

# De Poolse en de Hongaarse aandelenbeurs

D.B. Lafeber-Strzalkowska en F.N. Lafeber\*

**D**e Poolse en de Hongaarse aandelenbeurs staan nog in hun kinderschoenen. Door het moeizame hervormingsproces en de onzekerheden die dit met zich brengt, is de omvang van de handel nog beperkt en het koersverloop grillig. Politieke stabiliteit, grote privatiseringsprogramma's en belangstelling van westerse beleggers kunnen ervoor zorgen dat de beurzen hun steentje bijdragen aan de overgang naar een meer marktgerichte economie.

Op de dag dat de eerste aandelenbeurs in Oost-Europa werd heropend in Boedapest, waren de verwachtingen hooggespannen<sup>1</sup>. Volgens de Hongaren zou de beurs een grote rol gaan spelen in de waardebepaling van vaste activa van bedrijven, die genoteerd staan aan de beurs. De noteringen zouden dan ook een leidraad zijn voor de waardebepaling van de overige bedrijven. De verwachtingen over de rol van de beurs waren nog hoger gespannen waar het de privatisering betrof. De beurs zou daarbij een grote rol kunnen spelen. Kleine investeerders zouden voorrang krijgen. Op deze manier zou er geen kritiek mogelijk zijn dat bezittingen van de staat tegen te lage prijzen van de hand werden gedaan. Natuurlijk zouden de Hongaarse burgers niet van de ene op de andere dag in aandelen gaan investeren, maar met het opzetten van een goede financiële infrastructuur zou het beleggen binnen enkele jaren een hoge vlucht kunnen nemen. Ten slotte zou de aandelenmarkt de mogelijkheid bieden voor ondernemingen om goedkoop fondsen te verwerven voor de verdere modernisering en ontwikkeling.

Sinds de opening van de Hongaarse beurs is bijna twee jaar verstreken. Op 16 april 1991 werd ook de Poolse beurs geopend (in het voormalige hoofdkwartier van de Poolse communistische partij) en er zijn vergaande plannen om dit ook in Tsjecho-Slowakije en Bulgarije te doen<sup>2</sup>. Ofschoon het nog te vroeg is om de balans op te maken van het functioneren van de aandelenmarkten in Hongarije en Polen, kan gesteld worden dat de hooggespannen verwachtingen nog niet zijn waargemaakt. De prijzen voor veel aandelen op zowel de Hongaarse als de Poolse markt zijn fors gedaald en de omzet en het aantal nieuwe noteringen valt tegen.

In dit artikel worden de ontwikkelingen op de Hongaarse en Poolse aandelenmarkten in 1991 geanalyseerd en vergeleken met een aantal andere landen. Vervolgens wordt de mogelijke bijdrage van de aandelenmarkt aan de overgang naar een sterkere en meer marktgerichte economie besproken. De factoren die op de toekomstige ontwikkeling van de

beurzen in Oost-Europa van invloed zijn, worden aan het einde van het artikel besproken.

## De Poolse aandelenmarkt

De Poolse beurs is gebaseerd op de structuur van de aandelenbeurs van Lyon. Transacties vallen onder de wet van 22 maart 1991 met betrekking tot 'Public distribution of securities and trust funds'. Het toezicht wordt uitgeoefend door de Commissie voor Waardepapieren. Het beoordelen van aanvragen voor nieuwe noteringen aan de beurs en het afgeven van licenties aan makelaars behoren ook tot de taken van deze commissie.

Gezien het prille stadium waarin de Poolse aandelenbeurs zich bevindt en gezien de onervarenheid van de Poolse belegger, is de handel in aandelen gebonden aan bepaalde regels die er voor moeten zorgen dat koersfluctuaties binnen vastgestelde marges blijven. Er wordt slechts eenmaal per week gehandeld op de beurs<sup>3</sup> en koersfluctuaties worden beperkt tot een maximum van 10% van de vorige koers. Indien een koersfluctuatie de maximale afwijking bereikt en nog verder dreigt te gaan, wordt bezien of er door overleg alsnog een evenwicht tussen vraag en aanbod bij die koers bereikt kan worden. Wanneer dit vanwege een te groot verschil tussen de koop- en verkooporders niet mogelijk is, wordt de handel in het betreffende aandeel voor een week opgeschort.

