



Munich Personal RePEc Archive

Capital markets in Slovakia

Lojschova, Adriana

National Bank of Slovakia

2016

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/79568/>
MPRA Paper No. 79568, posted 08 Jun 2017 07:37 UTC



Kapitálový trh na Slovensku

Adriana Lojschová
Národná banka Slovenska

Súčasný stav kapitálového trhu na Slovensku charakterizuje dlhodobá stagnácia a zlyhávanie jeho základných funkcií. Domáci kapitálový trh prakticky nezabezpečuje účinné prerozdelenie voľných finančných zdrojov, čím sa oprávnene objavujú otázky o jeho zmysluplnosti. Snaha o jeho zefektívnenie a podporu nie je samoúčelná, neriešenie, resp. odkladanie súčasných problémov kapitálového trhu by mohlo mať za následok ohrozenie dlhodobej stability finančného sektora. Vo februári 2015 Európska komisia otvorila diskusiu na tému odstraňovania bariér voľného pohybu kapitálu a vytvorila tak priestor na riešenie otázky, či existuje potenciál na oživenie domáceho kapitálového trhu a či jeho efektívnejšie fungovanie môže byť pridanou hodnotou pre slovenskú ekonomiku.

- 1 Namiesto tvorby kapitálu sa privatizácia z podstatnej časti obmedzila len na prerozdelenie vlastníckych práv. Objem privatizovaného majetku v SR bol veľmi vysoký, medzi rokmi 1990 až 1997 dosiahol zhruba 70 % HDP.
- 2 Zobchodovaný objem akcií a dlhopisov na BCPB v roku 2014 predstavoval 8,34 mld. EUR, čo tvorí asi 37,2 %, respektíve 15,1 % celkového objemu obchodov v Čechách a Poľsku.

AKCIOVÝ TRH NA SLOVENSKU TAKMER NEEXISTUJE

Kapitálový trh na Slovensku vznikol ako vedľajší produkt kupónovej privatizácie,¹ a nie z potreby investorov a emitentov, ako je bežné v iných trhových ekonomikách. To do istej miery predznamenáva aj charakter jeho fungovania. V súčasnosti akciový trh na Slovensku totiž takmer neexistuje, viac ako 99 % obchodov na Burze cenných papierov v Bratislave (BCPB) tvorí obchodovanie s dlhopismi (graf 1).² Na porovnanie, krajiny s rozvinutým obchodovaním na burze, ako napr. USA alebo Veľká Británia, sú založené na akciovom financovaní. Aj keď je slovenský kapitálový trh charakteristický jednoznačnou dominanciou obchodovania s dlhopismi, tento trh je na ústupe a pokles zobchodovaných objemov v porovnaní s údajmi spred krízy (2006 verus 2014) je viac než zrejmy. Tento trend možno pozorovať aj v Českej republike, zatiaľ čo v Poľsku za posledných osem rokov zaznamenali nárast obchodov s akciami. Čo spôsobuje tento rôznorodý vývoj kapitálových trhov v relatívne podobných krajinách? Je situácia

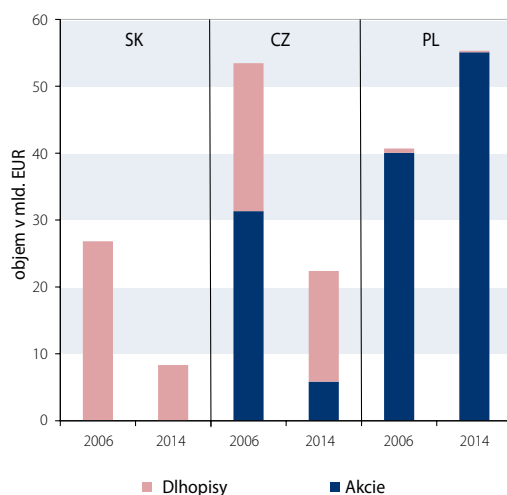
na Slovensku špecifická? Ak áno, tak potom čo je príčinou úpadku nášho trhu a aké sú východiská?

