

JACEK TOMASZEWSKI

WPLYW ROZWOJU ALTERNATYWNYCH SYSTEMÓW OBROTU NA STRUKTURĘ RYNKU AKCJI W OBSZARZE UNII EUROPEJSKIEJ

Wprowadzenie

Na przestrzeni ostatnich kilkunastu lat światowe rynki finansowe przeżywały okres dynamicznego rozwoju, obejmujący między innymi przekształcenia organizacyjne i adaptację nowoczesnej technologii do organizacji obrotu instrumentami finansowymi. Zmiany te dotyczyły między innymi regulowanych rynków instrumentów finansowych – giełd, które przeżywały okres demutualizacji, integracji i aliansów międzynarodowych. Efektem tego procesu było powstawanie ponadnarodowych rynków papierów wartościowych, na których tworzenie naciskali przede wszystkim wielcy inwestorzy instytucjonalni. Proces ten był szczególnie silny w krajach Unii Europejskiej, najprawdopodobniej z powodu dużej zbieżności regulacji oraz pogłębiającej się integracji europejskiej¹.

Równie ważnym procesem był postęp technologiczny, obejmujący w szczególności systemy informatyczne i telekomunikacyjne. Postęp ten prowadził do stopniowego odchodzenia od tradycyjnego systemu zawierania transakcji giełdowych przy bezpośredniej obecności stron transakcji na parkiecie giełdy (open-outcry) na rzecz systemów elektronicznego kojarzenia transakcji. Rozwój elektronicznych systemów obrotu umożliwił z jednej strony praktycznie nieograniczone usługi dla stron transakcji, a z drugiej – doprowadził do zaburzenia tradycyjnego podziału rynków kapitałowych na giełdowe i pozagiełdowe. Jednym z najważniejszych przejawów tej tendencji było pojawienie się nowej klasy platform elektronicznego obrotu papierami wartościowymi określanymi mianem alternatywnych systemów obrotu (Alternative Trading Systems, Multilateral Trading Facilities).

Celem niniejszego opracowania jest analiza wpływu powstania i rozwoju alternatywnych systemów obrotu (ASO) na strukturę organizacji rynku papierów wartościowych w szczególności na rolę i miejsce tradycyjnych giełd papierów wartościowych. Analiza koncentruje się na obszarze rynku finansowego Unii Europejskiej, co umożliwia oparcie analizy o jednolitą definicję ASO, zawartą w przepisach prawnych Unii oraz na rynku akcji, który tradycyjnie był domeną giełd papierów wartościowych.

¹ M. Kachniewski: *Rynki finansowe w Unii Europejskiej – dalsza integracja czy dezintegracja*, „Bank i Kredyt” 11–12/2007, s. 9.

Charakterystyka platform ASO i ich aktywność w zakresie organizacji rynku akcji w obszarze Unii Europejskiej

Terminem ASO określamy najogólniej instytucje, które nie będąc regulowanymi rynkami instrumentów finansowych, tworzą automatyczny system umożliwiający kojarzenie nabywców i sprzedawców instrumentów finansowych w sposób umożliwiający zawieranie transakcji dotyczących tych instrumentów. Instytucje tego typu zaczęły powstawać początkowo w USA, gdzie tworzone były najczęściej przez konsorcja banków inwestycyjnych czy firmy zajmujące się dostarczaniem i przetwarzaniem informacji ekonomicznych (np. Reuters). Głównym celem tworzenia ASO było obniżenie kosztów obrotu giełdowego (zwłaszcza dla dużych inwestorów instytucjonalnych, którzy byli pierwotnymi, głównymi klientami takich platform) oraz możliwość zaoferowania usług komplementarnych wobec rynków giełdowych (wydłużenie godzin obrotu, dopuszczenie do obrotu papierów nienotowanych na giełdach itp.).