Deze maatregelen zijn van tijdelijke aard en zullen derhalve op den duur, als de beurs naar behoren

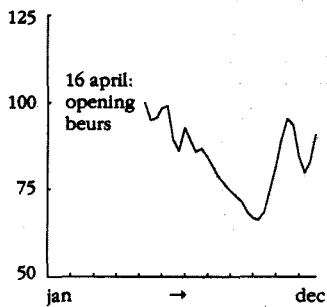
\* De auteurs zijn respectievelijk werkzaam bij Bank Contrade NV te Amsterdam en het Growth Dynamics University Institute van de Erasmus Universiteit Rotterdam. Zij danken M.P. van Dijk en C.J. Prins voor waardevol commentaar.

1. Zie bij voorbeeld de eerste *Stock Market Courier* in Hongarije, 21 juni 1990.

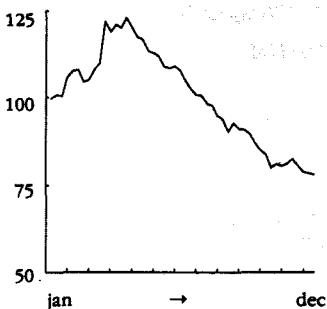
2. Bulgaria enters the bourse business, *Financial Times*, 28 november 1991. Ook in Ljubljana is een kleine beurs.

3. Vanaf begin 1992 zijn er twee sessies per week.

**Figuur 1. De Poolse beursindex, 1991**



**Figuur 2. De Hongaarse beursindex, 1991**



aandelen met korting konden kopen. Werknemers van de ter beurze genoteerde bedrijven kregen een korting van 50% als ze op de emissie inschreven. Houders van staatsobligaties konden 20% korting krijgen, indien ze de aandelen betaalden met deze obligaties. Deze kopers konden hun aandelen derhalve met winst verkopen, zelfs als de koers wat onder de uitgifteprijs lag.

De koersbewegingen in Polen zijn niet alleen grillig, maar ook onvoorspelbaar. De beurs reageert op geruchten, die vaak weinig met de feitelijke gang van zaken in het betreffende bedrijf te maken hebben. De politieke onzekerheid, ontstaan door de spreiding van de stemmen bij de parlementsverkiezingen van 27 oktober 1991, leidde niet tot een daling op de beurs. Integendeel, de WIG steeg in een week met bijna 7%.

Het grillige en onvoorspelbare karakter van de koersbewegingen op de Poolse beurs is terug te vinden in tabel 1. Er zijn grote verschillen tussen de hoogste en laagste koers in 1991 voor alle aandelen. De koers/winstverhoudingen op basis van de winst in 1990 en in de eerste helft van 1991 bedroegen nog twee tot vier voor de meeste aandelen. De gebruikte winstverwachtingen voor 1991 zijn echter belangrijk lager, waardoor het voor veel aandelen niet zinvol meer is om een koers/winstverhouding te berekenen.

De waardering van aandelen op de Poolse beurs is nog laag, hetgeen in overeenstemming is met de risico's. De hoge inflatie maakt het moeilijk voor bedrijven om winst te maken. De kans dat een of meer van de bedrijven die aan de beurs genoteerd staan failliet gaan, is reëel aanwezig.

De lage verhouding van de koers ten opzichte van de intrinsieke waarde per aandeel weerspiegelt dit

functioneert en redelijk stabiele prijsverlopen kent, worden afgeschaft. Beleggers kunnen hun orders plaatsen via een aantal bij de beurs aangesloten banken. De beleggers dienen hiervoor een depositorekening bij een van die banken te openen.

Op het ogenblik wordt er op de Poolse beurs gehandeld in de aandelen van twaalf geprijsde bedrijven. De uitgifte van deze aandelen was een redelijk succes, hetgeen onder meer te danken is aan een intensieve reclamecampagne en relatief lage nominale prijzen per stuk (tien à twintig gulden), bedoeld om particulieren in staat te stellen aandelen te kopen.