NA BCPB JEDNOZNAČNE DOMINUJE OBCHODOVANIE SO ŠTÁTNYMI DLHOPISMI

Slovenský kapitálový trh patrí v súčasnosti medzi najmenšie trhy v Európe. Objem obchodov na BCPB bol v porovnaní s inými krajinami veľmi nízky a značne volatilný, no z historických údajov vidieť, že pred začiatkom finančnej krízy sa objemy obchodov pohybovali na úrovniach vyšších ako dlhodobý priemer a od roku 2008 zaznamenali prepád porovnateľný s hodnotami v raných rokoch fungovania slovenskej burzy.

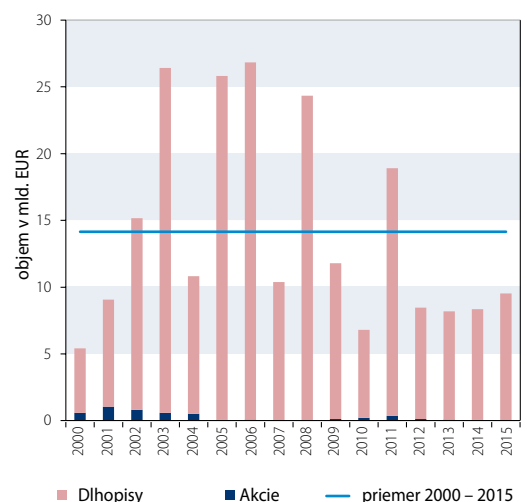
Podobne ako v predchádzajúcom období, aj v roku 2014 absolútne dominovalo obchodovanie s dlhopismi, ktoré predstavovalo 99,3 % (graf 2). Podiel štátnych dlhopisov zostal vysoký a tvoril 95,4 % na celkovom objeme obchodov s dlhopismi. Obchody s akciami dosiahli v roku 2014 sumu 0,056 mld. EUR a obchody s korporátnymi dlhopismi len 0,381 mld. EUR, takže reálne obchodovanie prostredníctvom BCPB tvorilo len veľmi

Graf 1 Objem obchodov (v mld. EUR)



Zdroj: BCPB, BCPP a WSE. Vlastné spracovanie údajov.

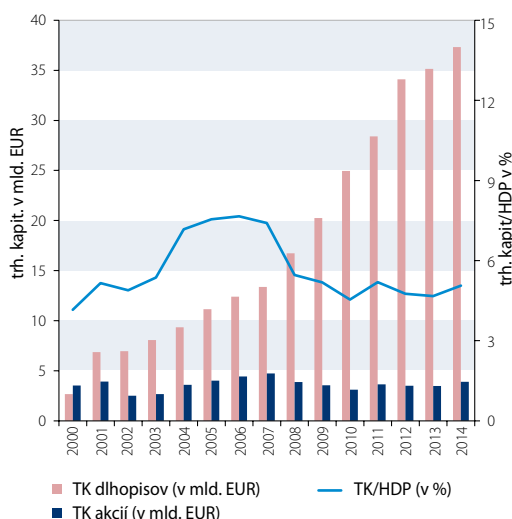
Graf 2 Vývoj objemu obchodov na BCPB (v mld. EUR)



Zdroj: BCPB. Vlastné spracovanie údajov.



Graf 3 Trhová kapitalizácia akcií a dlhopisov



Zdroj: BCPB. Vlastné spracovanie údajov.

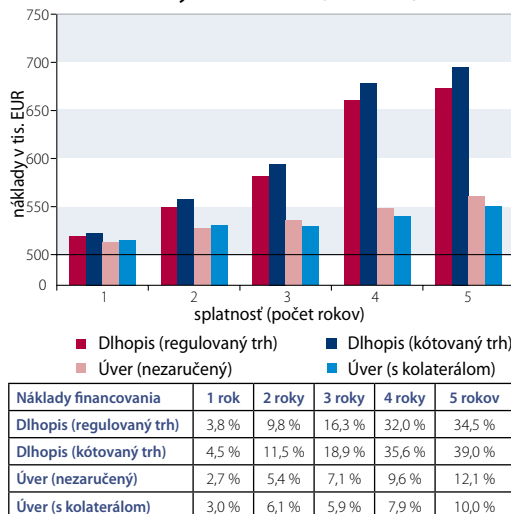
nevýznamnú časť. Podľa predbežných údajov BCPB celkový obrat obchodov v roku 2015 dosiahol 9,53 mld. EUR. Trh je relatívne volatilný z dôvodu nízkej likvidity a jednorazových vplyvov, ktoré primárne odrážajú potrebu štátneho refinancovania.

