

## GIELDY NIEMIEC W GOSPODARCE ŚWIATOWEJ

W 1994 r. na polskim rynku wydawniczym pojawiła się bardzo ważna książka *Kapitalizm kontra kapitalizm*. Ta głośna już wówczas praca, która trzy lata wcześniej ukazała się nad Sekwaną, wyszła spod pióra Michela Alberta, byłego Komisarza Generalnego i zarazem Dożywotniego Członka Sekretariatu Francuskiej Akademii Nauk Moralnych i Politycznych. Była to praca *de facto* prekursorska, bowiem do początków lat 90. poprzedniego stulecia takie pozycje należały do wyjątków<sup>1</sup>.

*Kapitalizm kontra kapitalizm* to syntetyczne studium, w którym autor przeciwstawił (umowną) konstrukcję „kapitalizmu japońsko-niemieckiego” („nadreńskiego” lub „alpejskiego”) „modelowi anglosaskiemu” („neoamerykańskiemu”), pisząc o dwóch różnych systemach wartości, które są „odmienne w kwestiach miejsca człowieka w przedsiębiorstwie, miejsca rynku w społeczeństwie i roli porządku prawnego w międzynarodowej ekonomii. (...) Jeden z nich, neoamerykański opiera się na sukcesie indywidualnym i krótkoterminowym zysku finansowym. Drugi nadreński, wyznaczony przez Niemcy, zawiera wiele podobieństw do kapitalizmu japońskiego: ceni sobie sukces zbiorowy, *consensus* i zyski w dłuższym terminie<sup>2</sup>.

Genezy owego zróżnicowania upatrywać należy w początkach kształtowania się dwóch europejskich systemów ubezpieczeniowych, posiadających zupełnie dwa odmienne źródła – alpejskie i morskie.

W XVI w. mieszkańcy wysoko położonych dolin Alp zaczęli organizować pierwsze towarzystwa wzajemnej pomocy. Z tej właśnie „alpejskiej” tradycji wzięły swój początek wspólnotowe instytucje ubezpieczeń i pomocy społecznej: cechy, korporacje, syndykaty poszczególnych zawodów, ruchy samopomocowe. W optyce alpejskiej ryzyko ponoszone jest wspólnie, co oznacza, że koszty są względnie niezależne od prawdopodobieństwa wystąpienia szkody. Autor *Kapitalizmu przeciw kapitalizmowi* jako też ubezpieczeniowy praktyk, a zarazem i doradca rządu V Republiki, podkreśla, że mamy w tym przypadku do czynienia z „solidarnością”, a nawet „redystrybucją” w obrębie wspólnoty. Tradycja ta utrzymuje się do dziś na obszarze geograficznym, na którym powstała, tj. w: Szwajcarii, Niemczech oraz w Austrii i w północnych Włoszech, a dalej, w krajach o porównywalnej wrażliwości w tej dziedzinie, na przykład w Japonii.

Nieprzypadkowo reasekuracja, czyli działalność oparta na zasadzie optymalnego bezpieczeństwa i jego trwałości, obrała sobie za stolice dwa miasta Alp: Monachium i Zürich. To właśnie tam mają swoje siedziby giganci globalnej reasekuracji: *Münchener Rück* oraz *Swiss Re*. Z drugiej strony Alp, u ich podnóża w Trieście mieści się dyrekcja *Assicurazioni Generali*, największego włoskiego koncernu ubezpieczeniowego. Monachium, Zürich i Triest są więc stolicami modelu, którego historia i geografia określają w dosłownym sensie jako alpejski.

Drugi rodzaj ubezpieczeń znajduje swą genezę na morzu. Jest to efekt bodmerii (od niem. *Bodmerei*, czyli pożyczki zaciągniętej pod zastaw statku, części jego wyposażenia lub przewożonego ładunku). Pierwotnie operacje takie obejmowały głównie weneckie lub geneueńskie statki handlowe, by z czasem trafić na wielce dla

<sup>1</sup> T. Kowalik, *Zróżnicowanie i konwergencja ustrojowa w Unii Europejskiej. Czy gospodarki europejskie powinny się amerykańizować?*, w: W. Bieńkowski, M.J. Radło (red.) *Amerykański model rozwoju gospodarczego*, Warszawa, s. 312.

<sup>2</sup> M. Albert, *Kapitalizm kontra kapitalizm*, Kraków 1994, s. 26.

nich podatny grunt brytyjski. Bodmeria rozwinęła się tam z wielką dynamiką (zwłaszcza w londyńskiej kawiarni Lloyda), w związku z ubezpieczeniami dla przewożonej drogą morską herbaty.

Jest to filozofia zgoła odmienna od „alpejskiej”, gdyż priorytetem nie jest zarządzanie ryzykiem. Nie dba się też o solidarność i redystrybucję, na pierwszym miejscu jest maksymalne oszacowanie prawdopodobieństwa występowania ryzyka. W rezultacie znacznie bliżej do instytucjonalnej negacji więzi społecznych, niż jej „alpejsko-nadreńskiej” afirmacji<sup>3</sup>.

W późniejszych pracach poświęconych problematyce typologii współczesnych gospodarek rynkowych, spotkać można wyraźną kontynuację podziału nakreślonego przez M. Alberta. Skłaniać to może do tezy, że układ przez niego zaproponowany stanowił swoistą kanwę do dalszych przemysłów. Najbliższa temu jest chyba koncepcja dualistyczna autorstwa P.A. Halla i D. Sockicea. Na podstawie obserwacji okresu 1961-1998, stosując trzy podstawowe kryteria porównawcze: stopę wzrostu PKB, dochód *per capita* oraz stopę bezrobocia dokonali oni podziału na dwie podstawowe grupy gospodarek narodowych. Gospodarki liberalne: USA, Wielka Brytania, Kanada, Nowa Zelandia i Irlandia oraz gospodarki koordynowane: Niemcy, Szwajcaria, Austria, Belgia, Holandia, Szwecja, Norwegia, Dania i Finlandia oraz Japonia<sup>4</sup>. Nieco szersze *spectrum* znaleźć można w polskim piśmiennictwie ekonomicznym, np. u W. Wilczyńskiego. Obok neoliberalnych gospodarek rynkowych, wiązanych głównie z USA, socjaldemokratycznie korygowanych (Szwecja, Francja itd.), wyszczególnia także społeczną gospodarkę rynkową (identyfikowaną pod względem wzorca z niemiecką *soziale Marktwirtschaft*) oraz gospodarkę rynkową „azjatyckich tygrysów” (krajów Azji Południowowschodniej)<sup>5</sup>.