Figuur 1 toont dat het koersverloop in Polen grillig is. De beursindex (WIG) daalde tot eind september sterk, waarna er een herstel optrad. De redenen voor de aanvankelijke daling van de aandelenkoersen moet waarschijnlijk gezocht worden bij kopers die de aan-

risico. Echter, de in de meeste gevallen hogere waardering van de intrinsieke waarde bij toepassing van Poolse waarderinggrondslagen in plaats van internationale maatstaven, maakt een vergelijking met verhoudingen op andere aandelenmarkten moeilijk. In het Poolse (en ook Hongaarse) boekhoudstelsel wordt er nog te weinig en te langzaam afgeschreven, onderhoudskosten worden opgeteld bij de waardering van vaste activa en er zijn geen of geringe voorzieningen voor dubieuze debiteuren getroffen. Daartegenover staat dat de waarde van de grond vaak niet in de vaste activa is opgenomen.

### **De Hongaarse aandelenmarkt**

De aandelenbeurs in Polen heeft er verstandig aan gedaan om een jaar later te starten dan de aandelenbeurs in Hongarije. De beurs in Boedapest had te maken met grote onzekerheden, waaronder de Golfoorlog, de economische ineenstorting van de Sovjetunie en de overschakeling op handel in harde valuta tussen CMEA-landen. Ofschoon beide beurzen te maken hebben met de politieke crisis in de (voormalige) Sovjetunie, heeft Hongarije bovendien te kampen met de instabiliteit veroorzaakt door de burgeroorlog in Joegoslavië. In het algemeen vallen de winsten van de bedrijven tegen, mede als gevolg van de opgelopen schokken. Figuur 2 toont het dalende verloop van de aandelenmarktindex van Boedapest. Na een stijgend verloop tot april 1991 is de index met ruim een derde teruggelopen tot rond de 80 in november 1991.

Door lage winsten en tegenvallende rendementen blijft de belangstelling voor Hongaarse aandelen tegenvallen. Hierdoor dreigt ook het privatiseringproces vertraging op te lopen, ook al omdat Hongarije geen programma heeft voor massale privatisering zoals Tsjecho-Slowakije en Polen. Illustratief is het uitstel van de emissie van Danubius, een hotelketen en een van de betere bedrijven van Hongarije<sup>4</sup>. De emissie werd door het Bureau voor Staatseigendom (SPA) onder de huidige omstandigheden niet haalbaar geacht.

Tabel 2 geeft de kerncijfers van enkele aandelen op de Hongaarse beurs weer. Net als in Polen is het cijfer voor de koers/winstverhouding voor een aantal bedrijven minder van belang door de lage winsten. De schommelingen in de koersen zijn te vergelijken met die in Polen (een gemiddelde hoog/laagverhouding van 1,89 in Hongarije ten opzichte van 1,98 in Polen). De gemiddelde koersmutaties in 1991 pakken in vergelijking met Polen slechter uit. De koersen van 31 december bedroegen gemiddeld 85% van de eerste koers in 1991 in Hongarije tegenover 108% in Polen. De grootste bijdrage aan de daling werd geleverd door het softwarebedrijf Novotrade, waarvan de koers nog maar 25% van de koers aan het begin van 1991 bedroeg. Uitzonderingen op de daling waren vooral Nitroil, Sztroda, Martfu en Kontrax. Er is overigens nauwelijks handel meer in aandelen van Nitroil, omdat het merendeel in handen is van enkele grote beleggers<sup>5</sup>.

4. Zie N. Denton, The painful road to privatisation, *Financial Times*, 5 november 1991.

5. Overige aandelen waarin nauwelijks wordt gehandeld zijn Novotrade, Bonbon, Agrimpex en Terraholding.

## Internationaal perspectief

De International Finance Corporation publiceert jaarlijks een feitenboek over aandelenbeurzen in ontwikkeling<sup>6</sup>. Hierin zijn niet alleen ontwikkelingslanden als India, Indonesië en Brazilië, maar ook Europese landen als Griekenland en Portugal opgenomen.