Proces rozwoju platform ASO w Europie odbywał się z istotnym opóźnieniem w stosunku do rynku amerykańskiego. Jednym z powodów tego stanu rzeczy mógł być brak jasnych regulacji prawnych określających status takich instytucji. Dopiero w listopadzie 2002 roku Komisja Europejska dokonała nowelizacji ówczesnej Dyrektywy w sprawie usług inwestycyjnych wprowadzając możliwość tworzenia tzw. platform alternatywnego systemu obrotu, mogących konkurować z giełdami. Działania legislacyjne Komisji Europejskiej były sankcjonowaniem postępującego oddolnego procesu tworzenia nowych platform obrotu i przybrały ostateczną formę w definicji tzw. wielostronnej platformy obrotu (Multilateral Trading Facility), zawartej w nowej Dyrektywie Unijnej w sprawie rynków instrumentów finansowych (Dyrektywa MiFID), której przepisy weszły w życie w 2007 roku. Zawarta w niej definicja stanowi, że „wielostronne platformy obrotu (MTF) oznaczają wielostronny system, obsługiwany przez przedsiębiorstwo inwestycyjne lub podmiot gospodarczy, który kojarzy transakcje strony trzeciej w dziedzinie kupna i sprzedaży instrumentów finansowych – w systemie i zgodnie z regułami innymi niż uznaniowe – w sposób skutkujący zawarciem kontraktu”².

Bardzo istotnym elementem powyższej definicji jest wskazanie dwóch kategorii podmiotów mogących tworzyć platformy MTF: z jednej strony przedsiębiorstw inwestycyjnych czyli domów maklerskich i banków inwestycyjnych, a z drugiej – podmiotów gospodarczych, które kojarzą transakcje strony trzeciej w dziedzinie kupna i sprzedaży instrumentów finansowych, czyli tradycyjnych giełd (rynków regulowanych w rozumieniu definicji tej samej Dyrektywy). Dyrektywa usankcjonowała tym samym dwa równoległe toczące się w Europie procesy rozwoju platform MTF. Przedmiotem niniejszego opracowania jest analiza wpływu pierwszej klasy MTF na rozwój europejskiego rynku akcji.

² Art 4 (1)(15) Dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych.

Aktywność platform MTF na tle tradycyjnych giełd papierów wartościowych

Najnowsza edycja Alternative Trading Systems Directory (September 2010) wylicza 12 platform obrotu posiadających status MTF w rozumieniu Dyrektywy MiFID. Są to: BATS Europe, Burgundy, Chi-X Europe, Liquidnet Supernatural, Nomura, NYSE Arca Europe, Pipeline Financial, POSIT, Quote MTF, TOM MTF, Tradeweb, Turquoise. Największe znaczenie, jako organizatorzy obrotu akcjami, oferujący możliwość zawierania transakcji szerokiego gronu inwestorów, ma 5 spośród powyższych platform: BATS Europe, Burgundy, Chi-X Europe, NYSE Arca Europe oraz Turquoise. Wspólną cechą tych instytucji jest tworzenie ponadnarodowych platform obrotu akcjami dla najbardziej płynnych papierów wartościowych, dla których pierwotnym rynkiem notowania jest jedna z tradycyjnych giełd papierów wartościowych. Charakterystyczne jest to, że o ile niektóre z tych platform oprócz obrotu akcjami umożliwiają obrót instrumentami typu Exchange Traded Funds (ETF), Exchange Traded Commodities (ETC) czy Exchange Traded Currencies (ETCC), o tyle żadna nie zajmuje się organizacją obrotu instrumentami dłużnymi. Instytucje te są więc naturalnym i bezpośrednim konkurentem tradycyjnych giełd w walce o organizację obrotu najbardziej atrakcyjnymi instrumentami finansowymi. Pomimo że historia funkcjonowania powyższych platform na rynku europejskim jest bardzo krótka (najstarsza z nich Chi-X Europe rozpoczęła działalność w marcu 2007 r.), w krótkim czasie zdołały one osiągnąć bardzo wysoki poziom obrotów, co obrazują dane zawarte w tabeli 1.