Asi najlepšie o hĺbke trhu vypovedá trhová kapitalizácia.³ Finančná kríza ešte viac rozšírila „nožnice“ medzi trhovou kapitalizáciou dlhopisov a akcií: zatiaľ čo kapitalizácia dlhopisov zaznamenala rastúci trend, kapitalizácia akcií bola relatívne nízka a nemenná. Keď vezmeme do úvahy podiel trhovej kapitalizácie akcií na HDP,⁴ sledujeme, že súčasné hodnoty sa pohybujú od 4 do 6 % HDP (graf 3), teda na úrovniach pozorovaných pred krízou.⁵ Na porovnanie, český kapitálový trh je na úrovni vyše 20 %, rakúsky 34 %, poľský okolo 40 % a britský až okolo 186 % HDP, takže aj v oblasti kapitalizácie je slovenský trh nevýrazný a stagnuje.

V KONKURENCII S BANKOVÝM SEKTOROM JE KAPITÁLOVÝ TRH OVELA DRAHŠÍ

Ak zoberieme do úvahy viaceré parametre kapitálového trhu, napr. druh kapitálu (dôchodkový, poisťovací), aktíva v správe, emisie akcií a dlhopisov atď., slovenský kapitálový trh je jeden z najmenej funkčných spomedzi krajín Európskej únie. Štúdia NewFinancial (2015) zaraďuje Slovensko na 29. miesto z 31 krajín Európy.⁶ Dôvodom tejto situácie je viaceré. Zo strany emitentov spôsobuje nezáujem napríklad fakt, že pre úspešné firmy na Slovensku je výhodnejšie získať kapitál vo forme úveru ako emitovať akcie či dlhopisy. Podľa našich analýz by náklady pre podnik na emisii cenných papierov prevýšili tie úverové. Najmä pre menšie spoločnosti je po administratívnej a nákladovej stránke zložitejšie plniť všetky záväzky, ktoré vyplývajú z prípadnej emisie akcií na burzový trh. Ďalším nákladom zo strany emitenta môže byť ocenenie rizika z neumiestnenia emisie na trhu. Keďže likvidita slovenského akciového trhu je minimálna a bariéry vstupu naň sú vysoké, investori

Graf 4 Vyčíslenie nákladov vstupu na burzu a ich porovnanie s úverovými nákladmi (v tis. EUR)



Zdroj: NBS a BCPB. Vlastné spracovanie údajov.

Poznámka: Vyčíslenie nákladov podniku pri vstupe na burzu, ktorý by si chcel navýšiť kapitál o 500 tis. EUR, a ich porovnanie s úverovými nákladmi. Náklady vstupu na burzu zahŕňajú jednorazový poplatok za prijatie dlhopisu, ročný poplatok za umiestnenie, poplatok za obchodovanie, vyplatenie dividend a ostatné poplatky, ktoré pozostávajú z poplatkov za služby CDCP, inštaláciu systému, školenie a preskúšanie zo znalosti obchodného systému. Burzové poplatky nezahŕňajú poplatky za licenciu, za právne služby atď. Náklady na úver od 0,25 do 1 mil. EUR s kolaterálom alebo bez zaručenia nezahŕňajú poplatky za vedenie účtu.

