

MAGDALENA MOSIONEK-SCHWEDA, MONIKA SZMELTER

magdams@ug.edu.pl, monika.szmelter@wp.pl

*Tendencje w zakresie funkcjonowania platform obrotu na rynku  
walutowym oraz kapitałowym*

---

Tendencies in Functioning of Trading Platforms at Foreign Exchange and Capital Market

**Słowa kluczowe:** rynek walutowy; rynek kapitałowy; wielostronne platformy obrotu

**Keywords:** foreign exchange market; capital market; multilateral trading facilities

**Kod JEL:** G15; G23; G24

## Wstęp

Rozwój rynków finansowych wiąże się ściśle z innowacjami w zakresie metod zawierania na nich transakcji. Bez postępu technologicznego w obszarze obrotu nie byłby możliwy napływ nowych inwestorów, dzięki którym rośnie wolumen przeprowadzanych transakcji. Wśród rynków finansowych to właśnie rynek walutowy i kapitałowy wyróżnia się pod względem rozwiązań mających na celu ułatwienie handlu ich uczestnikom. Ich architektura obrotu ewoluuje, powodując, że obok tradycyjnych sposobów zawierania transakcji inwestorzy mają do dyspozycji również nowoczesne kanały dostępu do przeprowadzania operacji finansowych. Na szczególną uwagę w tym zakresie zasługują platformy obrotu, których zasady funkcjonowania – w zależności od rodzaju rynku finansowego – są różne. Wybrane do badania segmenty rynku finansowego: rynek walutowy<sup>1</sup> i kapitałowy – w ogó-

---

<sup>1</sup> W artykule badaniu poddano światowy pozagiełdowy rynek walutowy.

le cechuje odmienny sposób handlu. Pierwszy z nich jest głównie rynkiem OTC (giełda jako miejsce obrotu odgrywa relatywnie marginalne znaczenie), natomiast na drugim dominuje obrót scentralizowany. Mimo tych zasadniczych różnic na obu pojawiają się nowe platformy obrotu. Celem artykułu jest dokonanie charakterystyki tego nowoczesnego kanału dostępu do handlu dla inwestorów i skonfrontowanie go z tradycyjnymi metodami oraz pokazanie różnic w zakresie funkcjonowania platform obrotu na rynku walutowym i kapitałowym. Jako metodę badawczą zastosowano analizę danych statystycznych dotyczących struktury obrotów w obu segmentach (przez pryzmat metod zawierania transakcji) i zasad działania największych globalnych platform obrotu. W niniejszym opracowaniu postawiono następującą hipotezę: tradycyjne metody zawierania transakcji na rynku walutowym i kapitałowym są systematycznie wypierane przez nowe techniki, wśród których najważniejszą staje się przeprowadzanie operacji finansowych za pomocą nowoczesnych platform obrotu.

## 1. Struktura światowego rynku walutowego ze względu na sposób zawierania transakcji

Postęp technologiczny niewątpliwie sprzyja rozwojowi metod zawierania transakcji na rynku walutowym. Można mówić wręcz o dużej różnorodności w tym zakresie, dzieląc przy tym kanały dostępu do operacji walutowych na tradycyjne i nowoczesne (tab. 1).

Tab. 1. Dostęp do rynku walutowego (metody zawierania transakcji walutowych)

Metody	Narzędzie dostępu	Obsługiwany segment rynku	Bezpośredni/pośredni (czyli za pośrednictwem osoby trzeciej) sposób uzgadniania warunków transakcji przez inwestorów
Tradycyjne	Telefon ( <i>customer direct</i> )	Klientowski	Bezpośredni
	Elektroniczny system komunikacyjny ( <i>inter-dealer direct</i> )	Głównie międzybankowy	Bezpośredni
	Broker głosowy ( <i>voice broker</i> )	Międzybankowy	Pośredni
Nowoczesne	Broker elektroniczny ( <i>electronic broking systems</i> )	Międzybankowy	Pośredni
	Platformy obrotu, których organizatorem jest strona transakcji ( <i>single-bank proprietary platforms</i> )	Klientowski i detaliczny	Bezpośredni
	Platformy obrotu, których organizatorem jest podmiot niebędący stroną transakcji ( <i>multibank dealing system</i> )	Głównie międzybankowy	Pośredni

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [BIS, 2011; BIS, 2014; NBP, 2014].