Z kolei w pracach K. Aigingera i A. Gugera obowiązuje klasyfikacja składająca się z pięciu podstawowych rodzajów gospodarek, obejmujących: model skandynawski (Dania, Finlandia, Norwegia i Szwecja plus Holandia), model kontynentalny (Niemcy, Austria, Włochy, Francja i Belgia), model śródziemnomorski (Grecja, Hiszpania, Portugalia) i dwie mutacje modelu anglosaskiego. Europejską, czyli Wielką Brytanię i Irlandię, i zamorską: Stany Zjednoczone, Kanada, Australia i Nowa Zelandia<sup>6</sup>.

W Polsce autorem, do którego ostatnio chętnie odwołują się ekonomiści zajmujący się tą problematyką jest B. Amablea, autor pracy *The Diversity of Modern Capitalism*. Jest ono szczególnie ważne w kontekście bardzo potrzebnej Polsce rzetelnej dyskusji o różnych modelach kapitalizmu<sup>7</sup>. Odwołując się do pięciu kluczowych zmiennych: konkurencji na rynku produktów, relacji siła robocza – płace i instytucji rynku pracy, sektora pośrednictwa finansowego i nadzoru właścicielskiego, ochrony socjalnej i państwa opiekuńczego wraz z sektorem edukacji, B. Amable określił dla Starego Kontynentu cztery „typy kapitalizmu” mające swoje desygnaty na terenie Unii Europejskiej<sup>8</sup>. Są nim: rynkowy (Wielka Brytania), socjaldemokratyczny (Dania, Finlandia, i Szwecja), śródziemnomorski

<sup>3</sup> *Ibidem*, s. 99-101.

<sup>4</sup> P.A. Hall, D. Sockice, *Variantes of capitalism. The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, Oxford 2001, s. 20.

<sup>5</sup> W. Wilczyński, *Rynek i pieniądz u progu XXI wieku*, Poznań 2000, s. 24-25.

<sup>6</sup> K. Aiginer, A. Guner, *The European Socio-economic Model. Differences to the USA and Changes Over Time*, Wien, October 2005, s. 14.

<sup>7</sup> A. Wojtyna, *Model szwedzki ma jednak szanse*, „Rzeczpospolita” 26 VI 2006.

<sup>8</sup> B. Amable, *The Diversity of Modern Capitalism*, Oxford, s. 102.

(Hiszpania, Grecja, Portugalia, Włochy) i zróżnicowany system kontynentalny (Niemcy, Austria, Francja, Belgia, Holandia oraz Irlandia)<sup>9</sup>.

Badania z zakresu analizy porównawczej systemów gospodarczych podkreślają, że wpływ pośrednictwa finansowego jako determinanty modelowej jest praktycznie trudny do przecenienia. Specyficzne cechy systemów finansowych, jako dyspozytorów przepływu strumieni zasobów finansowych między niefinansowymi podmiotami gospodarczymi, sięgają tak szerokiego zakresu rozwiązań istniejących w sferze organizacji i funkcjonowania społeczeństw, że coraz częściej mówi się o ich oddziaływaniu właśnie w kontekście występowania różnych odmian gospodarki rynkowej.

W pewnym momencie rozwoju gospodarki kapitalistycznej wykształciły się też dwa podstawowe rodzaje systemów finansowych. System zorientowany bankowo, którego faktycznym synonimem jest model nadreński (alpejski) oraz system, w którym rynki finansowe są silnie konkurencyjne w stosunku do sektora bankowego i pełnią ważną rolę w redystrybucji środków finansowych w gospodarce. Empirycznymi odpowiednikami tego drugiego są gospodarki modelu anglosaskiego (angloamerykańskiego).

W systemie zorientowanym bankowo, tzw. bankokracjach następuje koncentracja władzy gospodarczej w rękach stosunkowo wąskiej grupy instytucji bankowo-ubezpieczeniowych. Rola rynków kapitałowych jest tutaj znacznie mniejsza. W przypadku systemów zorientowanych na rynki papierów wartościowych, banki w dalszym ciągu są podstawowym i największym pośrednikiem finansowym, lecz rola giełdy jest bardzo znaczna.

Nakreślone powyżej rozwiązania modelowe uwypuklają to, co L. Balcerowicz nazywa efektem tzw. praw spójności systemów gospodarczych. Powodujących, mówiąc obrazowo, że jedne rozwiązania systemowe się nawzajem „przyciągają”, a inne „odpychają”<sup>10</sup>. Przenosząc te spostrzeżenia na giełdowy rynek papierów wartościowych dostrzegamy, że instytucje tak kapitalizmu nadreńskiego (alpejskiego), jak i anglosaskiego wyprofilowano adekwatnie do ich otoczenia systemowego.

Do lat 90. minionego wieku wyszczególnić można było dwa podstawowe, charakterystyczne systemy organizacji i funkcjonowania giełd papierów wartościowych. Zasadnicza linia podziału przebiegała w obszarach dotyczących form prawnych, zakresu ingerencji głównych ośrodków decyzyjnych, form nabywania członkostwa i uczestnictwa giełdy oraz w kwestiach dotyczących sposobu ustalania cen i obrotu papierami wartościowymi. Giełdy kontynentalnej części Europy, a zwłaszcza te działające na obszarach największych gospodarek narodowych, jak Niemcy i Francja były instytucjami prawnopublicznymi, tj. powołanymi na mocy określonego organu administracji. Państwo odpowiadając m.in. za *gros* zagadnień organizacyjnych (struktury, regulacje) desygnowało do ich władz swoich komisarzy – urzędników. W Niemczech faktycznym partnerem państwa, w sprawowaniu kontroli i wprowadzaniu regulacji nad rynkiem, były tamtejsze banki. Przywileje i uprawnienia sektora bankowego wyrażały się m.in. w tym, że tylko one mogły być członkami giełdy. Liczba członków giełdy jest najczęściej nieograniczona. Członkostwa giełdy nie należałoby w tym przypadku utożsamiać z prawem do dokonywania na niej transakcji. Te często mogły być bowiem realizowane za pośrednictwem desygnowanych i zaprzysiężonych przez państwo maklerów. Fakt ten interpretowa-

<sup>9</sup> T. Kowalik, *op. cit.*, 312.

<sup>10</sup> L. Balcerowicz, *Systemy gospodarcze. Elementy analizy porównawczej*, Warszawa, 1989, s. 8.

no często w ten sposób, że takim rynkiem stymulują nie niezależni specjaliści z firm brokerskich i dealerskich, lecz urzędnicy<sup>11</sup>.