nepovažujú slovenský akciový trh za investičnú príležitosť a nevenujú mu pozornosť.⁷ Kumulatívne náklady spojené so získaním financovania v objeme 500 tisíc EUR sú zobrazené v grafe 4. Investori považujú za najväčšiu bariéru nedostatok kvalitných domácich akcií, a preto preferujú zahraničné trhy, ktoré ponúkajú vyššiu likviditu, nižšie poplatky a viac diverzifikovaný trh (napr. ponuka finančných derivátov). Vysoká nákladovosť a administratíva sa právom považujú za hlavné príčiny súčasnej nefunkčnosti kapitálového trhu na Slovensku, preto prípadná orientácia na zahraničné trhy môže niektoré z týchto nákladov znížiť. Zahraničné burzy cenných papierov sú však nie vždy ústretové voči emitentom cenných papierov z iných ako lokálnych trhov a pokiaľ spoločnosť nie je svojimi aktivitami prítomná na trhu a známa širokému okruhu investorov, musí vynaložiť dodatočné náklady na marketing.⁸

EXISTUJE POTENCIÁL NA OŽIVENIE KAPITÁLOVÉHO TRHU?

Pri súčasnom stave dôchodkového systému a pri výzvach, ktoré ho čakajú v nasledujúcich desaťročiach, je zrejme, že je potrebné vytvoriť predpoklady na zvýšenie výnosov zo súkromných dôchodkových zdrojov. Na to je potrebné využívať existujúce a budúce dlhodobé dôchodkové zdroje kapitálu a poskytnúť pre tieto zdroje dlhodobé investičné nástroje, do ktorých by ich bolo možné umiestňovať. V tomto ohľade je kapitálový trh nezastupiteľný, keďže ide o jediné miesto, kde

- 3 Trhová kapitalizácia predstavuje súčin množstva akcií alebo dlhopisov a ich trhovej ceny.
- 4 Len akcie, ktoré sa aspoň raz zobchodovali v kurzových obchodoch.
- 5 Ak by sme zobrali do úvahy len akcie a korporátne dlhopisy, trhová kapitalizácia by bola jednoznačne nižšia, okolo 0,3 %.
- 6 Slovensko sa umiestnilo na 29., Poľsko na 19., Česko na 24., Maďarsko na 26. a Slovinsko na 27. pozíciu. Prvou krajinou v rebríčku je Veľká Británia. Viac informácií na <http://newfinancial.eu/wp-content/uploads/2015/05/Decoding-capital-markets-union-June-2015-final-PDF.pdf>.
- 7 Jednorazový burzový poplatok na BCPB za udelenie riadneho členstva je 33 220 EUR, zatiaľ čo rovnaký druh poplatku je na pražskej burze nulový. Jednorazový poplatok za umiestnenie cenného papiera na kótovaný trh je 1 660 EUR, poplatok za uzavretie obchodu s akciami 0,08 % (min. 1 EUR a max. 332 EUR).
- 8 Napríklad slovenská firma Asesco Slovakia, ktorá v októbri 2006 emitovala svoje akcie na varšavskej burze, považovala tento krok za veľmi náročný. Podľa slov CEO museli vykonať reštrukturalizáciu interného charakteru tykajúceho sa výkazov a pravidiel, ktoré určuje burza: ako sa má spoločnosť správať, ako má podpisovať kontrakty, ako má informovať burzu o podpísaných kontraktoch.