Tabela 1

Wartość obrotów rynku akcji głównych platform MTF w latach 2008–2010 (mln EUR)

MTF	2008	2009	2010
BATS Europe ^a	4 966,8	186 111,3	489 052,5
Burgundy ^b		4 533,3	22 905,6
Chi-X Europe	658 485,1	858 207,4	1 535 526,6
NYSE Arca Europe ^c		1 292,5	21 066,9
Turquoise ^d	62 517,5	267 939,6	288 695,9

^a Od października 2008.

^b Od maja 2009.

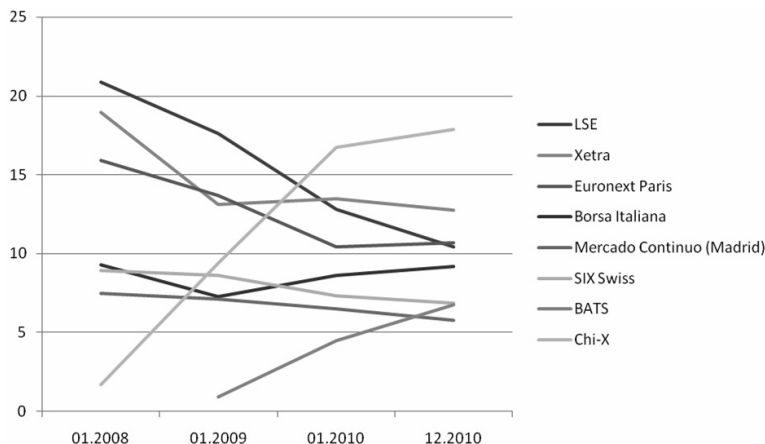
^c Od marca 2009.

^d Od października 2008.

Źródło: Federation of European Stock Exchange – European Equity Market Report 2008, 2009, 2010.

Trzy pełne lata obowiązywania Dyrektywy MiFID przyniosły bezprecedensowy wzrost aktywności w zakresie obrotu akcjami na platformach MTF, choć początki ich działalności w Europie przypadały na okres głębokiej bessy na rynkach kapitałowych, towarzyszącej globalnemu kryzysowi gospodarczemu. Tak ogromny wzrost aktywności handlu

spowodował, że w krótkim czasie platformy MiFID znalazły się w czołówce najważniejszych zorganizowanych platform obrotu akcjami w Europie, skutecznie podważając pozycje największych tradycyjnych giełd, co obrazuje rysunek 1.



Rys. 1. Procentowy udział głównych platform obrotu w wartości zorganizowanego handlu akcjami w Europie w latach 2008–2010

Źródło: Thomson Reuters Financial Monitor oraz Federation of European Stock Exchange – European Equity Market Report 2008, 2009, 2009.

Jak wynika z powyższego rysunku, na przestrzeni ostatnich 3 lat wszystkie największe giełdy europejskie (z wyjątkiem giełdy w Mediolanie, będącej częścią grupy kapitałowej London Stock Exchange) odnotowały spadek swoich udziałów w wartości obrotów europejskiego rynku akcji, podczas gdy platformy MTF, zwłaszcza dwie największe: Chi-X Europe i BATS Europe, w szybkim tempie zwiększały swoje udziały. W roku 2010 Chi-X Europe stało się największą platformą zorganizowanego obrotu akcjami w Europie. Główni uczestnicy rynku oczekują kontynuacji tej tendencji i przewidują, że do 2013 roku na platformach MTF odbywać się będzie nawet 50% obrotu akcjami³.

Choć należy pamiętać, że w powyższym zestawieniu porównywane są obroty tradycyjnych giełd o zakotwiczeniu narodowym z paneuropejskimi platformami obrotu, to jednak nie ulega wątpliwości, że rozwój platform MTF w zasadniczy sposób wpływa również na pozycje tradycyjnych giełd na ich rynkach narodowych. Na przykład udział London Stock Exchange w obrotach akcjami spółek brytyjskich od początku roku 2008 do końca 2010 spadł z 87,7 do 55,8%⁴.