W krajach anglosaskich giełdy ukonstytuowały się jako instytucje prywatno-prawne, powstałe z oddolnej inicjatywy ludzi i zinstytucjonalizowanych podmiotów gospodarczych, zainteresowanych dokonywaniem operacji gospodarczych na rynku giełdowym. Ich działalność oparta została na ogólnych normach prawa handlowego i cywilnego. Aspekt komercyjności giełdy jako spółki akcyjnej polegał wówczas na tym, iż wypracowywane zyski nie tyle były konsumowane przez akcjonariuszy, lecz służyły finansowaniu szeroko rozumianego rozwoju takiej instytucji. Tym samym dyskontowanie dochodów z tytułu posiadanych praw własności przewidziane było głównie w kontekście rozwiązania giełdy i podziału jej majątku, proporcjonalnie do ilości posiadanych udziałów, tj. praw własności. Inną, nie mniej istotną, cechą giełdy – spółki jest przeniesienie akcentów z własności na członkostwo, którym się dysponuje. Na największej na świecie Nowojorskiej Giełdzie Papierów Wartościowych (*New York Stock Exchange – NYSE*) przyjęto, że liczba członków jest ograniczona, od 1953 r. ustalono ją na 1366 miejsc. Miejsce na giełdzie (tzw. krzesło) stało się przedmiotem handlu samego w sobie, ponadto podlegać mogło także leasingowi na okres 3 lat. Podstawowym przywilejem członków giełdy była możliwość bezpośredniego uczestnictwa w obrocie giełdowym. Poza Stanami Zjednoczonymi takie rozwiązania przyjęto np. w: Kanadzie, Singapurze, Hongkongu, Australii i Nowo Zelandii, co nadało im cech modelowej anglosaskiej własności. Dwa wymienione tutaj azjatyckie państwo – miasta ostrzegając należy jako obszary byłych kolonii brytyjskich<sup>12</sup>.

W latach 90. poprzedniego wieku, a w szczególności w drugiej ich połowie, życie giełdowe na świecie poddane zostało nowym wyzwaniom. Przeobrażenia te były na ogół pochodnymi zmian w gospodarce światowej, jednak niemała ich część to również rezultat czynników zdecydowanie endogenicznych. Zjawiska takie dostrzec można było w Niemczech, dla których minioną dekadę ze względu na dodatkowe problemy zjednoczeniowe, była zupełnie bezprecedensowa. Niemiecki system publicznego rynku papierów wartościowych składa się z jednej giełdy centralnej, mającej międzynarodowe znaczenie oraz giełd lokalnych. Do ubiegłej dekady oprócz Frankfurtu nad Menem swoje giełdy papierów wartościowych miały także: Berlin, Hamburg, Brema, Düsseldorf, Hanower, Stuttgart i Monachium. Model z jedną zdecydowanie wiodącą w skali kraju giełdą i rynkami regionalnymi to nie tylko osobliwość niemieckiego rynku kapitałowego. W Europie system taki ukształtował się też m.in. we Francji, Hiszpanii, Włoszech czy Szwajcarii. Warto tutaj zaznaczyć, że nie jest to też „koncepcja kontynentalna”, ale rozwiązanie „uniwersalne”, obecne w szczególnie rozwiniętej postaci, chociażby w Ameryce Północnej. Przy okazji można stwierdzić, że w ogóle mało się eksponuje fakt, że giełdy papierów wartościowych w Stanach Zjednoczonych to nie tylko *Big Board*, czyli *New York Stock Exchange* i elektroniczny obrót papierami w ramach *NASDAQ* (ang. *National Association of Securities Dealers Automated Quotation System*). To także ta mniejsza z nowojorskich giełd, tzn. *AMEX* (*American Stock Exchange*) oraz lokalne rynki Bostonu (*Boston Stock Exchange*), Filadelfii (*Philadelphia Stock Exchange*), Chicago (*National Stock Exchange*), czy San Francisco (*Pacific Stock Exchange*). Bardzo zbliżoną strukturę podmiotową obrotu papierami wartościowymi można spotkać w Kanadzie. Dominuje tam wprawdzie grupa kapitałowa,

<sup>11</sup> E. Pietrzyk, *Urząd czy rynek*, „Rzeczpospolita”, nr 230/2664, 1990.

<sup>12</sup> E. Pietrzyk, *Giełdy w Polsce*, „Firma” nr 6, 1990.

skupiona wokół giełdy z Toronto (*TSX Toronto Group*), lecz bogatą w tradycję historię tego kraju zapisywały również: *Bourse de Montreal*, *Vancouver Stock Exchange* i *Alberta Stock Exchange*.

We wszystkich wymienionych krajach lokalne rynki papierów wartościowych, w mniejszym lub większym stopniu, poddane zostały konsolidacji. Tego typu doświadczenia mają więc za sobą też i Niemcy.

W początkowym okresie zagospodarowywania byłej NRD dość głośno było o pomysły uruchomienia giełdy w Lipsku. Plany te uzasadniano głównie potrzebą utworzenia wyspecjalizowanego rynku, który efektywnie wspomagałby procesy dostosowawcze, zwłaszcza prywatyzacyjne na obszarze wschodnich krajów federacji. Dość szybko jednak koncepcję tę porzucono, przede wszystkim ze względu na inne warianty prywatyzacyjne. W Niemczech, w przeciwieństwie do Polski i innych europejskich krajów postsocjalistycznych, nie było problemów z podażą kapitału mogącego szybko zaangażować się w kapitałochłonne procesy przekształceń własnościowych. Późniejszy rozwój technologiczny, który zdecydowanie wkroczył na giełdowe parkiety i podsunął nowe rozwiązania dotyczące organizacji obrotu, spowodował, że decyzja podjęta o zaniechaniu powoływania giełdy w Lipsku okazała się zapewne słuszna. W tym miejscu należy jednak choćby tylko napomknąć, że uruchomienie giełdy w Lipsku miałoby na pewno doniosły wydźwięk symboliczny. Stolica Saksonii posiada przecież tradycje w tym zakresie, sięgające roku 1670, w którym swój początek miała *Alte Handelsbörse*. Jako pewne „zadłużenie” dla Lipska można odczytywać późniejsze usytuowanie tam siedziby Europejskiej Giełdy Energii (*EEX, European Energy Exchange*). Z drugiej jednak strony, znacznie ciekawsze doświadczenia na terenie byłego państwa wschodnioniemieckiego posiada Magdeburg. Jako ośrodek giełdowy narodził się on dużo później, i to na raty, bo najpierw w 1824 r., a potem 1843 r., ale przez kilka przynajmniej dekad działał bardzo prężnie. Był to dość powszechny w tamtym okresie rynek towarowo-pieniężny, na którym przedmiotem obrotu obok papierów wartościowych były także kontrakty towarowe. Branżowa marka *Magdeburger Börse* zapisała się szczególnie mocno jako jeden z najważniejszych ówczasie, nie tylko w Niemczech, rynków (terminowych) dla cukru.