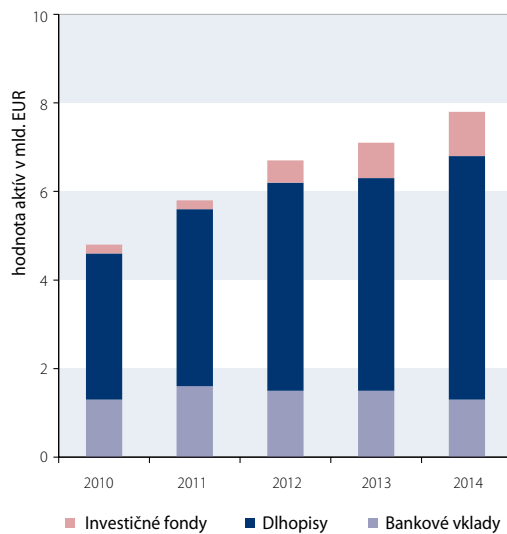


- 9 Podiel veľkých a stredných podnikov so zahraničným kapitálom na Slovensku je 30 %.
- 10 Viac informácií na <https://www.kpmg.com/SK/sk/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/Startup-survey-2014-SK.pdf>.
- 11 Do týchto odhadov sú zahrnuté aj krátkodobé projekty, pričom však nie je jasné, koľko startupov z odhadovaného počtu prežilo počiatočnú fázu premeny na podnikateľský subjekt.
- 12 Keďže ministerstvo financií zvažuje poskytnutie daňovej úľavy startupom počas prvých 2 – 3 rokov pôsobenia, tento efekt by bol oneskorený.
- 13 Napríklad korelácia medzi trhovou kapitalizáciou akcií a HDP je okolo 65 % pre Slovensko.
- 14 Konceptiu rozvoja kapitálového trhu schválila vláda SR 23.4. 2015.
- 15 Predkladatelia preto navrhujú zadefinovať v Obchodnom zákonníku novú hybridnú formu spoločnosti, ktorá kombinuje prvky s.r.o. a akciovej spoločnosti. Základné imanie jednoduchej akciovej spoločnosti (JAS) bude začínat od 1 eura a bude rozdelené na akcie, ktoré nebudú verejne obchodovateľné. Umožní sa vydávanie rôznych druhov akcií, ktoré budú spojené s rôznymi právami. Medzi akcionármi bude možné uzavrieť osobitnú neverejnú akcionársku dohodu, v ktorej sa budú môcť dohodnúť napríklad na obchodnej stratégii, na práve pridať sa k prevodu akcií za rovnakých podmienok ako majoritný akcionár, na práve požadovať prevod akcií, či na kúpnej alebo predajnej opcii. Akcie JAS bude možné počítat od 1 eurocenta, čo umožní vydávanie väčšieho množstva akcií a s nimi potom motivovať zamestnancov zamestnaneckými akciami.
- 16 Predkladatelia odhadujú, že na trhu kapitálového financovania startupov na Slovensku chýba kapitál vo výške 138 až 643 miliónov EUR. V programovom období 2014 až 2020 má byť pri zabezpečení financovania startupov využitá aj štruktúra Slovak Investment Holding (SIH). Na kapitálové financovanie môžu byť teda využité aj zdroje európskych štruktúrnych a investičných fondov vyčlenené na finančné nástroje, ako aj ďalšie zdroje v rámci štruktúry SIH.

Použitá literatúra

1. Atje, R., a B. Jovanovic, 1989, Stock Markets and Development, European Economic review 37: 632-640.
2. Bajus R., Lukáč, J., Lukáč, D. a K. Mazurová, 2010, Fungovanie Burzy cenných papierov v Bratislave, a. s., na slovenskom a medzinárodnom kapitálovom trhu – jej miesto a perspektívy vývoja.
3. Beňa R., 2012, Obchodovanie na kapitálovom trhu krajiny V4, Bankovní inštitút Praha.
4. Boubakari, A. a Jin, D., 2010, The Role of Stock Market Development in Economic Growth:

Graf 5 Aktíva dôchodkových fondov (v mld. EUR)



Zdroj: ECB. Vlastné spracovanie údajov.