Voor het opzetten van een effectenbeurs waren 1990 en 1991 moeilijke jaren. Ofschoon de snelst groeiende markten zich ook in de jaren negentig in de ontwikkelingslanden bevonden, daalde de 'composite index' van de International Finance Corporation in 1990 met 32%. In het begin van 1991 veroorzaakte de Golfoorlog onzekerheid onder beleggers en de ineenstorting van de Sovjetunie had grote gevolgen voor Oosteuropese ondernemingen, waaronder bedrijven die al genoteerd stonden aan de beurs. Om een idee te geven van het huidige belang van de Oosteuropese aandelenmarkt geeft tabel 3 een vergelijking met andere opkomende kapitaalmarkten.

Tabel 3 (blz. 420) geeft duidelijk aan dat de aandelenbeurzen van zowel Polen als Hongarije op basis van alle maatstaven nog relatief klein zijn, ook in vergelijking met andere opkomende kapitaalmarkten in Portugal, Griekenland en Turkije. Wat dagelijkse omzet betreft zijn de Hongaarse en Poolse beurs alleen levendiger dan die van Colombia en Nigeria. De marktkapitalisatie in Hongarije is ruim drie maal kleiner dan in Colombia. Met de groei van het aantal ondernemingen op de beurs, aanvullende emissies en koersstijgingen zullen de Hongaarse en Poolse aandelenbeurzen wellicht in de niet al te verre toekomst tot een vergelijkbare omvang komen als Zuideuropese beurzen. Dat deze ontwikkeling snel kan gaan toont het voorbeeld van Indonesië. Hier steeg de marktkapitalisatie van 68 miljoen dollar in 1987 tot 8.081 miljoen dollar in 1990<sup>7</sup>.

## Bijdrage aan de hervormingen

De effectenmarkt stimuleert economische ontwikkeling door het aantrekken van fondsen waarmee investeringen kunnen worden gefinancierd. De effectenmarkt draagt bij aan een hogere efficiëntie van de financiële sector, aan de mobilisering van besparingen, aan meer mogelijkheden voor het opzetten van nieuwe ondernemingen en aan verbetering van boekhoudsystemen en van financiële rapportage. Al deze elementen zijn van groot belang bij het invoeren van een marktgerichte economie in Oost-Europa. Een van de oorzaken van het falen van de planeconomie was ongetwijfeld de inefficiënte verdeling van binnenlandse en buitenlandse financiële middelen. Naast het rationaliseren van het banksysteem, kan ook de aandelenbeurs een bijdrage leveren aan een betere verdeling van het kapitaal over de alternatieve investeringsmogelijkheden. Tevens kan de beurs de onderkapitalisatie van bedrijven helpen verminderen door het bieden van de mogelijkheid om het eigen vermogen uit te breiden. Zonder nieuw kapitaal om modernisering te financieren zijn veel ondernemingen niet levensvatbaar meer. Met een hoge rentestand dient echter op korte termijn winst te worden gemaakt om in geval van leningen aan betalingsverplichtingen te kunnen voldoen. Het kunnen aantrekken van risicodragend kapitaal is daarom zeer belangrijk in de huidige onze-

Tabel 1. Kerncijfers van aandelen op de Poolse beurs

Naam	Sector	K/W 1991 <sup>a</sup>	Koers t.o.v. intrinsieke waarde p.a.	Hoogste/ laagste koers '91	Koers als % van emissiek.
Exbud	bouw	2,0	0,98	2,41	304
Kable	kabelfabr.	break-even	0,37	1,67	74
Krosno	kristalprod.	30,4	0,19	2,64	45
Prochnik	textiel	8,5	0,54	2,24	81
Tonsil	elektronica	break-even	0,28	2,54	48
Swarzedz	meubels	verlies	0,21	1,94	58
Wolczanka	textiel	3,5	0,65	1,44	81
Zywiec	bierbrouwerij	2,3	1,30	1,70	146
Wedel	zoetwaren	3,4	0,46	1,19	138
<b>Gemiddeld</b>		<b>8,4</b>	<b>0,55</b>	<b>1,98</b>	<b>108</b>

a. Gebaseerd op winstverwachtingen 1991 (*Rzeczpospolita*, 23 oktober 1991) en de beurskoers van 31 december 1991.

Bron: *Gazeta Bankowy*, 29 december 1991 aangevuld met eigen berekeningen op basis van Poolse gegevens.