Odwolując się do czasów zupełnie już nam współczesnych, należy wskazać na utworzoną w 1988 r. *Deutsche Terminbörse (DTB)* – specjalistyczną giełdę dla obrotu finansowymi instrumentami pochodnymi. Był to jedyny zorganizowany rynek papierów wartościowych, jaki utworzono w Niemczech po zakończeniu II wojny światowej. W 1998 r. instytucja ta, po wcześniejszym dokapitalizowaniu ze strony *Deutsche Börse AG* utworzyła wraz z *SOFFIX*, tj. Szwajcarską Giełdą Opcji (*Swiss Options and Financial Futures Exchange*) *EUREX*. W ten sposób powstała największa na świecie giełda instrumentów pochodnych. Swą globalną pozycję *EUREX* zawdzięcza m.in. obrotowi najbardziej popularnymi na świecie derywatami, tj. kontraktami *futures* na 10-letnie niemieckie obligacje rządowe (tzw. *bunds*). W pierwszej połowie lat 90. ubiegłego wieku, giełda we Frankfurcie nad Menem, czyli *Frankfurter Wertpapierbörse* przekształciła się w *Deutsche Börse AG*, a giełda *EUREX* stała się jednym z dwóch podstawowych filarów nowo powstałej instytucji.

Najbardziej doniosłym w wydarzenia okresem ubiegłej dekady był dla *Deutsche Börse* 1997 r. Wdrożono wówczas nowy system handlu papierami wartościowymi *Xetra*, który szybko nabral przełomowego znaczenie. Ugruntował on bowiem dominację Frankfurtu nad pozostałymi giełdami regionalnymi w Niemczech. Przyspieszył jednocześnie wypieranie tradycyjnych metod handlu, prowadzonych

za pośrednictwem maklerów na parkiecie giełdy, przez zintegrowane systemy elektronicznego obrotu. Na przełomie lat 80. i 90. ubiegłego wieku udział rynku we Frankfurcie w obrotach giełdowych Niemiec wynosił ok. 54%. W 1999 r. było to już ok. 80%, z czego 47,4% realizowano za pośrednictwem systemu *Xetra*, a 32,4% odbywało się we Frankfurcie w formie tradycyjnego jeszcze handlu parkietowego. W 2006 r. *Xetra* akumulowała ok. 1,6 biliona euro obrotów, co stanowiło 83% wartości transakcji giełdowych realizowanych na terenie Niemiec. Poprzez handel parkietowy Frankfurtu przysparzał sobie 7,2% obrotów, generując w ten sposób 138 mld euro.

Drugim bardzo istotnym wydarzeniem dla giełdy frankfurckiej w 1997 r. było uruchomienie *Neuer Markt*, tj. specjalnego segmentu giełdowego dla spółek z innowacyjnych sektorów gospodarki. Funkcjonował on przez 6 lat, jednak o jego losie przesądziła najbardziej internetowa bessą z 2001 r. Początek tej dekady przyniósł falę bankructw przedsiębiorstw notowanych na *Neuer Markt*, co ostatecznie przesądziło o likwidacji tego rynku.

Rosnące znaczenie Frankfurtu oraz elektronicznej platformy obrotu papierami wartościowymi *Xetra* nie mogło pozostać bez wpływu na giełdy regionalne. Najbardziej widocznym przejawem inicjatyw podjętych ze strony tych instytucji były zmiany w strukturze podmiotowej. W 1999 r. doszło do integracji Hanzeatycznej Giełdy Papierów Wartościowych w Hamburgu (*Hanseatische Wertpapierbörse*) z Dolnosaksońską Giełdą Papierów Wartościowych w Hanowerze, w wyniku tego powstała *Börsen AG*. Na podobny ruch zdecydowały się kilka lat później współpracujące ze sobą giełdy w Berlinie i Bremie. W tym przypadku alians o nazwie *Börse Berlin – Bremen* nie trwał długo. W 2007 r. giełda z Bremy wybrała dla siebie inną przyszłość, przekształcając się w fundację *Stiftung Bremer Wertpapierbörse*. W ten sposób liczba giełd regionalnych nieco się skurczyła, lecz ukształtowany przez lata model organizacji rynku papierów wartościowych został zachowany. W przeciwieństwie np. do Francji, gdzie tuż po 1990 r. regionalne giełdy praktycznie zaprzestały swojej działalności<sup>13</sup>.

Kolejną formą sprostania wymogom nowych czasów jest próba specjalizacji. Giełda w Berlinie odzwierciedla stałe i chyba nie do końca jeszcze zaspokojone aspiracje międzynarodowe. *Berliner Wertpapierbörse* to przede wszystkim działający lokalnie, ale zorientowany globalnie, ważny, nie tylko w Niemczech, parkiet np. dla notowań walorów z Azji (Chiny, Japonia) oraz Australii i Nowej Zelandii. Oprócz zdecydowanej międzynarodowej orientacji, Berlin podobnie jak giełdy w Hamburgu-Hanowerze oraz Düsseldorfie, nastawiony jest na obrót walorami różnych form zbiorowego inwestowania (certyfikaty inwestycyjne, jednostki uczestnictwa, różne produkty strukturyzowane itp.).

Z kolei drugi hanowerski „człon” *Börsen AG* wniósł do tego tandemu zorganizowany giełdowy obrót towarowy artykułami pochodzenia rolniczego. Obserwując globalne tendencje w zakresie żywności i produktów rolnych można stwierdzić, że powołanie w 1996 r. *Warenterminbörse Hannover AG* okazało się przedsięwzięciem wyjątkowo trafnym i wielce obiecującym.

<sup>13</sup> Do lat 90. oprócz dominującej we Francji i mającej duże międzynarodowe znaczenie giełdy w Paryżu, funkcjonowało w tym kraju jeszcze 6 lokalnych giełd, w: Bordeaux, Lille, Lyonie, Marsylii, Nancy i Nantes. Warto przypomnieć, że powołana w 1991 r. GPW w Warszawie była wzorowana właśnie na giełdzie regionalnej z Lyonu.

TABELA I

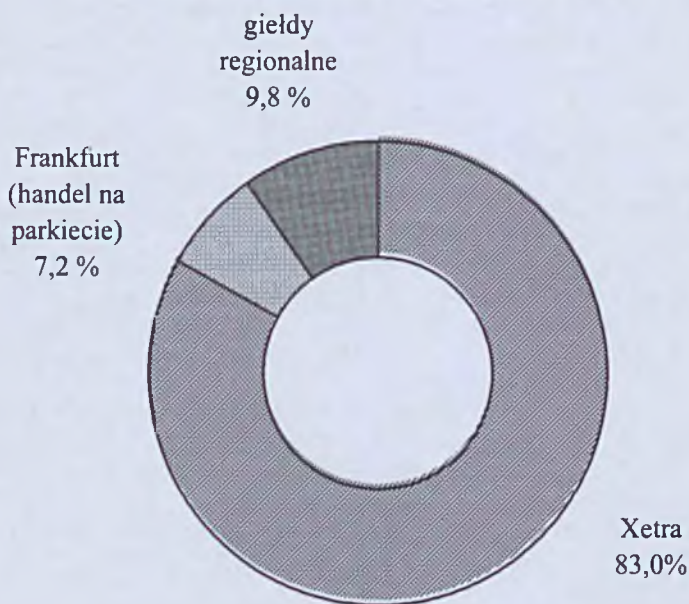
Najważniejsze wydarzenia z udziałem Deutsche Börse i giełd lokalnych