Handel na rynku walutowym jest zatem rozproszony pod względem technik zawierania transakcji, co potwierdzają wyniki badań forexu<sup>2</sup> (tab. 2). Na platformach obrotu w 2010 r. średnie dzienne obroty walutowe<sup>3</sup> ukształtowały się na poziomie 928 119 mln USD, a w kolejnym badaniu (w 2013 r.) było to już 1 298 784 mln USD, a więc odnotowano w ciągu trzech lat niemalże 40-procentowy wzrost wolumenu przeprowadzonych operacji walutowych. Wzrost aktywności dotyczył obu rodzajów platform – na platformach zarządzanych przez pojedyncze banki (lub ich grupy) w badanym okresie dynamika wzrostu osiągnęła poziom 41%, a w przypadku wielostronnych systemów obrotu to dodatkowo tempo było nieco niższe i wyniosło 39%. Udział obu rodzajów platform w światowym pozagieldowym handlu walutowym jest porównywalny – w kwietniu 2013 r. osiągnęły one odpowiednio udział w wysokości 13% i 12%. Ich rola w tworzeniu światowych obrotów walutowych zatem nieznacznie wzrosła w porównaniu do 2010 r. (tab. 2) [Żukowski, 2014, s. 103].

Tab. 2. Dzielne światowe pozagieldowe obroty walutowe w kwietniu 2010 i 2013 r. (w mln USD) oraz struktura rynku walutowego ze względu na metody zawierania transakcji walutowych (w %)

Narzędzie dostępu	2010 r.		2013 r.	
Telefon ( <i>customer direct</i> )	1 763 825	43%	2 371 571	46%
Elektroniczny system komunikacyjny ( <i>inter-dealer direct</i> )				
Broker głosowy ( <i>voice broker</i> )	656 852	16%	776 527	15%
Broker elektroniczny ( <i>electronic broking systems</i> )	774 934	19%	722 264	14%
Platformy obrotu, których organizatorem jest strona transakcji ( <i>single-bank proprietary platforms</i> )	470 452	11%	662 061	13%
Platformy obrotu, których organizatorem jest podmiot niebędący stroną transakcji, wielostronne systemy obrotu ( <i>multi-bank dealing system</i> )	457 667	11%	636 723	12%

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Szmelter, 2014, s. 682].

<sup>2</sup> Regularnie co trzy lata Bank Rozrachunków Międzynarodowych (BIS), współpracując z bankami centralnymi i instytucjami nadzorczymi poszczególnych krajów, przeprowadza kompleksowe badanie pozagieldowego rynku walutowego na świecie. Ostatnie dostępne wyniki pochodzą z badania zrealizowanego w kwietniu 2013 r. Wyniki badania z kwietnia 2016 r. będą dostępne na początku roku następnego (wstępne wyniki, opublikowane 1 września 2016 r., nie obejmują metod zawierania transakcji na rynku walutowym). Podmioty objęte badaniem to głównie banki, które stanowią najbardziej aktywne na rynku walutowym (czyli kreujące największe obroty) instytucje finansowe (tzw. kreatorzy rynku, *market-makerzy*). W projekcie BIS-u owi kreatorzy rynku zostali poproszeni m.in. o dostarczenie informacji o sposobach, za pomocą których zawierali operacje walutowe, w podziale na poszczególne ich rodzaje. W ramach projektów przeprowadzanych przez BIS w latach wcześniejszych takich danych nie zbierano, a więc analiza struktury rynku walutowego przez pryzmat metod zawierania transakcji jest możliwa wyłącznie w oparciu o dane zebrane, począwszy od kwietnia 2010 r.

<sup>3</sup> Rynek walutowy w artykule obejmuje następujące kategorie operacji walutowych: transakcje kasowe (*spot*), klasyczne swapy walutowe (*fx swap*), terminowe transakcje walutowe (*outright-forward*), opcje walutowe (*fx option*). Ze względu na odmienne traktowanie w badaniu BIS-u z 2010 r. rynku walutowego w porównaniu z projektem zrealizowanym w 2013 r., jako transakcja walutowa nie został uwzględniony *swap* walutowo-procentowy (*Currency Interest-Rate Swap* – CIRS).