Tabel 2. Kerncijfers van aandelen op de Hongaarse beurs

Naam	Sector	K/W 1991 <sup>a</sup>	Hoogste/ laagste koers '91	Koers mutatie in 1991 <sup>b</sup>	Dividend in % van koers <sup>c</sup>
Ibusz	toerisme	9,3	2,50	63	-
Konzum	handel	verlies	3,63	29	0,0
Sztrada-Sk.	handel	8,8	2,31	136	10,9
Fotex	holding	7,8	1,46	94	4,9
Styl	textiel	6,4	1,22	106	5,2
Zalakeramia	keramiek	26,0	1,12	106	-
Dunaholding	holding	-	1,82	97	-
Martfu	bierbrouwerij	14,6	1,40	109	4,9
Mueszi	handel/advies	10,8	1,73	91	8,0
Skala-coop	detailhandel	23,4	2,69	60	1,5
Nitroil	chemie	8,5	1,38	109	7,8
Novotrade	softw./handel	verlies	4,63	25	-
Buda-flax	textiel	6,7	1,78	55	11,1
Bonbon	zoetwaren	5,0	1,41	73	-
Agrimpex	landbouwvoer	4,9	2,61	63	8,6
Terraholding	handel	2,2	1,82	56	-
Kontrax	telecom	15,0	1,08	108	-
Kontrax	handel	10,8	1,12	111	-
Hungagent	handel	5,7	1,09	108	7,6
Garagent	handel	7,2	1,03	102	12,1
<b>Gemiddeld</b>		<b>10,2</b>	<b>1,89</b>	<b>85</b>	<b>6,9</b>

a. Zonder Kontrax die pas vanaf september op de beurs wordt verhandeld.

b. 2 januari 1991 = 100.

c. Gebaseerd op verwacht dividend eind 1991.

Bronnen: *Budapest stock exchange report*, 22 november 1991, *Hungarian Capital Markets Weekly Review*, Reuter.

6. International Finance Corporation, *Emerging stock markets factbook 1991*, Washington DC, 1991.

7. I.H. Ariawan, *Deregulering en liberalisering van de Indonesische effectenmarkt*, doctoraal scriptie, Erasmus Universiteit Rotterdam, 1990.

**Tabel 3. Marktkapitalisatie, gemiddelde dagelijkse handel, aantal noteringen en koers/winstverhoudingen in landen met opkomende aandelenbeurzen (einde 1990, Polen en Hongarije einde 1991)**

	Markt kap. <sup>a</sup> (mln. \$)	Handel per dag (mln. \$)	Aantal noteringen	Gem. k/w
Colombia	1.416	0,29	80	10,7
Indonesië	8.081	16	125	30,8
Nigeria	1.372	0,04	131	7,0
Griekenland	15.228	17	145	26,2
Portugal	9.201	7	181	15,5
Turkije	19.065	24	110	22,5
Hongarije	500	0,5	20	10,2
Polen	135 <sup>b</sup>	2,2 <sup>b</sup>	9	8,4

a. Aantal uitstaande aandelen vermenigvuldigd met de beurskoers.

b. Per week.

kere situatie in Oost-Europa. Het laat toe dat de winsten tijdens de transitieperiode beperkt blijven, zonder dat de onderneming in problemen komt met rente- en aflossingsverplichtingen op korte termijn. Beperkte winsten maken het natuurlijk wel moeilijker om vermogen aan te trekken. Er moeten derhalve goede vooruitzichten op hogere winst op middellange termijn zijn.

Er zijn ook kosten verbonden aan het opzetten van effectenmarkten, zoals de kosten van regulering, mogelijke instabiliteit op de markt en het gebruik van goedgeschoolde werknemers. Gezien de onderontwikkeling van de Poolse en Hongaarse kapitaalmarkten, staan deze kosten echter in geen verhouding tot de opbrengsten.

Over de invloed van transacties op de aandelenbeurs op de inkomensverdeling is weinig bekend. In veel opkomende kapitaalmarkten zullen de hogere inkomens het meest profiteren van de toegenomen investerings- en beleggingsmogelijkheden. Een interessant aspect van de situatie in Hongarije en Polen is dat bezit in de aanvangssituatie van de hervormingen ten opzichte van andere landen relatief gelijk verspreid was over de bevolking. Er was dan ook geen duidelijke groep potentiële beleggers, zelfs niet met een institutioneel karakter als pensioenfondsen en beleggingsmaatschappijen. De opkomende klasse van nieuwe particuliere ondernemers is de eerste groep die op grotere schaal in aandelen kan investeren.