sa môže táto ponuka a dopyt po dlhodobom kapitáli stretnúť. Dôchodkové fondy na Slovensku sú takmer výhradne odkázané na domáce štátne dlhopisy, bankové vklady a zahraničné akcie a ku koncu roka 2014 mali k dispozícii 7,9 mld. EUR aktív (graf 5). Časť z nich by mohla predstavovať investičný potenciál. Realizácia investičného potenciálu však závisí od atraktívnosti domácej ponuky akcií. V prostredí malej otvorenej ekonomiky s vysokou prepojenosťou podnikového sektora na zahraničný kapitál zostáva hlavnou otázkou, ako zabezpečiť dostatočne atraktívnu ponuku investičných možností (domácich akcií).⁹ Odpoveďou by mohli byť slovenské startupy. Podľa prieskumu KPMG (2014) slovenský startup ekosystém sa každým rokom posilňuje a môže zohrávať dôležitú úlohu v budúcnosti.¹⁰ Z prieskumu ďalej vyplýva, že 74 % respondentov použilo súkromné úspory na financovanie svojho obchodného plánu a 58 % získalo externé zdroje. Až 48 % respondentov by zvažovalo presun svojho biznisu do inej krajiny z dôvodu ľahšieho prístupu k financovaniu a 32 % z daňových a právnych dôvodov. Odhaduje sa, že za posledné tri roky na Slovensku vzniklo približne 800 až 1 000 startupov a viac ako tretina už generuje prvé príjmy.¹¹ Ak by sa nemalá časť začínajúcich firiem naozaj rozhodla odísť zo Slovenska a rozvinúť svoj obchod v inej krajine, odlev týchto rozvojových príležitostí by mohol mať za následok výpadok časti eventuálnej budúcej dane z príjmu a negatívne tak v dlhodobom horizonte ovplyvniť štátny rozpočet.¹²

EFEKTÍVNY KAPITÁLOVÝ TRH POMÁHA HOSPODÁRSKEMU RASTU, ALE IBA OD URČITEJ HLĚBKY

Na jednej strane sa ozývajú teoretické argumenty niektorých autorov ako Stiglitz (1989), alebo Mayer (1989), že existencia kapitálového trhu nie je relevantná pre ekonomický rast krajiny, na druhej strane existuje tiež empirická evidencia, že existu-

je pozitívny vzťah medzi efektívnym kapitálovým trhom a hospodárskym rastom krajiny. Napríklad práca Atje a Jovanovic (1989) ukazuje, že rozvoj kapitálového trhu (meraný ako obchodovanie s akciami voči HDP) by mohol mať silný vplyv na hospodársky rast, zatiaľ čo pri bankových úveroch túto súvislosť nepozorujú.¹³ Aj keď empirická literatúra zdokumentovala pozitívnu koreláciu medzi rozvinutými kapitálovými trhami a ekonomickým rastom krajiny, otázka kauzálnosti zatiaľ zostáva otvorená. Boubakari a Jin (2010) tiež poukazujú na tento pozitívny vzťah pre európske krajiny, ako je Belgicko, Francúzsko, Holandsko, Portugalsko a Veľká Británia, ale kauzálny vzťah zamietajú pre krajiny, kde sú kapitálové trhy malé a menej likvidné.

Ďalšou otázkou je, akú úlohu by mal zohrávať štát pri rozvíjaní kapitálového trhu. Keďže štát je prostredníctvom Fondu národného majetku SR majoritným vlastníkom infraštruktúry kapitálového trhu (BCPB a Centrálny depozitár cenných papierov SR – CDCP), zohráva kľúčovú úlohu pri oživení kapitálového trhu. Okrem toho štát formuje podmienky na pôsobenie účastníkov kapitálového trhu, ako napr. legislatívne prostredie, daňovú politiku, emitovanie štátnych dlhopisov, ako aj rozhodovanie o nakladaní s vlastníckym podielom, ktoré si štát zachoval v niektorých spoločnostiach. Preto v nasledujúcej časti ponúkame alternatívy na obnovu slovenského kapitálového trhu, ktoré by sa mohli realizovať napr. prostredníctvom podpory štátu, vytvorením jednotnej kapitálovej únie alebo vstupom strategického investora.

MOŽNÉ SPÔSOBY OBNOVY KAPITÁLOVÉHO TRHU NA SLOVENSKU

1. Štátna podpora. Ministerstvo financií SR spolu s Ministerstvom hospodárstva SR, NBS, BCPB a CDCP vypracovalo návrh koncepcie rozvoja kapitálového trhu, ktorý ponúka rad opatrení na riešenie tejto situácie.¹⁴ Koncepcia napríklad navrhuje zjednodušiť administratívny proces vydávania nových emisií cenných papierov, znížiť daňovú a odvodovú záťaž obchodovania a zmodernizovať infraštruktúru kapitálového trhu. Opatrenia, ktoré by výrazne znížili náklady na emisie a zrýchlili proces služieb, by mali potenciál na oživenie slovenského kapitálového trhu.