³ *European Multilateral Trading Facilities: The Post-MiFID Exchange Landscape*, Raport analityczny Aite Group LLC, Boston 2009.

⁴ Dane z bazy Thomson Reuters Financial Monitor.

Szczególnie istotne znaczenie ma konkurencja pomiędzy giełdami a platformami MTF o obroty akcjami najbardziej płynnych i największych spółek wchodzących w skład głównych narodowych indeksów rynków akcji. I w tym segmencie znaczenie nowych platform obrotu staje się coraz większe, co pokazuje tabela 2.

Tabela 2

Procentowy udział giełd i platform MTF w obrotach akcjami z głównych indeksów narodowych (grudzień 2010)

	Giełda narodowa	Chi-X Europe	Turquoise	BATS Trading	Inni
FTSE 100	55,8	26,6	6,7	10,7	0,3
BEL 20	69,4	24,3	2,7	3,6	0
AEX 25	64,7	23,3	4,4	7,6	0
DAX 30	64,9	23,1	4,6	7,2	0,2
CAC 40	67,0	22,7	4,9	5,4	0
SMI 20	68,0	16,8	4,7	10,3	0,2
ATX 20	82,4	14,7	1,1	1,7	0
MIB 40	80,1	10,4	3,5	6	0
ETF	99,9	0,1	0	0	0

Źródło: Chi-X Europe

Jak wynika z powyższej tabeli, platformy MTF zdołały uzyskać znaczący udział w obrotach akcjami największych i najbardziej płynnych spółek europejskich. O koncentracji tych platform na obrotach najbardziej płynnymi papierami wartościowymi świadczy w szczególności większy udział w obrotach akcjami z największych rynków (Wielka Brytania, Niemcy, Francja) niż w obrotach akcjami rynków „drugorzędnych” (Austria, Belgia, Grecja).

Charakterystyczny jest również minimalny udział platform MTF w obrotach certyfikatami emitowanymi przez ETF-y, co wskazuje, że głównymi uczestnikami obrotu na platformach MTF są aktywni inwestorzy instytucjonalni lokujący kapitały bezpośrednio w akcje.

Przyczyny sukcesu platform MTF

Nie ulega wątpliwości, że na przestrzeni ostatnich 3 lat platformy MTF stały się istotnym elementem infrastruktury europejskiego rynku akcji. Rodzi się więc pytanie o źródła tak spektakularnego sukcesu tych inicjatyw. Sukcesu, który może wydawać się zaskakujący w świetle obserwowanej w poprzednich latach tendencji do konsolidacji lokalnych rynków papierów wartościowych.

Jak się wydaje, głównych ekonomicznych powodów powodzenia nowych inicjatyw należy upatrywać w trzech czynnikach: strukturze własnościowej platform MTF, wysokiej konkurencyjności w zakresie kosztów transakcyjnych oraz wzroście znaczenia grupy inwestorów określanych mianem „high frequency traders”.

Cecha wspólną platform MTF, które odniosły sukces na rynku europejskim, jest znaczący udział największych instytucjonalnych uczestników rynku akcji w ich strukturze właścicielskiej. Platforma Chi-X, stworzona przez firmę brokerską Instinet (filiję banku Nomura), jest obecnie własnością konsorcjum banków inwestycyjnych, z których każdy posiada udział mniejszościowy. BATS Europe jest własnością amerykańskiej firmy BATS Global Markets, której właścicielami są największe banki inwestycyjne i firmy brokerskie działające na rynku amerykańskim. Konsorcja banków i firm inwestycyjnych są również właścicielami platform Burgundy i Turquoise⁵. Przyznanie największym pośrednikom na rynku akcji znaczących udziałów w platformach, gwarantuje ich motywację ekonomiczną do kierowania na te platformy generowanych przez siebie i swoich klientów transakcji, przy czym istotne znaczenie ma bark dominacji pojedynczego akcjonariusza.