Tab. 3. Dzielne światowe pozagieldowe obroty walutowe w kwietniu 2010 i 2013 r. na platformach obrotu (w mln USD i %)

	2010 r.		2013 r.	
<i>FX SWAP</i>				
Platformy pojedynczych banków	145 580	8%	271 109	12%
Wielostronne systemy obrotu	152 942	8%	268 329	12%
<i>SPOT</i>				
Platformy pojedynczych banków	227 733	14%	282 011	19%
Wielostronne systemy obrotu	231 199	15%	229 743	15%
<i>OUTRIGHT FORWARD</i>				
Platformy pojedynczych banków	84 614	17%	87 558	13%
Wielostronne systemy obrotu	69 329	14%	105 058	16%
<i>OPCJE WALUTOWE</i>				
Platformy pojedynczych banków	12 525	6%	21 383	6%
Wielostronne systemy obrotu	4 198	2%	33 593	10%

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Szmelter, 2014, s. 684].

Największe obroty na platformach *tradingowych* są realizowane w segmencie operacji *fx swap* (539 438 mln USD) i na rynku kasowym (511 754 mln USD), a zdecydowanie mniej przeprowadza się na nich transakcje *outright forward* i opcji walutowych. Największy udział w tworzeniu obrotów w danym segmencie rynku walutowego mają platformy w przypadku transakcji *spot*, *outright forward* oraz *fx swap*. Porównując poziom obrotów na platformach w przypadku poszczególnych rodzajów operacji walutowych w kwietniu 2010 oraz 2013 r., należy zwrócić uwagę na ich istotny wzrost w segmencie *fx swapów* – handel na platformach pojedynczych banków wzrósł aż o 86%, a w przypadku wielostronnych systemów obrotu o 75%.

## 2. Charakterystyka platform obrotu na światowym rynku walutowym

Wśród platform transakcyjnych dostępnych dla inwestorów na rynku walutowym można wyróżnić platformy należące do pojedynczych banków (lub kilku banków), na których inwestor zawiera transakcję z jej organizatorem (organizatorami), oraz platformy obrotu, których organizator sam nie angażuje się w operacje walutowe, a jedynie umożliwia handel walutowy inwestorom (wielostronne systemy dealerskie).

Platformy transakcyjne prowadzone przez pojedyncze banki są przede wszystkim wykorzystywane przez inwestorów instytucjonalnych, średnie i duże przedsiębiorstwa, ale również coraz częściej przez mniejsze podmioty i klientów detalicznych [NBP, 2015, s. 279]. W przypadku przedsiębiorstw stają się one wyraźną konkurencją dla tradycyjnego kanału dostępu, jakim jest telefon. W ten sposób banki ułatwiają podmiotom gospodarczym obrót walutowy, zarazem obniżając koszty tego typu operacji z klientami. Należy odróżnić platformy proponowane przez banki w ramach elektronicznej bankowości korporacyjnej od internetowych platform transakcyjnych przeznaczonych dla klientów detalicznych, prowadzonych przez

banki, które posiadają w swoich strukturach biura maklerskie (bardzo często organizują je również firmy inwestycyjne). Niezależnie od rodzaju platformy obrotu (dla klienta indywidualnego lub korporacyjnego) banki intensyfikują swoje wysiłki w celu ich rozwoju, proponując coraz większą ich funkcjonalność (m.in. możliwość zawierania różnego typu operacji walutowych – nie tylko tych najprostszych, np. NDF – *non-deliverable forward*, CFD – *contract for differences*, opcje walutowe) [NBP, 2015, s. 303].

Przykładami największych wielostronnych systemów dealerskich na świecie mogą być: FXall, Currenex oraz FX Connect [BIS, 2011, s. 35]. Organizatorem pierwszego z nich jest Thomson Reuters, natomiast w przypadku dwóch kolejnych – State Street [www.fxall.com; www.currenex.com; www.fxconnect.com]. Przykładowo FXall to platforma obrotu, która obsługuje około 1700 globalnych klientów instytucjonalnych (m.in. *asset managers*, *corporate treasurers*, *financial intermediary*, *hedge funds*) i umożliwia handel takimi instrumentami walutowymi, jak: *spot*, *outright forward*, *fx swap*, NDF oraz opcja na ponad 80 różnych parach walutowych. Oprócz instrumentów rynku walutowego na platformie dostępne są także dla inwestora transakcje na rynku metali szlachetnych oraz pieniężnym. Płynność obrotu zapewnia platformie ponad 160 instytucji (*providers*), którzy są kluczowymi *market-makerami* rynku walutowego. Użytkownik platformy, po wprowadzeniu do aplikacji parametrów transakcji, wysyła zapytanie o kwotowanie do wybranych banków (*relationship banks*), a uzyskawszy od nich informacje, wybiera partnera, który proponuje mu najlepszą cenę. Platforma, oprócz części służącej *stricte* do handlu, obejmuje również narzędzia umożliwiające śledzenie historii przeprowadzonych operacji walutowych oraz informacyjnych kwotowań [Thomson Reuters FXall...].