Lata	Deutsche Börse AG	Giełdy regionalne
1993	w miejsce dotychczasowej <i>Frankfurter Wertpapierbörse Börse (FWB)</i> powstaje <i>Deutsche Börse AG</i>	
1997	zaczyna działalność <i>Neuer Markt</i> , wprowadzenie nowego systemu obrotu, tj. elektronicznej platformy transakcyjnej <i>Xetra</i>	
1998	początek handlu na <i>Eurex</i>	
1999		powstaje <i>Börsen AG</i> w wyniku połączenia giełd w Hamburgu i Hanowerze
2001	pierwsza nieudana próba przejęcia <i>London Stock Exchange</i>	
2002		giełdy w Berlinie i Bremie angażują się kapitałowo w <i>Nasdaq Deutschland</i>
2003	zaprzestanie działalności przez <i>Neuer Markt</i> ; akcje <i>Deutsche Börse AG</i> zostają wprowadzone na giełdę	fuzja giełd w Berlinie i Bremie, powstaje <i>Börse Berlin – Bremen</i> ; zaprzestanie działalności przez <i>Nasdaq Deutschland</i>
2004	giełda w Zurychu ( <i>SWX</i> ) odrzuca ofertę połączenia z <i>Deutsche Börse</i>	
2005	druga nieudana próba połączenia się z <i>London Stock Exchange</i>	
2006	<i>Euronext</i> odrzuca ofertę <i>Deutsche Börse</i> w sprawie połączenia	
2007	przejęcie kontroli kapitałowej nad <i>International Securities Exchange Holding (ISE)</i>	rozwiązanie aliansu giełdowego <i>Börse Berlin – Bremen</i> , Brema przekształca się w fundację, powstaje <i>Stiftung Bremer Wertpapierbörse</i>
2008	oferta współpracy dla moskiewskiej giełdy <i>MICEX</i> , w sprawie utworzenia we Frankfurcie nad Menem specjalnego rynku dla spółek z Rosji	

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Gazety Giełdy „Parkiet”, „Rzeczpospolitej”, „WirtschaftsWoche”, „Handelsblatt”.

WYKRES 1

Struktura obrotów giełdowych Niemiec (w 2006 r.)



Źródło: „WirtschaftsWoche” nr 8/2007, s. 122.

W przypadku giełdy w Stuttgarcie obok ciągle bardzo znaczącej pozycji (ok. 40% niemieckiego rynku) w kunsztownym, ale coraz bardziej niszowym, tak w Europie, jak i na świecie handlu parkietowym, obecnym znakiem firmowym jest zapewne handel instrumentami pochodnymi. Obrót tego rodzaju walorami odbywa się w ramach wydzielonego organizacyjnie rynku *EUWAX*. Czyni to z giełdowej grupy kapitałowej skupionej wokół *Baden – Württembergische Wertpapierbörse* największego w Niemczech konkurenta dla frankfurcko-szwajcarskiego *EUREX*'u<sup>14</sup>. Interesujące perspektywy rozwoju ma Monachium. Stolica Bawarii to z jednej strony giełdowy *Heimat* dla wielkich korporacji typu *Allianz*, *BMW*, *Siemens* czy *Münchener Rück*, a z drugiej strony działania ukierunkowane na obsługę tzw. *Mittelstand*, czyli małych i średnich przedsiębiorstw. Zwłaszcza tych znajdujących się w początkowych stadiach rozwoju, funkcjonujących w silnie wzrostowych branżach, finansowanych przez zinstytucjonalizowane formy spekulacyjnego kapitału typu, tzw. *venture capital*, *start up* itp.<sup>15</sup>

Nakreślony w ten sposób obszar aktywności regionalnych giełd uzupełnić należy chociażby tylko hasłowo o szanse jakich instytucje te upatrują w związku

<sup>14</sup> H. Reimer, *Im Schatten der Großmacht*, „WirtschaftsWoche” nr 8, 2007.

<sup>15</sup> Ch. Bortenlänger, *Börse München – fest in weiblicher Hand* (rozmowa), „Business & Law” nr 67655, 2006.



z nową unijną dyrektywą *MiFID*, liberalizującą możliwości organizacji kolejnych rynków (platform) obrotu różnymi instrumentami finansowymi.

Dla *Deutsche Börse AG*, operatora giełdowego działającego w skali światowej, obecna dekada naznaczona jest również pasmem nieudanych działań integracyjnych z jego największymi europejskimi odpowiednikami. Szczególnie silnie artykułowane były obie próby połączenia się z giełdą londyńską.

Za dodatkowy probierz skali tego niepowodzenia przyjmowano skuteczność jaką wykazali na tym polu konkurenci, powołując się na pomyślną operację połączenia nowojorskiej *NYSE* z *Euronext* czy zakładaną konsolidację kapitałową *Nasdaq* z *OMX AB*. W pierwszym przypadku chodzi o fuzję giełdy nowojorskiej z zintegrowanym sojuszem giełd Amsterdamu, Brukseli, Lizbony i Paryża oraz londyńskiego rynku terminowego *LIFFE* (*London International Financial Futures and Options Exchange*). W drugim wymiarze – o podobne powiązania pomiędzy drugim co do wielkości w USA rynkiem *Nasdaq* a *OMX Group*, czyli giełdową grupą kapitałową Skandynawii i Krajów Bałtyckich (plus od kwietnia 2007 r. giełdą z Armenii).

W kontekście łączenia się *NYSE* z *Euronext* warto przypomnieć, że również i dla tej transatlantyckiej inicjatywy giełdowej realną alternatywą była *Deutsche Börse*. Na przykład za takim właśnie rozwiązaniem jednoznacznie optowała w 2006 r. Francja<sup>16</sup>. Prawdopodobnie fuzja pomiędzy giełdami, dla których kanwą byłyby gospodarki zaliczane do tego samego „koszyka kontynentalnego”, z góry uniknęłyby wielu trudności i niebezpieczeństw, wynikających z często nawet nieuchwytnych, ale też i decydujących różnic kulturowych.

Z tych już tylko względów nie można z góry postrzegać nowo powstającego organizmu *NYSE Euronext* jako ostatecznego sukcesu. Podobne zresztą obawy można sformułować w stronę konkurencyjnej inicjatywy *Nasdaq/OMX Group*.