Dowodem potwierdzającym istotność struktury własnościowej dla powodzenia MTF jest fiasko inicjatywy MTF NSDAQ OMX Europe, która zaprzestała działalności, po niespełna 2 latach od powstania, w maju 2010, nie będąc w stanie uzyskać znaczącego udziału w obrotach. W tym przypadku właścicielem platformy był organizator tradycyjnego rynku regulowanego, powstałego w wyniku przejęcia przez amerykański rynek NASDAQ paskandynawskiej giełdy OMX.

Warto zwrócić uwagę, że struktury własnościowe wybierane przez odnoszące największe sukcesy platformy MTF oznaczają krok w przeciwnym kierunku, niż ten, w którym na przestrzeni ostatnich kilkunastu lat podążały tradycyjne giełdy, decydujące się na odchodzenie od tradycyjnej struktury instytucji wzajemnych, których właścicielami byli uczestnicy rynku na rzecz formy spółek publicznych z szerokim akcjonariatem. Warto jednak podkreślić, że platformy, choć są własnością konsorcjów największych uczestników obrotu, od początku były tworzone jako podmioty nastawione na generowanie zysków.

Podstawowym czynnikiem konkurencji pomiędzy platformami obrotu są jednak niewątpliwie koszty transakcyjne. Badania prowadzone w ostatnich latach potwierdzają, że platformy MTF oferują istotną przewagę w zakresie kosztów zawarcia transakcji w stosunku do tradycyjnych giełd. W szczególności Brandes i Domowitz w swoim badaniu, które objęło 4 największe platformy MTF i 5 tradycyjnych giełd stwierdzili, że przeciętne koszty zawarcia transakcji na platformie MTF są o 20% niższe niż w przypadku tradycyjnych giełd⁶. Niższe koszty transakcyjne na platformach MiFID można by przypisywać większej wartości transakcji wynikającej z dominacji największych inwestorów instytucjonalnych

⁵ W przypadku Turquoise do momentu nabycia większościowego pakietu przez The London Stock Exchange.

⁶ Y. Brandes, I. Domowitz: *Alternative Trading Systems in Europe. Trading Performance by European Venues Post-MiFID*, The Journal of Trading, Summer 2010, Vol. 5, No. 3: s. 21–22.

w obrotach platform MTF, jednak w rzeczywistości wspomniani autorzy w swoim badaniu stwierdzili, że przeciętna wielkość transakcji na platformach MTF jest nieznacznie mniejsza niż w przypadku tradycyjnych giełd.

Przewaga kosztowa platform MTF staje się jeszcze większa, jeśli pod uwagę wziąć nie tylko bezpośrednie koszty zawarcia transakcji, ale ogół kosztów transakcyjnych i posttransakcyjnych. Studium firmy consultingowej Oxera wykonane na zlecenie izby rozliczeniowej Euroclear wykazało, że przeciętny poziom łącznych kosztów zrealizowana jednej transakcji na rynku akcji przez dużego inwestora instytucjonalnego na London Stock Exchange wynosi 28,5 pенса, z czego 83% stanowią koszty transakcyjne, a 17% koszty posttransakcyjne. Tymczasem na platformach Chi-X i BATS Europe te same koszty wynoszą zaledwie 7 pensonów, z czego na koszty transakcyjne przypada 41%, a na koszty posttransakcyjne 59%⁷.