Ministerstvo financií ďalej pripravilo v spolupráci s ministerstvom hospodárstva, ministerstvom školstva, Slovak Business Agency a ďalšími predstaviteľmi slovenského startupového ekosystému koncepciu podpory startupov a rozvoja startupového ekosystému. Táto koncepcia napríklad navrhuje daňové stimuly a oslobodenie od platenia daňovej licencie, zriadenie jednoduchej akciovej spoločnosti (JAS),¹⁵ zlepšenie kapitálového financovania¹⁶ a poskytovanie grantov a nefinančnej podpory pre študentov. Ak by sa uvažovalo, že by akcie navrhovanej JAS boli verejne obchodovateľné, mohlo by to zabezpečiť atraktívne domáce akcie. Investície do takýchto nápadov sú vo svojej podstate rizikové, a tak menej atraktívne pre investorov na Slovensku, ale na druhej strane



podpora časti investície zo strany štátu by mohla pomôcť podporiť ich záujem.

2. Vytvorenie kapitálovej únie. Európska komisia zverejnila 18. 2. 2015 na konzultáciu dokument Zelená kniha – vytváranie únie kapitálových trhov. Cieľom dokumentu je otvorenie širokej verejnej diskusie k vytvoreniu jednotného kapitálového trhu v EÚ. Cieľom únie kapitálových trhov (CMU) je vytvoriť účinnejšie a efektívnejšie fungujúci kapitálový trh, zlepšiť prístup k financovaniu pre všetky podniky (a najmä pre malé a stredné podniky) a pre investičné projekty, rozšíriť a diverzifikovať zdroje financovania (a tým znížiť závislosť od bankového financovania), zlepšiť rozdelenie rizika a zvýšiť stabilitu finančného systému. Komisia následne vypracuje akčný plán pre základy funkčnej únie kapitálových trhov, ktoré by chcela zaviesť od roku 2019. Možným riešením by mohlo byť vytvorenie jednotnej európskej burzy a depozitára (napr. vo Frankfurtu) s harmonizovanými pravidlami obchodovania na pôde EÚ.

3. Vstup strategického investora. Ďalším riešením by mohlo byť postúpenie bratislavskej

burzy zahraničnej skupine, napríklad CEE Stock Exchange Group (CEEEG), ktorá je 100 % akcionárom viedenskej a ľubľanskej, a väčšinovým akcionárom pražskej (93 %) a budapeštianskej burzy (50 %). Ak by bola bratislavska burza takto integrovaná do stredoeurópskeho trhu, mohla by sa zvýšiť jej atraktivnosť pre investorov. Výhodou tohto variantu je, že obsahuje technologickú modernizáciu bratislavskej burzy, keďže štáty ako Česko, Maďarsko, Rakúsko a Slovinsko používajú obchodný systém XETRA.

4. Ukončenie činnosti BCPB. Inou extrémnou alternatívou by bolo ukončenie činnosti BCPB. Ako sme už uviedli, slovenská ekonomika sa rozvíja už niekoľko rokov bez funkčného kapitálového trhu. Okrem toho v dnešnom globalizujúcom sa svete nie je pre každý štát existencia národnej burzy nevyhnutnosťou, keďže jej miesto môžu zajať zahraničné burzy. Zatvorenie burzy cenných papierov by však v medzinárodnom kontexte nemuselo vyslať dobrý signál (najmä v psychologickú rovňu) o funkčnosti trhovej ekonomiky na Slovensku.