Oba te zawiązujące się układy muszą budzić określone wątpliwości, wśród których kluczową kwestią jest ich modelowa niekompatybilność. Zachodząca najjaskrawiej pomiędzy z jednej strony ładem gospodarczym Francji i Portugalii, i w nieco mniejszym stopniu Belgii i Holandii, a Stanami Zjednoczonymi, z drugiej, z ich rynkiem papierów wartościowych, będącym instytucjonalną afirmacją amerykańskiego modelu gospodarczego. Dotychczasowe doświadczenia związane z wcześniejszą konsolidacją giełd papierów wartościowych wskazują, że najwięcej szans na instytucjonalną sprawność jest wówczas, gdy występuje „bliskość systemowa”, wynikająca zwłaszcza z podobnej kultury korporacyjnej, zbliżonych systemów bankowych itp. Dlatego też tego typu procesy tak sprawnie dotychczas realizowano w ramach *OMX AB*, asymilując giełdy ze Skandynawii (Sztokholm, Helsinki, Kopenhaga, Reykjavík oraz częściowo Oslo) i z krajów bałtyckich (Tallin, Ryga, Wilno). Pozytywnych doświadczeń w tym zakresie dostarcza także region Karaibów (tj. mieszczący się w Basseterre: *Eastern Caribbean Securities Exchange*) oraz zachodnia Afryka (*Bourse Régionale des Valeurs Mobilières* z siedzibą w Abidżanie)<sup>17</sup>.

Obserwacja globalnego „pola gry” w przedmiocie połączeń i przejęć, pozwala przypuszczać, że do końca tej dekady działalność *Deutsche Börse* podporządkowana będzie umocnieniu aktualnie realizowanej, nieco z konieczności, autonomicznej koncepcji rozwoju. Analiza tych przedsięwzięć absolutnie nie upoważ-

<sup>16</sup> Chirac wolalby fuzję z *Deutsche Boerse*, *Gazeta Giełdy „Parkiet”* 7 VI 2006, informacja serwisowa ze źródeł agencji Reuter’s, Bloomberg, TGS.

<sup>17</sup> W.S. Kowalski, *Globalna konsolidacja parkietów*, „*Nasz Rynek Kapitałowy*” nr 1, 2007.

TABELA 2

Ranking operatorów giełdowych według wartości przeprowadzonych transakcji w roku 2006

Nazwa operatora giełdowego	Wartość transakcji w mld USD
1. NYSE Euronex*	25 640
2. Nasdaq /OMX*	13 240
3. London Stock Exchange**	7 570
4. Tokyo Stock Exchange	5 820
5. Deutsche Börse	2 740
6. BME Espana	1 930
7. Borsa Italiana**	1 590
8. Swiss Exchange	1 400
9. Korea Stock Exchange	1 340
10. TSX Toronto	1 280

Źródło: J. Wachsberger, *Konsolidacja giełd europejskich*, „Gazeta Finansowa” 29VI-5 VII 2007;

\* Do powiązań doszło w 2007 r., lecz w celu ukazania potencjału, instytucje te zestawiono razem.

\*\* Prawdopodobny sojusz pomiędzy LSE a Borsa Italiana.

nia, aby postrzegać je w kategoriach pejoratywnych. Niemiecki rynek kapitałowy posiada przynajmniej kilka bezpośrednich atutów i sprzyjających okoliczności, które w najbliższych latach nie tyle będą podnosić jego atrakcyjność, w kontekście potencjalnego sojuszu giełdowego, ale przede wszystkim powiększą obszary jego międzynarodowej przewagi konkurencyjnej.

Niedawne badania, obejmujące lata 1999-2007 (marzec), autorstwa Ch. Kasera-  
ra z monachijskiego *Technische Universität* i D. Schierecka z *European Business School* z Oestrich-Winkel (w Hesji) dowodzą, że frankfurcki rynek papierów wartościowych jest najbardziej efektywnym rynkiem giełdowym na świecie. Pokonuje on więc pod wieloma względami m.in.: *New York Stock Exchange*, *Nasdaq* oraz *London Stock Exchange*. Oferuje najmniejszy przeciętny *spread* (tj. różnica między ceną kupnem a sprzedaży walorów), który we Frankfurcie wynosi 0,62%, podczas gdy na *Euronext* jest to 0,71%, na *Nasdaq* 0,74%, a w Londynie 2,0%. Oferuje najniższe koszty inwestycyjne dla spółek z trzech segmentów: o dużej, średniej i małej kapitalizacji. Wprowadzenie akcji na *Deutsche Börse* kształtuje się średnio na poziomie 8,3% wartości aktywów dopuszczonych do obrotu, w porównaniu z 9,6 jakie trzeba wydać na *Nasdaq* oraz 12,6% w Londynie. Wreszcie legitymuje się największą wśród swych konkurentów aktywnością inwestorów. Oznacza to, że współczynnik mierzący liczbę dni, kiedy nie handlowano żadnymi akcjami spółek – wynosi dla *Deutsche Börse* 1,4%, w porównaniu np. z 9,1% na *LSE*. W komentarzu odnoszącym się do wyników tych badań, giełda londyńska dość enigmatycznie oświadczyła, że jej sukces i pozycja w świecie finansów zależą od wielu różnych czynników. W przypadku zaś *NYSE Euronext* do efektów prac obu niemieckich uczonych w ogóle się nie ustosunkowano<sup>18</sup>.

Systematycznie rosnącym obrotom handlowym Niemiec z Chinami (średnio ok. 20% rocznie w latach 2001-2006) towarzyszy „symetryczne” zacieśnianie

<sup>18</sup> L. Jeffs, *Deutsche Boerse to najlepszy parkiet na Starym Kontynencie*, „The Wall Street Journal” za „Dziennik” 23 XI 2007.

współpracy na forum rynku kapitałowego obu krajów. Było o niej szczególnie głośno choćby kilka lat temu w kontekście zaproponowanego na giełdzie w Szanghaju (*Shanghai Stock Exchange*) systemu *Xetra*. Oferowane przez *Deutsche Börse* transakcyjno-rozliczeniowe *know-how*, przewidziane jest także dla *Tianjin Property Right Exchange*. Rynek w Tianjin dotychczas sprawował funkcję platformy akcyjnej dla prywatyzowanych chińskich przedsiębiorstw. Obecnie stać się ma specjalną strefą eksperymentalną dla całkowitej liberalizacji finansowej w Chinach. W tym miejscu warto przypomnieć, że właśnie w Tianjin w 2004 r. uruchomiono pilotażowy projekt chińsko-niemieckiej instytucji kredytowej, będącej formą *joint venture* zawiązanego pomiędzy kasą budowlano-oszczędnościową *Schwäbisch Hall a China Construction Bank*<sup>19</sup>.

*Deutsche Börse* swęj aktywności w dynamicznie rozwijających się krajach Azji Wschodniej nie ogranicza do Chin. Wiosną 2007 r. niemiecka instytucja uczestniczyła w częściowej prywatyzacji największej w Indiach giełdy papierów wartościowych. Nabywając pakiet 5% objęła niespełna 10% całej oferty, w ramach której udostępniono inwestorom 51% udziałów w *Bombay Stock Exchange Limited*. W ten sposób wraz z *Stock Exchange of Singapore* stała się *Deutsche Börse ex aequo* najważniejszym zewnętrznym inwestorem dla tego rynku. Koszt nabycia tego pakietu szacować można na podstawie analogicznej inwestycji giełdy z Singapuru, dla którą inwestycja ta miała zamknąć się kwotą 42,7 mln USD.