De bijdrage die de aandelenbeurs kan leveren aan de privatisering van staatsbedrijven is voornamelijk beperkt. Binnenlandse en buitenlandse beleggers investeren nog maar mondjesmaat in aandelen, vanwege het risico en vanwege fiscale maatregelen. Het is vaak veiliger en, tot nu toe, ook rendabeler om in obligaties dan in aandelen te beleggen.

De geringe belangstelling voor aandelen betekent niet dat het privatiseringsproces in Polen en Hongarije tot stilstand is gekomen. Er zijn vele vormen van privatisering die niet via de aandelenbeurs lopen, zoals management buy-outs en directe buitenlandse investeringen. Bovendien vond het merendeel van de aanzienlijke groei van de particuliere sector in 1990 en 1991 plaats door de oprichting van nieuwe ondernemingen.

### Toekomstige ontwikkeling

Van Agtmael<sup>8</sup> geeft de volgende indeling voor de levenscyclus van een effectenbeurs:

- de slapende fase, waarin de bekendheid van de markt gering is. Verder wordt de markt gekenmerkt door een klein aantal genoteerde fondsen, door koersen die niet ver van de nominale waarde liggen en door weinig handel. In de loop van de tijd worden de aandelen ondergewaardeerd, waardoor een hoger rendement wordt verkregen dan met andere vormen van beleggingen. De effectenbeurs wordt derhalve aantrekkelijk voor beleggers;
- de manipulatiefase, waarin een klein aantal verhandelde fondsen en een beperkte hoeveelheid liquiditeiten de mogelijkheid schept voor de handelaren om de prijzen op te drijven. Een ander kenmerk van deze fase is dat de overheid de markt gaat stimuleren om aandelenemissies door ondernemingen te bevorderen;
- de speculatiefase, waarin emissies worden overtekend, meer ondernemingen de beurs opgaan, de aandelenhandel gekenmerkt wordt door grote kapitaalwinst, het aantal speculanten, emissiehuisen en hoeklieden toeneemt en de overheid strengere wetten opstelt;
- de 'crash'-fase, waarin de maximum hoeveelheid liquiditeiten die voor belegging beschikbaar is wordt bereikt. Het aantal emissies vermindert en de beleggers realiseren zich dat aandelen overgewaardeerd waren. In relatief korte tijd dalen de aandelenkoersen en verliezen beleggers het vertrouwen in de effectenmarkt;
- de rijpheidsfase, waarin de beleggers hun vertrouwen in de effectenmarkt herwinnen. Het aantal beleggers en het aanbod van aandelen nemen weer geleidelijk toe. Zowel de prijs van, als de handel in effecten schommelen binnen kleine marges.

Polen en Hongarije bevinden zich waarschijnlijk ergens tussen de manipulatiefase en de speculatiefase in. De marktkapitalisatie en koers/winstverhoudingen zijn nog laag, maar er is wel toenemende belangstelling voor aandelen te bespeuren. In Hongarije is deze belangstelling, waarschijnlijk tijdelijk, afgenomen door de tegenvallende resultaten van de bedrijven in verband met het grote aantal externe schokken dat zij de afgelopen jaren hebben moeten ondergaan.

Hoe, wanneer en in welke vorm de speculatiefase daadwerkelijk aan zal vangen op de Poolse en Hongaarse aandelenbeurzen hangt van een groot aantal factoren af. Politieke stabiliteit in de regio zou wel eens van cruciaal belang kunnen zijn. De aandelenmarkt zal zowel aan de aanbod- als aan de vraagkant gestimuleerd worden door privatisering van staatsbedrijven en de uitgifte van aandelen door particuliere ondernemingen. De vorm van het privatiseringsprogramma zal een belangrijke factor zijn voor de verdeling van voormalig staatsbezit over de bevolking. Massale 'volksprivatisering', waarvoor plannen bestaan in Polen en Tsjecho-Slowakije, zal gro-

8. A.W. van Agtmael, *Emerging securities markets*, Euromoney Publications Ltd., Londen, 1984, blz. 49.

te invloed uitoefenen op de prijsvorming en dynamiek op de aandelenmarkten.