- Evidence from Some Euronext Countries, International Journal of Financial Research, Vol. 1, No. 1.
- Cupar, D., 2011, Súčasný stav a perspektívy rozvoja kapitálového trhu na SR, Bankovní inštitút Praha.
 - ECB, 2015, Úvodné vyhlásenie na tlačovej konferencii, 15. 4. 2015.
 - Európska komisia, 2015, Ako uvoľniť financie pre rast Európy – Európska komisia otvára konzultácie o únii kapitálových trhov, Tlačová správa.
 - KMPG, 2014, Prieskum slovenského startup ekosystému.
 - Mayer, C., 1989, Myths of the West: Lessons from Developed Countries for Development Finance, WB Working Paper no. WPS301.
 - Stiglitz, J. E., 1989, Financial Markets and Developments, Oxford review of Economic Policy 5 (4): 55-68.
 - Wright W. a Bax, L., 2015, Decoding capital markets union: measuring the potential for growth across Europe's fragmented capital markets, NewFinancial.

Porovnanie BCPB s burzami v okolitých štátoch

Názov inštitúcie	Stručný popis	Ako funguje	Členovia	Člen CEESEG*
Burza cenných papierov Bratislava, a. s. (BCPB)	Akciová spoločnosť, hlavnými akcionármi sú Fond národného majetku (76 %) a Patria Online, a. s., (12 %). Vznikla v roku 1991 a obchodovať sa začalo v roku 1993.	Funguje na členskom princípe	15 členov a Národná banka Slovenska Top 3 (podiel v 1. polroku 2015): 1. Poštová banka (26 %) 2. Unicredit bank CZ a SK (24 %) 3. Tatrabanka (19 %)	nie
Pražská burza cenných papírů, a. s. (BCPP)	Akciová spoločnosť, najväčším akcionárom je CEESEG Aktiengesellschaft (93 %). Začala znovu obchodovať v roku 1993 a nadviazala tak na činnosť Pražskej komoditní a akciové burzy založenej v roku 1871.	Funguje na členskom princípe	18 členov, Česká národní banka a Ministerstvo financií ČR Top 3 (podiel v 1. polroku 2015): 1. WOOD & Company Financial Services (41 %) 2. Patria Finance (20 %) 3. Česká spořitelna (9 %)	áno
Budapest Stock Exchange (BSE)	Akciová spoločnosť, hlavnými akcionármi sú CEESEG Aktiengesellschaft (50 %) a Oesterreichische Kontrollbank AG (18 %). Je nástupcom Hungarian Stock Exchange založenej ešte v roku 1864.	Funguje na členskom princípe	33 členov Top 3 (podiel v 1. polroku 2015): 1. ERSTE Befektetési Zrt. (17 %) 2. WOOD & Company Financial Services (16 %) 3. KBC Securities Magyarországi Fióktelepe (10 %)	áno
Wiener Börse AG (WB)	Akciová spoločnosť, jediným akcionárom je CEESEG Aktiengesellschaft. Jedna z najstarších búr v rámci strednej Európy, bola založená v roku 1771.	Funguje na členskom princípe	Domáci členovia: 29 Zahraniční členovia: 58 Top 3 (podiel v júni 2015): 1. Deutsche Bank AG (8 %) 2. Morgan Stanley & CO (8 %) 3. Spire Europe LTD (7 %)	áno
Ljubljanska borza (LB)	Akciová spoločnosť, jediným akcionárom je CEESEG Aktiengesellschaft. Založená bola v roku 1989.	Funguje na členskom princípe	17 členov	áno
Warsaw Stock Exchange (WSE)	Akciová spoločnosť založená ministerstvom financií. V súčasnej podobe existuje od roku 1993.	Funguje na členskom princípe	Domáci členovia: 30 Zahraniční členovia: 26 Top 3 (podiel v júni 2015): 1. Dom Maklerski Banku Handlowego (11 %) 2. PKO Bank Polski (7 %) 3. Merrill Lynch International (7 %)	nie

Zdroj: Burza cenných papierov Bratislava, Pražská burza cenných papírů, Budapest Stock Exchange, Wiener Börse AG, Ljubljanska borza, Warsaw Stock Exchange a Bajus et al (2010).

* CEE Stock Exchange Group (CEEEG).