### 3. Rozwój paneuropejskich platform obrotu instrumentami finansowymi

Od kilkunastu lat na rynkach kapitałowych zachodzą dynamiczne zmiany determinujące funkcjonowanie ich uczestników, w tym zwłaszcza giełd papierów wartościowych, zajmujących przez wiele dekad pozycję monopolisty na rynkach krajowych, a także inwestorów otrzymujących nowe możliwości lokowania kapitału. Globalizacja, deregulacja i automatyzacja rynków finansowych, powstawanie nowych platform obrotu instrumentami finansowymi czy wreszcie pojawienie się coraz bardziej złożonych instrumentów inwestycyjnych zmieniły otoczenie rynkowe i wzmogły konkurencję na rynkach finansowych. Na rynkach europejskich zmiany te są obserwowane zwłaszcza od 2007 r., w efekcie wejścia w życie unijnej Dyrektywy o rynkach instrumentów finansowych (tzw. Dyrektywy MiFID), która umożliwiła tworzenie tzw. wielostronnych platform obrotu (*multilateral trading facilities* – MTF). W ciągu zaledwie kilku lat na zdominowanych dotychczas przez giełdy rynkach kapitałowych zaczęły pojawiać się platformy MTF zarządzane przez przedsiębiorstwa inwestycyjne oferujące obrót akcjami notowanymi na tradycyjnych

giełdach, zapewniające jednocześnie szybszy czas realizacji zleceń oraz niskie opłaty transakcyjne, skutecznie zagrażając monopolistycznej dotychczas pozycji tradycyjnych giełd papierów wartościowych. Giełdy zostały w ten sposób zmuszone do podjęcia działań przeciwdziałających utracie obrotów i przeniesieniu przez inwestorów zleceń na platformy MTF [Mosionek-Schweda, 2015, s. 139–140]. Działania te polegały na wzbogaceniu oferty przez oferowanie nowych instrumentów finansowych, obniżaniu opłat ponoszonych przez inwestorów, ale także na kupowaniu istniejących MTF-ów lub tworzeniu od podstaw nowych.

Według danych Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (European Securities and Markets Authority – ESMA) na koniec maja 2016 r. na terenie EOG funkcjonowało 149 platform obrotu papierami wartościowymi mających status MTF w rozumieniu Dyrektywy MiFID, zorganizowanych i zarządzanych zarówno przez giełdy, jak i przedsiębiorstwa inwestycyjne [European Securities and Markets Authority, 2016]. Połowa z tych platform MTF (aż 74) była zarejestrowana w Wielkiej Brytanii, w dalszej kolejności w Niemczech (15), we Włoszech (9), w Belgii (8) oraz we Francji (6). W bazie ESMA widnieją również trzy polskie platformy MTF: NewConnect (rynek obrotu instrumentami udziałowymi funkcjonujący od sierpnia 2007 r.) oraz dwa subrynki prowadzone przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. wspólnie z BondSpot S.A. w ramach systemu obrotu instrumentami dłużnymi Catalyst (działającego od września 2009 r.).

Cechą charakterystyczną platform MTF jest organizowanie obrotu instrumentami finansowymi, dla których pierwotnym rynkiem notowania jest jedna z tradycyjnych giełd papierów wartościowych, umożliwiając inwestorom dostęp do wielu rynków giełdowych za pomocą jednej platformy. Są one zatem bezpośrednim konkurentem krajowych giełd w walce o organizację obrotu najbardziej atrakcyjnymi instrumentami finansowymi [Tomaszewski, 2011, s. 515]. Mimo krótkiej historii funkcjonowania MTF-y (pierwsza paneuropejska platforma Chi-X powstała w 2007 r.) bardzo szybko stały się integralną częścią europejskich rynków finansowych, odpowiedzialną za około 25–30% wartości i wolumenu obrotu instrumentami udziałowymi (tab. 4). W styczniu 2009 r. największe obroty na europejskim rynku akcji osiągnęły trzy giełdy: NYSE Euronext, London Stock Exchange i Deutsche Börse. Rok później na drugiej pozycji w tym zestawieniu znalazła się platforma Chi-X, która zwiększyła w tym okresie wartość obrotów z 44 mld euro do 108 mld euro, podczas gdy na giełdach obroty zmniejszyły się wówczas średnio o 5%. Dwie kolejne platformy MTF: Bats Europe i Turquoise, z obrotami odpowiednio 30 mld euro i 20 mld euro, znalazły się na dziewiątym i dziesiątym miejscu wśród 27 europejskich rynków [Uraziński, 2010]. Z kolei według danych z kwietnia 2016 r. na Bats Europe wygenerowano obroty o wartości 191 159 mln euro. Na drugiej pozycji znalazła się grupa LSE (164 388 mln euro), na trzeciej – Euronext (129 621 mln euro), a następnie kolejna platforma MTF – Turquoise, osiągając obroty w wysokości 104 639 mln euro [Federation of European Securities Exchanges, 2016].