Het Poolse programma voor massale privatisering steunt voor een belangrijk deel op buitenlandse beleggers. Er is dan ook een aantal potentiële voordelen aan de deelname van buitenlandse beleggers.

Naast de vergroting van de liquiditeit op de markt en het beschikbaar komen van vreemde valuta, kunnen buitenlandse beleggers functioneren als institutionele beleggers, een categorie die nu veelal nog te klein is of zelfs nagenoeg ontbreekt. De noodzaak leningen aan te trekken wordt verminderd. Buitenlandse investeerders nemen niet alleen deel in de winst, maar ook in het risico. Op die manier wordt het risico van de transitie gespreid over binnen- en buitenland en blijft de buitenlandse schuld van de overheid beperkt. Ten slotte bevordert de aanwezigheid van buitenlandse beleggers de opzet, verwerking en verspreiding van kwalitatief betere financiële informatie en rapporten, hetgeen ook ten goede zal komen aan binnenlandse beleggers.

In Polen en Hongarije zijn de regels voor buitenlandse beleggers erg liberaal. Kapitaalwinsten en dividenden kunnen omgewisseld worden in harde valuta en worden geparatriëerd.

Internationaal gezien zijn er trends te bespeuren die een positieve invloed zullen hebben op de prille Oosteuropese effectenmarkten. De internationale diversificatie van fondsen is de afgelopen jaren groot. De groei van fondsen gericht op bepaalde landen of regio's zal waarschijnlijk voortduren, vooral als hiertoe mogelijkheden worden geboden in het kader van privatiseringsprogramma's in Oost-Europa en schuldenomzetting in Latijns-Amerika. Er zijn al meer dan 20 op Oost-Europa gerichte fondsen. Deze fondsen zijn echter niet allemaal op beursaandelen gericht en moeten meestal het grootste deel van het kapitaal nog investeren<sup>9</sup>.

De stijgende koersen op opkomende markten zullen er toe bijdragen dat de kosten van het aantrekken van aandelenkapitaal zullen verminderen ten opzichte van de kosten van geleend kapitaal. Aandelenmarkten kunnen dan in toenemende mate een

bron worden voor de financiering van investeringen, vooral als buitenlandse portfolio-investeringen worden toegestaan. Omgekeerd zullen bedrijven in Oost-Europa en ontwikkelingslanden waarschijnlijk steeds meer emissies op buitenlandse effectenmarkten plaatsen. Dit gebeurt nu al in Wenen, waar een deel van de Hongaarse aandelen onderhands wordt verhandeld. Maar dit heeft vooral te maken met technische problemen op het gebied van bewaring en administratie van effecten.

### **Conclusie**

De Hongaarse en Poolse aandelenmarkten zijn nog relatief onbelangrijk. Het valt niet te verwachten dat deze situatie op zeer korte termijn zal veranderen, gezien de moeilijke en onzekere situatie waar veel bedrijven zich in bevinden. De afgelopen twee jaren werden ondernemingen in Oost-Europa geconfronteerd met andere betalingsvormen, andere managementvormen, andere kwaliteitsnormen, andere markten, een andere relatie met de overheid, een ander belastingsysteem, enzovoort.

Toch zijn er wel degelijk positieve ontwikkelingen gaande op de (kapitaal-)markten in Polen en Hongarije. Kennis en ervaring van banken en andere instellingen nemen langzaam toe. Er is een toenemende belangstelling voor het beleggen in aandelen en alle aan de beurs genoteerde bedrijven slagen erin het hoofd boven water te houden of zelfs winst te maken. Als het huidige groeitempo van de particuliere sector in Polen een afspiegeling is van de toekomstige ontwikkeling, dan wordt Centraal-Europa in de jaren negentig wat het Verre Oosten in de jaren tachtig was.

**D.B. Lafeber-Strzalkowska**

**F.N. Lafeber**

---

9. Voor een overzicht van deze fondsen zie: The race to fund the future, *Central Europe*, december 1991, blz. 21.