W ubiegłym roku zaobserwowano szczególnie interesujące zjawisko, które można uznać za symptom zarysowywania się pewnej trwałej tendencji, polegającej na coraz szerszych i ściślejszych związkach Pekinu z Niemcami, i w ogóle z kontynentalną Europą. Za ilustrację może posłużyć przykład dwóch spektakularnych debiutów przeprowadzonych na giełdzie we Frankfurcie, w drugiej połowie 2007 r. Chińska firma *Fujian Fengguan Environmental Protection*, która funkcjonuje już w Niemczech jako *Zhou De Waste Technology*, pozyskała z frankfurckiego rynku akcji 130 mln dolarów USA. Przedsiębiorstwo zajmuje się budową małych spalarni śmieci. Przenosząc swą siedzibę z Azji do Hamburga pragnie skorzystać z tutejszych doświadczeń w dziedzinie technologii ekologicznych. Emisję o zbliżonej wartości przeprowadziła firma *Asian Bamboo*. Ten z kolei podmiot zajmuje się zarządzaniem plantacjami bambusów i późniejszym ich zastosowaniem w budownictwie i przemyśle papierniczym. Pod koniec 2007 r. nieco większe aspiracje giełdowe, zgłosiła też m.in. spółka *Vtton Wireless Technology*. Ów chiński producent bezprzewodowej karty do komputerów, poinformował, że pragnie pozyskać na rozwój 150 mln USD.

Niemieckiemu rynkowi akcji pod względem liczby przeprowadzanych ofert publicznych chińskich papierów wartościowych trudno konkurować nie tylko z Hongkongiem, gdzie dokonuje się 96% tego typu operacji, ale też z Nowym Jorkiem, Singapurem czy Londynem, zagospodarowujących łącznie ok. 3% takich transakcji. Nie ulega jednak wątpliwości, że wybór Niemiec jako miejsca do przeprowadzenia giełdowego debiutu podporządkowany jest nie tylko aspektem finansowym, lecz w niemiejszym stopniu realnej sferze prowadzonego biznesu. Spółki z Chin podążają i będą podążać do krajów Unii Europejskiej w poszukiwaniu nowych doświadczeń, ale przede wszystkim kluczowego dla ich przyszłości kontynentalnego, a zwłaszcza niemieckiego, znaku jakości<sup>20</sup>.

<sup>19</sup> I. Romiszewska, *Internacjonalizacja banków niemieckich*, Poznań, 2004, s. 252.

<sup>20</sup> J. Johnson, *Chińskie firmy idą na europejskie parkiet*, „The Wall Street Journal” za „Dziennik” 24/25 XI 2007.

Pojawianiu się chińskich akcji na niemieckich rynkach papierów wartościowych sprzyja wydatne wsparcie ze strony tamtejszych instytucji finansowych. Dotyczy to nie tylko aktywności ze strony tych największych, jak *Deutsche Bank*, *Commerzbank* czy *Dresdner Bank*, ale też stosunkowo małych banków prywatnych, wyspecjalizowanych w usługach inwestycyjnych. Liderem jest tutaj szacowny (zał. 1789 r.) koloński *Sal. Oppenheim Jr. & Cie.* W celu pozyskiwania azjatyckich klientów otworzył latem 2007 r. biuro w Hongkongu. Ponadto posiada 4,1% pakiet akcji chińskiego *Hua Xia Bank*<sup>21</sup>.

Obecność niemieckich banków w Chinach posiada długoletnią tradycję. Jej początków można upatrywać w 1964 r., kiedy to *Commerzbank* jako pierwszy bank z Niemiec zaznaczył swą obecność w Państwie Środka<sup>22</sup>.

Sledząc dzieje Azji Wschodniej w okresie dwóch minionych stuleci można stwierdzić, iż początków rzeczywistego otwarcia się tego regionu świata na niemieckie wzorce organizacyjne i gospodarcze można właściwie upatrywać w drugiej połowie XIX stulecia. Kiedy po upadku feudalnego szogunatu w latach 1867-1868 nastąpiła restauracja dynastii Meiji, Japończycy z charakterystyczną dla siebie gorliwością i systematycznością przystąpili do modernizacji swego państwa. Studiując w celach adaptacji różnorakie zagraniczne rozwiązania podróżowali m.in. po Europie, odwiedzając fabryki, huty, stocznie, obserwując budowę linii kolejowych i kanałów. Po wojnie prusko-francuskiej z 1870 r., miejscem szczególnej dla nich inspiracji były ówczesne Niemcy. Z tych też względów można przyjąć, że właśnie w tamtych latach rozpoczął się w Azji Wschodniej okres budowania wizerunku *made in Germany*, który dziś stanowi „historyczną rentę” dyskontowaną na rynku chińskim<sup>23</sup>.

Niemieckie banki oferują na chińskim rynku finansowym całą praktycznie (w zakresie dopuszczonym przez Pekin) paletę usług z zakresu bankowości komercyjnej i inwestycyjnej. Taka ofensywna postawa, w szczególności w zakresie usług związanych z rynkiem kapitałowym – to niewątpliwie efekt poczynionych przed kilkunastu laty akwizycji. Na przełomie lat 80. i 90. poprzedniego wieku *Deutsche Bank* nabywając brytyjski *Morgan Grenfell* dał innym „alpejskim” bankom „sygnał do polowania” na Wyspach Brytyjskich. Obszar łowów stanowiły instytucje oraz utalentowani specjaliści anglosaskiej bankowości inwestycyjnej. Podobny ruch wykonał w tamtym okresie *Dresdner Bank* kupując *Kleinwort Benson*. Z kolei szwajcarski *Swiss Bank Corp.* przejął jedną z legend londyńskiej bankowości kupieckiej, czyli *S.G. Warburg*.