Tab. 4. Udział giełd i platform MTF w wartości i wolumenie obrotu akcjami na giełdach w Europie według stanu na dzień 31 maja 2016 r. (w %)

Rynek	Giełda krajowa		Bats Europe		Turquoise		Aquis Exchange	
	Wartość	Wolumen	Wartość	Wolumen	Wartość	Wolumen	Wartość	Wolumen
Londyn	66,38	68,53	16,81	15,53	9,34	9,08	0,60	0,49
Frankfurt	66,08	68,30	18,56	17,39	9,35	8,15	0,61	0,61
Paryż	65,56	69,27	16,58	14,30	9,93	8,51	0,42	0,35
Zurych	71,34	70,00	16,44	17,37	5,48	6,46	1,63	1,31
Mediolan	77,90	79,98	10,21	9,89	5,52	4,59	1,27	1,17
Amsterdam	67,18	67,99	17,46	16,86	9,11	8,42	0,78	0,63
Madryt	68,66	72,86	20,28	17,42	7,06	6,36	0,30	0,38
Sztokholm	65,67	74,94	17,47	12,76	8,23	5,86	1,27	0,88
Kopenhaga	73,73	81,67	11,30	8,61	9,75	6,66	0,68	0,31
Bruksela	69,23	72,50	14,70	13,84	7,28	7,33	1,00	0,60
Helsinki	62,63	66,94	19,11	16,30	8,68	6,37	2,29	4,27
Oslo	76,59	86,82	10,26	6,40	6,27	3,38	0,55	0,25
Wiedeń	79,72	82,06	7,95	6,66	6,17	4,70	–	–
Lizbona	77,70	93,21	11,06	3,66	7,42	2,08	0,69	0,13
Dublin	83,19	87,08	5,91	3,45	7,10	4,96	–	–

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Bats Global Markets].

W tab. 4 przedstawiono przykładowe dane dotyczące wartości i wielkości wolumenu obrotu akcjami, generowane na europejskich giełdach przez wybrane paneuropejskie platformy MTF. Największą pod tym względem platformą MTF jest Bats Europe (działająca od 31 października 2008 r.), która stała się liderem wśród MTF-ów dzięki połączeniu w listopadzie 2011 r. z konkurencyjną platformą Chi-X Europe, będącą nie tylko pierwszym paneuropejskim wielostronnym systemem obrotu instrumentami finansowymi w rozumieniu Dyrektywy MiFID, ale również wówczas największym. Platforma Chi-X Europe została założona w marcu 2007 r. przez firmę brokerską Instinet. Wkrótce udziały w platformie objęło konsorcjum, w skład którego weszły takie instytucje finansowe, jak: BNP Paribas, Citadel, Citigroup, Credit Suisse, Fortis, GETCO Europe Ltd., Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Optiver, Société Générale oraz UBS. Rozwój Chi-X Europe był niezwykle dynamiczny – platforma oferowała dostęp do ponad 1300 instrumentów finansowych notowanych na 15 narodowych giełdach, stając się w 2010 r. największym zorganizowanym systemem obrotu. Transakcja kupna przez Bats Global Markets (operatora Bats Europe) udziałów w Chi-X Europe została sfinalizowana 30 listopada 2011 r. [Mosionek-Schweda, 2015, s. 143]. Obecnie Bats Europe oferuje dostęp do ponad 4500 instrumentów finansowych notowanych na 15 europejskich giełdach papierów wartościowych (wskazanych w tab. 4).