Ostatnim istotnym czynnikiem wpływającym na gwałtowny wzrost obrotów platform MTF jest wzrost znaczenia tzw. high-frequency trading (HFT) na światowych rynkach akcji. Terminem HFT określa się zbiór strategii inwestycyjnych opierających się na wykorzystaniu algorytmów informatycznych do identyfikacji krótkoterminowych okazji inwestycyjnych i zajmowaniu na tej podstawie pozycji rynkowych. Czas trwania otwarcia pozycji jest wyjątkowo krótki i co do zasady mieści się w granicach jednej sesji giełdowej, jednak bardzo często jest krótszy niż minuta⁸. Traderzy wykorzystujący tego rodzaju strategię konkurują między sobą szybkością zajmowania pozycji, stąd czas realizacji zlecenia na rynku ma dla nich kapitalne znaczenie. Transakcje typu HFT zawierane były na rynku amerykańskim przynajmniej od roku 1999. W pierwszej dekadzie XXI wieku ich popularność zaczęła bardzo szybko rosnać, również na rynku europejskim. Podczas gdy na początku stulecia transakcje tego typu generowały mniej niż 10% obrotów rynku akcji, to najnowszy raport firmy analitycznej Tabb Group szacuje, iż w roku 2010 odpowiadały one za generowanie 56% obrotów rynku akcji w USA i 38% w Europie. Gwałtownie rośnie również szybkość realizacji strategii inwestycyjnych HFT. Podczas gdy na początku stulecia czas realizacji strategii mierzony był w sekundach, to obecnie mierzony jest w mili i mikrosekundach⁹.

Platformy HFT jako infrastruktury obrotu budowane od podstaw w oparciu o najnowszą technologię są w stanie zaoferować największą szybkość realizacji transakcji. W chwili uruchamiania w roku 2007 czas przekazania zlecenia w systemie platformy Chi-X był szacunkowo 10-krotnie krótszy niż na tradycyjnych giełdach i wynosił ok. 10 milisekund w warunkach wysokiego wolumenu obsługiwanych transakcji. Do roku 2010 uległ dalszemu skróceniu do zaledwie 300 mikrosekund, a w przypadku platformy Turquoise nawet do 126 mikrosekund. Tymczasem czas transferu zlecenia w systemie TradeElect giełdy LSE wynosił w roku 2010 „zaledwie” 2,7 milisekundy (2700 mikrosekund). W przypadku tradycyjnych giełd podstawowa trudność w konkurowaniu na polu technologicznym wynika

⁷ *Costs of trading and post-trading UK equities*, Oxera Consulting, Oxford 2010, s. 3–4.

⁸ I. Aldrige: *High-Frequency Trading: A Practical Guide to Algorithmic Strategies and Trading Systems*, John Wiley & Sons, Hoboken, Nwe Jersey 2010, s. 2–4.

⁹ A.G. Haldane: *Patience and Finance*, Bank of England 2010, s. 17.

ze złożoności i wysokich kosztów modernizacji istniejącej infrastruktury, co jest niejednokrotnie zadaniem trudniejszym niż jej budowa od podstaw.

Efekty powstania i rozwoju platform MTF na europejskim rynku akcji

Powstanie i rozwój platform MTF w wyniku wcielenia w życie przepisów Dyrektywy MiFID w roku 2007 było wydarzeniem, które stanowiło istotny zwrot w trwającej przynajmniej od ostatniej dekady XX wieku tendencji do konsolidacji i integracji zorganizowanych rynków akcji w Europie. Powstaje więc pytanie: czy ta nowa tendencja nie będzie prowadzić do dezintegracji rynku oraz do fragmentacji obrotu?¹⁰ Należy jednak zwrócić uwagę, że już w roku 1979 Hamilton zidentyfikował dwa efekty segmentacji rynku: negatywny, wynikający z niemożności pełnego wykorzystania korzyści skali scentralizowanego obrotu giełdowego (efekt fragmentacji) oraz pozytywny, polegający na wzroście konkurencji pomiędzy rynkami, prowadzącej do podnoszenia jakości świadczonych usług (efekt konkurencji)¹¹. Jednak już w roku 2003 Stoll spostrzegł, że w odniesieniu do rynków akcji fragmentacja jest de facto synonimem konkurencji i prowadzi do wzrostu innowacyjności i efektywności¹².

