hughes P.S., E. Zorgar, *Exchange Demutualization*, Blake, Cassels & Graydon LLP, 2006.
- Investment Company Institute, 2007 Investment Company Fact Book.
- Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje, instrumenty finansowe, aktywa finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.
- Kohn M., *Financial Institutions and Markets*, Oxford University Press, New York, Oxford 2004
- Kowalak T., *Integracja transgraniczna rynku kapitałowego w Unii Europejskiej*, „Bank i Kredyt” 2007 nr 3.
- Muller A., *Globalizacja – mit czy rzeczywistość?*, *Globalizacja od A do Z*, NBP 2004.
- Oręziak L., *Globalizacja rynków finansowych*, *Globalizacja od A do Z*, NBP 2004.
- Przybyłowski M., *Globalizacja międzynarodowych rynków finansowych*, Polskie Forum Corporate Governance,
- http://www.pfcg.org.pl/article/9250_Globalizacja_miedzynarodowych_rynkow_finansowych.htm.
- Rybiński K., Konferencja: *Innowacje na rynkach finansowych 2007, Globalizacja Infrastruktury*, Warszawa, 16.10.2007.
- Zorska A., *Korporacje transnarodowe, Przemiany, oddziaływania, wyzwania*, PWE, Warszawa 2007.