Drugą pod względem wielkości i wartości obrotów akcjami na rynku europejskim jest powstała również w 2008 r. (15 sierpnia) platforma Turquoise. Jej organizatorem było konsorcjum dziewięciu banków inwestycyjnych: BNP Paribas, Citi, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Société

Générale oraz UBS. W grudniu 2009 r. 60% udziałów platformy przejęła londyńska giełda papierów wartościowych (40% udziałów pozostało w rękach dotychczasowych właścicieli) [BBC News, 2009]. Turquoise oferuje dostęp do ponad 4300 instrumentów finansowych notowanych zarówno na europejskich, jak i amerykańskich rynkach finansowych. Poza akcjami możliwy jest tu obrót funduszami ETF (*Exchange Traded Funds*), globalnymi kwitami depozytowymi (*Global Depositary Receipts*), amerykańskimi kwitami depozytowymi (*American Depositary Receipts*) itp. Warto dodać, że od 5 października 2015 r. inwestorzy mają również możliwość handlowania na tej platformie akcjami spółek z polskiego indeksu giełdowego WIG30 [London Stock Exchange Group, 2016].

Udział trzeciej zaprezentowanej w tab. 4 platformy MTF w obrotach instrumentami finansowymi na europejskim rynku kapitałowym nie jest już tak znaczący, jak Bats czy Turquoise, jednak warto o niej wspomnieć w kontekście warszawskiej GPW, która jest jednym z udziałowców Aquis Exchange. Platforma ta powstała w październiku 2012 r., przy czym działalność operacyjną rozpoczęła rok później, w listopadzie 2013 r. Warto dodać, iż założycielem Aquis Exchange był Alasdair Haynes, który w latach 2009–2012 pełnił funkcję prezesa Chi-X Europe. Wśród powodów stworzenia kolejnej wielostronnej platformy obrotu wskazywano dążenie do przełamania swoistego duopolu na europejskim rynku akcji, na którym 90% obrotu jest generowane przez tradycyjne giełdy i największą paneuropejską platformę MTF powstałą na skutek procesów konsolidacyjnych Bats i Chi-X Europe [Aquis Exchange, 2016a]. Aquis Exchange umożliwia obecnie obrót akcjami około 540 spółek z 13 europejskich rynków (Belgii, Danii, Finlandii, Francji, Hiszpanii, Holandii, Niemiec, Norwegii, Portugalii, Szwecji, Szwajcarii, Włoch i Wielkiej Brytanii). Docelowo platforma planuje oferować akcje ponad 1,2 tys. spółek z 14 zachodnioeuropejskich rynków, nie przewiduje jednak rozszerzenia oferty o podmioty z rynku polskiego. Cechą wyróżniającą Aquis Exchange od innych platform MTF ma być przede wszystkim innowacyjny system pobierania opłat, oparty na abonamencie, a nie – tak jak na większości rynków – na opłacie uzależnionej od wolumenu obrotu [Aquis Exchange, 2016a].

Starania warszawskiej giełdy w zakresie objęcia akcji Aquis Exchange Limited rozpoczęły się w 2013 r. jeszcze przed uruchomieniem platformy. Ostatecznie w lutym 2014 r. GPW S.A. sfinalizowała wartość 5 mln GBP transakcję nabycia 384 025 akcji Aquis Exchange, dającą prawo do 30% głosów na walnym zgromadzeniu oraz taki sam udział w zyskach spółki [GPW S.A., 2014]. Zaangażowanie GPW w Aquis Exchange jest wyrazem realizacji długoterminowej strategii giełdy, której celem jest zwiększenie dywersyfikacji źródeł przychodów GPW, wzmocnienie jej marki i pozycji na międzynarodowych rynkach finansowych oraz dalsze umacnianie jej roli jako wiodącego ośrodka finansowego w regionie Europy Środkowej i Wschodniej [GPW S.A., 2013]. Dość krótki okres funkcjonowania Aquis uniemożliwia dokonanie jednoznacznej oceny efektywności tej inwestycji. Niemniej udział tej platformy w europejskim rynku akcyjnym stopniowo rośnie. W grudniu 2014 r. obroty na Aquis osiągnęły wartość niespełna 1,4 mld euro, natomiast w marcu 2016 r. już ponad 8,5



mld euro i był to dotychczas najlepszy wynik. Najwięcej obrotów generują transakcje zawarte na instrumentach notowanych na giełdach w Londynie, Zurychu, Mediolanie i Frankfurcie (w marcu 2016 r. było to odpowiednio: 2,1 mld euro, 1,8 mld euro, 1,1 mld euro, 1,0 mld euro) [Aquis Exchange, 2016b].