Dotychczasowe obserwacje rozwoju rynku akcji w Europie i wyniki prowadzonych badań wydają się wskazywać, że efekt konkurencji przeważa nad efektem fragmentacji, a rozwój platform MTF przyczynia się do ogólnej poprawy efektywności europejskiego rynku akcji. Gresse w swoim badaniu wykazuje, że rozwój platform MTF, choć doprowadził do fragmentacji rynku, nie tylko nie wpłynął na pogorszenie płynności obrotu, ale wręcz przeciwnie, wpłynął na jej poprawę w badanym okresie (lata 2007–2009) i to zarówno dla akcji największych spółek (z indeksu FTSE 100), jak i dla spółek o średniej kapitalizacji (indeks SBF 120)¹³. Do podobnych wniosków dochodzą Riordan, Storckenmaier i Wagener stwierdzając, że fragmentacja strumienia zleceń giełdowych nie ma negatywnego wpływu na efektywności rynkowej wyceny akcji, a konkurencja pozytywnie wpływa na płynność rynku¹⁴.

Pojawienie się konkurencji ze strony nowych alternatywnych platform obrotu wymusiło na tradycyjnych giełdach podjęcie szeregu działań zmierzających do zwiększenia atrakcyjności swojej oferty dla inwestorów. Działania te obejmują zarówno uatrakcyjnianie struktury kosztów transakcyjnych, inwestycje w nowoczesną infrastrukturę obrotu, jak

¹⁰ M. Kachniewski: *op. cit.* str. 2

¹¹ J.L. Hamilton: *Marketplace Fragmentation, Competition, and the Efficiency of the Stock Exchange*, *Journal of Finance*, 34(1), s. 171–187.

¹² H. Stoll: "Market Microstructure", [w:] *Handbook of the Economics of Finance*, red. G. Constantinides, M. Harris, R. Stulz, Volume 1A, Elsevier, Amsterdam 2003 s. 52.

¹³ C. Gresse: *Multi-market Trading and Market Liquidity*, Université Paris-Dauphine Working Paper, January 2011, s. 24.

¹⁴ R. Riordan, A. Storckenmaier, M. Wagener: *Fragmentation, Competition and Market Quality: A Post-MiFID Analysis*, Working Paper Series, SSRN-id1632988, 2010, s. 17.

i działanie zmierzające do dostosowania zasad obrotu do oczekiwań inwestorów (wydłużenie czasu handlu, dostosowanie wielkości kroku notowania itp.).

Dane zawarte w rozdziale 2 referatu wyraźnie wskazują, że konkurencja ze strony MTF w największym stopniu dotknęła giełdę London Stock Exchange. Nic więc dziwnego, że giełda ta podejmuje najdalej idące działania zmierzające do dostosowania się do nowych warunków funkcjonowania europejskiego rynku akcji. Szczególnymi przejawami tych działań była decyzja o nabyciu pakietu kontrolnego akcji platformy Turquoise w grudniu 2009. Warto przy tym zwrócić uwagę, że 40% pakiet akcji pozostał w rękach banków inwestycyjnych – założycieli platformy (Merrill Lynch, Goldman Sachs, Deutsche Bank, Citigroup, Credit Suisse, Morgan Stanley and UBS). We wrześniu 2010 LSE nabyła natomiast firmę MillenniumIT, specjalizującą się w dostarczaniu elektronicznych systemów transakcyjnych, dzięki której obecny system obrotu ma zostać zastąpiony nowym, oferującym czas dostępu do rynku mierzony w mikrosekundach.