*Gros* zarysowanych powyżej inicjatyw będących bezpośrednio udziałem *Deutsche Börse* i/lub zjawisk jej towarzyszących tworzy określony potencjał, którego wartość rośnie przynajmniej proporcjonalnie do roli i znaczenia jakie są udziałem Chin i Indii w globalnym życiu gospodarczym. Sytuacja taka będzie też niewątpliwie coraz bardziej implikować, tak konkurencyjnych operatorów giełdowych, jak i potencjalnych partnerów. Zresztą taka zmienność ról i stanowisk jest przez *Deutsche Börse* chyba wręcz oczekiwana. Prawdopodobnym jest również, że najbliższe miesiące czy może kwartały zaowocują powrotem do rozmów połączeniowych, które w 2004 r. *Deutsche Börse* zaproponowała swej szwajcarskiej odpowiedniczce, czyli *Swiss Exchange (SWX)*. Jako ostatni zwiastun tego typu

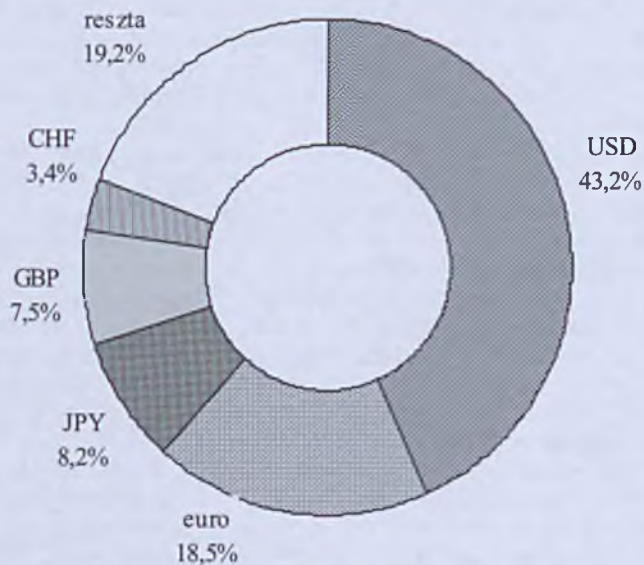
<sup>21</sup> M. Bergermann, *Über die Grenze*, „WirtschaftsWoche” nr 45, 2007.

<sup>22</sup> I. Romiszewska, *op. cit.*, s. 251.

<sup>23</sup> D. Landes, *Kultura przegrana prawie o wszystkim*, w: L. F. Harrison, S. Huntington, (red.) *Kultura ma znaczenie*, Poznań, 2003, s. 51.

WYKRES 2

Struktura dziennych, globalnych obrotów walutowych (kwiecień 2007 r.)



Źródło: Bank for International Settlements, *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivates Market Activity in April 2007*, September 2007, s. 7.

porozumień można odczytywać kolejny niemiecko-helwecki sojusz kapitałowy związany z rynkiem finansowych instrumentów pochodnych. Po upływie dziesięciu lat od wspólnego powołania *Eurex*, w 2007 r. sięgnięto po *International Securities Exchange Holding (ISE)*, amerykańską platformę elektronicznego handlu derywatami. Wartość obrotów tej instytucji wyniosła w 2006 r. ok. 178 mln dolarów USA, a wypracowany wynik finansowy to ok. 55 mln USD. Natomiast szacunkowy koszt nabycia *ISE* to nakład rządu 2,8 mld USD, z czego 85% przypada na *Deutsche Börse*, a 15% na *SWX*.

Z tym ostatnim przedsięwzięciem, ale nie tylko, wiązać należy ostatnie zmiany (od 1 listopada 2007 r.) jakie wprowadziła sygnalizowana powyżej unijna dyrektywa *MiFID*, która ułatwia tworzenie różnych systemów (rynków) dla obrotu papierami wartościowymi. Przejęty właśnie przez *Deutsche Börse* (wraz z *SWX*) nowojorski *ISE* jest efektem fragmentacji, której doświadczył przed kilku laty rynek amerykański. W Ameryce działa ponad 30 różnych rynków, platform do obrotu kapitałem. W Europie rozprzestrzenienie się takich instytucji jest teoretycznie teraz możliwe, lecz w praktyce znacznie bardziej wątpliwe. Podkreśla się, że europejskie rynki papierów wartościowych są znacznie bardziej wydajne z technologicznego punktu widzenia od giełd amerykańskich, zanim tamten rynek uległ fragmentacji<sup>24</sup>.

<sup>24</sup> L. Jeffs, *MiFID zwiększy konkurencyjność giełd*, „The Wall Street Journal” za „Dziennik” 27 XII 2007.

Wobec coraz silniejszych zagrożeń dla dolara USA międzynarodowi inwestorzy bardziej skłonni są przetasowywać swoje portfele i przestawiać się nie tylko na szczególnie hołubione obecnie euro, ale też na funty, a nawet waluty najważniejszych „krajów wschodzących”, jak brazylijski real czy południowo afrykański rand. Sytuacji tej musi towarzyszyć zdecydowany wzrost zainteresowania koniunkturą i rynkiem finansowym największej gospodarki strefy euro, wypracowującej 29% jej produktu krajowego brutto (w 2005 r.). Z drugiej strony należy pamiętać, że zarysowujący się scenariusz walutowego duopolu nie oznacza jeszcze, że wkrótce notowania frankfurckiej giełdy będą przykuwać podobną uwagę, z jaką teraz śledzi się nastroje na *Wall Street*. Wspólna waluta europejska nie stanie się też w ciągu roku, dwóch czy nawet chyba pięciu – w pełni równorzędną alternatywą dla dolara. Zwraca na to uwagę były główny ekonomista Międzynarodowego Funduszu Walutowego, K. Rogoff (Uniwersytet Harvarda), przypominając, że: „światowy handel i system finansowy cechuje ogromna inercja. Trzeba było wielu dziesięcioleci i dwóch wojen światowych, żeby brytyjski funt stracił pozycję superwaluty”<sup>25</sup>.

Problem dalszego kierunku rozwoju krajowej giełdy papierów wartościowych, uwzględniający międzynarodowy sojusz dotyczy także warszawskiej GPW. Po ostatnich transatlantyckich przedsięwzięciach, spektrum europejskich aliansów ograniczających ryzyko marginalizacji jest coraz bardziej znikome. Może warto więc i pomyśleć o sojuszu także i w kontekście Niemiec. Najbliższe geograficznie i w największym stopniu realnie udokumentowane powiązania gospodarcze, muszą skłaniać do zastanowienia nad sensem i możliwościami instytucjonalnej integracji rynków kapitałowych obu krajów.

WOJCIECH SZYMON KOWALSKI  
Poznań

#### ABSTRACT

*German stock exchange markets, namely Deutsche Börse and regional bourses are institutional manifestations of the so-called Alpine or Rhineland model of capitalism. Although established as state institutions, they not only readily adapted to the transformations in world economy, but are also becoming more and more instrumental in implementing them. This is especially true of the Deutsche Börse, formerly the Frankfurt Stock Exchange, which in 2003 issued its own IPO (Initial Public Offering). At the end of the 1990s this institution, along with the Swiss Options and Financial Futures Exchange created the EUREX exchange. This resulted in the emergence of the biggest market of exchange-traded derivatives in the world.*

*Following two unsuccessful attempts (in 2001 and 2005) at uniting with the London Stock Exchange, the Deutsche Börse decided to stick to organic development and cooperation with other smaller stock exchange markets. The currently ongoing cooperation with the capital markets of China and India seems to be especially promising.*

<sup>25</sup> K. Rogoff, *Stopniowo kurczą się przywileje światowej superwaluty*, „Projekt Syndicate” 2007 za „Gazeta Prawna” 21/23 XII 2007.