## Podsumowanie

Wyniki badań światowego rynku walutowego przeprowadzone w kwietniu 2010 i 2013 r. wskazują na porównywalną do innych kanałów dostępu rolę platform obrotu w tworzeniu światowych obrotów walutowych – ich łączny udział w rynku w kwietniu 2013 r. wyniósł 25%, z czego 13% obrotów zostało zrealizowanych na platformach indywidualnych banków (lub grup banków), a 12% w ramach wielostronnych systemów obrotu. Znaczenie obu platform na światowym rynku walutowym rośnie – odnotowuje się zarówno wzrost realizowanych na nich obrotów (o 40% w kwietniu 2013 r. w stosunku do 2010 r.), jak i udziału w rynku walutowym (o 3 p.p.). Ponad 1/3 transakcji *spot* (34%) w kwietniu 2013 r. została zawarta za pośrednictwem platform obrotu, podobny wskaźnik udziału w rynku osiągnęły platformy obrotu w przypadku segmentu *outright forward* (29%). W badanym okresie niemal 1/4 operacji typu *fx swap* inwestorzy globalni dokonali za pośrednictwem platform obrotu.

Dla inwestorów rynku walutowego dostępne są dwa rodzaje platform obrotu. Na pierwszej z nich uczestnicy forexu handlują z jej organizatorem-bankiem (lub ich grupą), z kolei drugi rodzaj platformy, tj. wielostronny system obrotu, umożliwia zawieranie transakcji z różnymi instytucjami, które pełnią rolę dostawcy płynności.

Wielostronne systemy obrotu instrumentami udziałowymi w krótkim czasie stały się również poważnym zagrożeniem dla giełd narodowych, które przez długie lata utrzymywały monopolistyczną pozycję na rynkach krajowych. Najbardziej narażone na utratę obrotów są rynki, na których dominują inwestorzy zagraniczni. Dla nich bowiem niższe koszty zawierania transakcji i szybsze systemy transakcyjne, zatem przewagi konkurencyjne platform MTF, stanowią dużą zachętę do przeniesienia zleceń z giełdowych parkietów na platformy alternatywne. W ostatnim czasie można również zaobserwować coraz większe zainteresowanie platform MTF rynkami Europy Środkowo-Wschodniej – w pierwszych latach swojego funkcjonowania skupiały się na głównych rynkach zachodnioeuropejskich. Rosnące zagrożenie utraty obrotów na rzecz MTF, ale również zaostrożona w ostatnich latach konkurencja między giełdami, dostrzegalne jest też w działaniach podejmowanych przez warszawską giełdę celem przeciwdziałania marginalizacji polskiego parkietu.

Na podstawie przeprowadzonych w niniejszym opracowaniu analiz można pozytywnie zweryfikować postawioną hipotezę, iż tradycyjne metody zawierania transakcji na rynku walutowym i kapitałowym są systematycznie wypierane przez nowe techniki, wśród których najważniejszą staje się przeprowadzanie operacji finansowych za pomocą nowoczesnych platform obrotu.