Podsumowanie

Wejście w życie Dyrektywy MiFID umożliwiło rozwój nowych, alternatywnych platform obrotu na europejskim rynku akcji. Platformy te, określane terminem MTF, w ciągu zaledwie 3 lat stały się znaczącym elementem infrastruktury europejskiego rynku papierów wartościowych, stanowiąc wyzwanie dla funkcjonowania tradycyjnych giełd papierów wartościowych. Fragmentacja obrotu, będąca skutkiem powstania i rozwoju MTF, nie doprowadziła do obniżenia płynności rynku akcji, a wręcz przeciwnie, dzięki silnemu oddziaływaniu efektu konkurencji, przyczynia się do ogólnego wzrostu jakości usług na rynkach giełdowych i dalszego obniżenia poziomu kosztów transakcyjnych.

Literatura

- Aldrige I.: *High-Frequency Trading: A Practical Guide to Algorithmic Strategies and Trading Systems*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey 2010.
- Brandes Y, Domowitz I.: *Alternative Trading Systems in Europe. Trading Performance by European Venues Post-MiFID*, The Journal of Trading, Summer 2010, Vol. 5, No. 3.
- Costs of trading and post-trading UK equities*, Oxera Consulting, Oxford 2010.
- European Multilateral Trading Facilities: The Post-MiFID Exchange Landscape*, Raport analityczny Aite Group LLC, Boston 2009.
- Gresse C.: *Multi-market Trading and Market Liquidity*, Université Paris-Dauphine Working Paper, January 2011.
- Haldane A.G.: *Patience and Finance*, Bank of England 2010.
- Hamilton J.L.: *Marketplace Fragmentation, Competition, and the Efficiency of the Stock Exchange*, Journal of Finance, 34(1).
- Kachniewski M.: *Rynki finansowe w Unii Europejskiej - dalsza integracja czy dezintegracja*, „Bank i Kredyt” 11–12/2007.

Riordan R., Storckenmaier A., Wagener M.: *Fragmentation, Competition and Market Quality: A Post-MiFID Analysis*, Working Paper Series, SSRN-id1632988, 2010.

Stoll H.: *Market Microstructure*, [w:] *Handbook of the Economics of Finance*, red. G. Constantinides, M. Harris, S.R. tuzl, Volume 1A, Elsevier, Amsterdam 2003.

dr Jacek Tomaszewski
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie
Katedra Rynków Kapitałowych

Streszczenie

Implementacja Dyrektywy MiFID w roku 2007 stworzyła na obszarze Unii Europejskiej podstawy prawne do tworzenia nowych platform zorganizowanego obrotu akcjami, alternatywnych wobec tradycyjnych giełd papierów wartościowych. Kolejne trzy lata przyniosły dynamiczny rozwój tego typu instytucji. Artykuł analizuje proces przesuwania się obrotu akcjami, zwłaszcza najbardziej płynnych europejskich spółek, w kierunku nowych platform obrotu, wskazując na główne przyczyny ich sukcesy: struktura własnościowa zapewniająca optymalne reakcje na oczekiwania uczestników obrotu, niskie koszty transakcyjne i „przyjazność” dla inwestorów z grupy „high frequency traders”, mających istotny wpływ na generowanie wysokiej płynności rynków. Artykuł wskazuje również, że fragmentacja rynku w następstwie powstania nowych platform nie tylko nie obniżyła płynności rynku akcji, ale i dostarczyła nowych bodźców konkurencyjnych, podnoszących efektywność europejskiego rynku akcji.

THE EMERGENCE OF ALTERNATIVE TRADING SYSTEMS AND ITS EFFECT ON THE ORGANIZED STOCK MARKET OF THE EUROPEAN UNION

Summary

The coming into force of the MiFID in 2007 has created within the EU legal background for the creation of new class of stock trading platforms, competing with traditional stock exchanges. The following three years witnessed dynamic expansion of these institutions. This paper depicts the process of shifting the trading in the most liquid European stocks towards these new trading venues, identifying key reasons of their success: ownership structure assuring best response to major market participants expectations, lowest transactions costs and their friendliness towards high frequency traders, who in turn are important liquidity providers. The paper also shows that market segmentation resulting from the emergence of MTF's not only hasn't harmed liquidity but provided new competitive stimulus increasing as a result overall quality of the European stock market.