## Bibliografia

- Aquis Exchange, *About Us*, 2016a, [www.aquis.eu/company/about-us](http://www.aquis.eu/company/about-us) [data dostępu: 02.06.2016].
- Aquis Exchange, *Monthly Statistics*, 2016b, [www.aquis.eu/statistics](http://www.aquis.eu/statistics) [data dostępu: 02.06.2016].
- Bats Global Markets, *Market Share*, [www.batstrading.co.uk/market\\_data/market\\_share/market/all/2016-05-31](http://www.batstrading.co.uk/market_data/market_share/market/all/2016-05-31) [data dostępu: 06.06.2016].
- BBC News, *LSE Reveals Takeover of Turquoise*, 2009, <http://newsvote.bbc.co.uk/2/hi/business/8423955.stm> [data dostępu: 06.06.2016].
- BIS, *Triennial Central Bank Survey Global Foreign Exchange Market Turnover in 2010*, Basel 2011, [www.bis.org](http://www.bis.org) [data dostępu: 06.06.2016].
- BIS, *Triennial Central Bank Survey Global Foreign Exchange Market Turnover in 2013*, Basel 2014, [www.bis.org](http://www.bis.org) [data dostępu: 06.06.2016].
- Currenex, [www.currenex.com](http://www.currenex.com) [data dostępu: 06.06.2016].
- Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca Dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i Dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca Dyrektywę Rady 93/22/EWG (Dz. U. UE, 30 kwietnia 2004 r.).
- European Securities and Markets Authority, *Register: Multilateral Trading Facilities*, 2016, [http://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma\\_registers\\_mifid\\_mtf](http://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_mtf) [data dostępu: 02.06.2016].
- Federation of European Securities Exchanges, *European Equity Market Report*, April 2016, [www.fese.eu/statistics-market-research/european-equity-market-report](http://www.fese.eu/statistics-market-research/european-equity-market-report) [data dostępu: 01.06.2016].
- FXall, [www.fxall.com](http://www.fxall.com) [data dostępu: 06.06.2016].
- Fxconnect, [www.fxconnect.com](http://www.fxconnect.com) [data dostępu: 06.06.2016].
- GPW S.A., *Aquis Exchange partnerem biznesowym GPW*, komunikat prasowy z dnia 19 sierpnia 2013 r., [www.gpw.pl/wydarzenia/?ph\\_tresc\\_glowna\\_start=show&ph\\_tresc\\_glowna\\_cmn\\_id=51099](http://www.gpw.pl/wydarzenia/?ph_tresc_glowna_start=show&ph_tresc_glowna_cmn_id=51099) [data dostępu: 04.06.2016].
- GPW S.A., *Nabycie akcji Aquis Exchange Limited*, Raport bieżący nr 2/2014, [www.gpw.pl/raport\\_biezaczy?geri\\_id=276](http://www.gpw.pl/raport_biezaczy?geri_id=276) [data dostępu: 04.06.2016].
- London Stock Exchange Group, *Trading Polish Securities on Turquoise*, 2016, [www.lseg.com/turquoise/polish-securities](http://www.lseg.com/turquoise/polish-securities) [data dostępu: 02.06.2016].
- Mosionek-Schweda M., *Wpływ wielostronnych platform obrotu na funkcjonowanie europejskiego rynku kapitałowego*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2015, t. 1, nr 74.
- NBP, *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2014 r.*, Warszawa 2015.
- NBP, *Wyniki badania obrotów w kwietniu 2013 r. na krajowym rynku walutowym i rynku pozagieldowych instrumentów pochodnych*, Warszawa 2014.
- Szmelter M., *Metody zawierania transakcji na światowym rynku walutowym*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2014, nr 67.
- Thomson Reuters *FXall Leading Trading and Workflow Solutions*, [www.financial.thomsonreuters.com](http://www.financial.thomsonreuters.com) [data dostępu: 06.06.2016].
- Tomaszewski J., *Wpływ rozwoju alternatywnych systemów obrotu na strukturę rynku akcji w obszarze Unii Europejskiej*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2011, nr 37.
- Uraziński G., *Nowe platformy zaczynają kasać giełdy*, „Forbes” 2010, nr 3.
- Żukowski P., *Rynek walutowy jako przykład rynku wirtualnego*, „Nauki o Finansach. Financial Sciences” 2014, nr 1 (18).

### **Tendencies in Functioning of Trading Platforms at Foreign Exchange and Capital Market**

The development of the financial markets is closely related to the innovation in methods of concluding financial transactions. The inflow of new investors, who are responsible for increasing in the number of transactions, would not be possible without technological progress in the area of market volume. Among the financial markets, these are the foreign exchange market and capital market that outstand in terms of solutions aimed at facilitating trade to their participants. Their architecture is evolving, causing that beyond the traditional ways of making transaction, investors are also provided with modern channels to carry out financial operations. This paper aims to characterise such new channels and confront them with traditional methods, as well as to show the differences in the functioning of the trading platforms on the foreign exchange market and capital market. Analysis of statistical data on the structure of turnover in both markets and the principles of the largest global trading platform was used as the research method.

### **Tendencje w zakresie funkcjonowania platform obrotu na rynku walutowym oraz kapitałowym**

Rozwój rynków finansowych wiąże się ściśle z innowacjami w zakresie metod zawierania na nich transakcji. Bez postępu technologicznego w obszarze obrotu nie byłby możliwy napływ nowych inwestorów, dzięki którym rośnie wolumen przeprowadzanych transakcji. Wśród rynków finansowych to właśnie rynek walutowy i kapitałowy wyróżniają się pod względem rozwiązań mających na celu ułatwienie handlu ich uczestnikom. Ich architektura obrotu ewoluje, powodując, że obok tradycyjnych sposobów zawierania transakcji inwestorzy mają do dyspozycji również nowoczesne kanały dostępu do przeprowadzania operacji finansowych. Celem artykułu jest dokonanie charakterystyki takich kanałów i skonfrontowanie ich z tradycyjnymi metodami oraz pokazanie różnic w zakresie funkcjonowania platform obrotu na rynku walutowym i kapitałowym. Jako metodę badawczą zastosowano analizę danych statystycznych dotyczących struktury obrotów w obu segmentach oraz zasad działania największych globalnych platform obrotu