

Kampen om fondsbørsen i det 19. og 20. århundrede

Af *Jesper Lau Hansen*

Betegnelsen børs antages at være afledt af navnet på en flamsk købmandsfamilie, van der Buerse. Dens slægtsvåben viste en eller flere punge, og dens hus i Brugge tjente som mødested for købmændene i sidste halvdel af det 13. århundrede. Den første egentlige børs blev bygget i Antwerpen (1531), derefter fulgte blandt andet Toulouse og Lyon (1548-49), Paris (1563), London (1566), Genua (1570), Hamborg (1583) og Amsterdam (1608). Børsen i København blev opført af Christian IV i begyndelsen af 1600-tallet som led i hans merkantilistiske politik. Op til begyndelsen af det 19. århundrede lå magten over Børsen i København hos kongen, men i det 19. og 20. århundrede har en række forskellige aktørgrupper på skift haft magten. I det følgende opridser adjunkt, LL.M. Jesper Lau Hansen fondsbørsens historie fra dens start og frem til den seneste børsreform af 1995.

1. Indledning

I bogen *The Death of the Banker* fra 1997 beskriver den amerikanske økonomihistoriker Ron Chernow, hvordan *bankers*, og hermed mener han finansielle mellemænd i bred forstand, har mistet indflydelse.¹ Umiddelbart strider konklusionen mod det billede, vi har af børsrådgivere og finansfolk: De synes rigere og mægtigere end nogensinde. Men Chernows pointe er, at deres *relative* magt i forhold til kapitalleverandører (investorer) og kapitalforbrugere (erhvervslivet) er langt mindre end den magt, som f.eks. en J.P. Morgan – med tilnavnet Jupiter – kunne udøve på Wall Street ved århundredets begyndelse. Chernows konklusion er, at magten nu er hos investorerne, der har organiseret sig som pensionsfonde, investeringsforeninger mv., her kaldet institutionelle investorer.²

1. R. Chernow, *The Death of the Banker. The Decline and Fall of the Great Financial Dynasties and the Triumph of the Small Investor* (1997).

2. For USA oplyser Chernow (1997), s. 76, at investeringerne i perioden 1990-96 er tre gange større end fra investeringsforeningerne blev oprettet i 1924 og til 1990. Institutionelle investorer ejede i 1960 14,2 procent af de udstedte aktier i USA; i 1996 var andelen øget til 52,3 procent.

Analyseres Københavns Fondsbørs' udvikling i det 19. og 20. århundrede, kan man iagttage, hvordan en række af forskellige aktørgrupper på skift har haft magten over fondsbørsen. Slutresultatet synes at modsvare Chernows: I dag er det de institutionelle investorer, som har magten. Det skal indskydes, at magt kan defineres på forskellige måder. Chernow bruger udtrykket, hvor en part har mulighed for at diktere modparten sine betingelser. I det følgende anvendes begrebet som muligheden for at indrette driften af fondsbørsen efter eget ønske. Aktørskiftet angår følgende grupper: kongemagten, grossererne, vekselmæglerne, vekselernerne, pengeinstitutterne og investorerne. De enkelte grupper behandles nærmere i det følgende.

2. Kongemagten

Børsen i København blev opført af Christian IV som led i hans merkantilistiske politik. Bygningen blev påbegyndt i 1619 i tilknytning til inddæmningen af Christianshavn og var færdiggjort i 1640.³ Allerede omkring 1625 var Børsen brugbar, boderne var udlejet, og postforordningen af 24. december 1624 angav, at postmesteren skulle være på Børsen hver dag. I 1634 blev magister Valentin notar på Børsen, og samme år udnævntes Iver Jacobsen som post- og børsfører.

Børsens ejerforhold blev omskiftelige. Ved brev af 8. november 1636 fik købmændene rådighed over Børsen i tre år. Da de tre år var gået, synes kongen selv at have disponeret over Børsen indtil 1642. Fra 1642 blev hele Børsen lejet ud til storkøbmanden Jacob Madsen for et år ad gangen, for siden ved skøde af 17. december 1647 at blive solgt til Madsen af rigshofmester Corfitz Ulfeldt. Efter Ulfeldts fald blev salget bestridt, og i 1669 gik forretningen tilbage, så kongen igen var ejer af Børsen. I 1685 fik Søkvæsthuset – et hospital for søens tilskadekomne, som var oprettet omkring 1618 og fra 1684 havde til huse ved Nyhavn – Børsen i brugeligt pant. Det vil sige, at Kvæsthuset skulle oppebære lejeindtægterne til dækning af sit krav på afkast af dets udlån til kongen, også selv om indtægterne ikke dækkede renterne af den kongelige gæld. Det var en dårlig forretning, som Kvæsthuset søgte at modsætte sig, og Børsen fik i denne periode en stedmoderlig behandling. Ved overenskomst af 11. juni 1775

3. Om Børsens tidligste historie se Th. Green, *Børsen i København* (1898) og J. Werner, *Børsen – en fremstilling i billeder og text af Københavns børsbygningens historie 1619-1915* (1915).

blev Børsen overdraget til Kurantbanken, der iværksatte en tiltrængt restaurering. Banken var oprettet 1736 og var reelt blevet statsejet, da kongen havde købt aktierne i 1773. Banken blev brugt til at bekæmpe krisen i slutningen af 1780'erne, men måtte opgive 1791. Herefter gik administrationen af Børsen over til Kurantbankens Realisations-kommission. Krigen mod England 1807-14 medførte blandt andet en radikal omlægning af statsmidlerne, ofte omtalt som Statsbankerotten 1813. Forvaltningen af Børsen blev i den forbindelse i 1816 lagt over til Direktionen for Statsgælden og den synkende fond, der var en statsgældsafviklingsfond. Overførelsen af Børsen fra realisationskommissionen til statsgældsdirektionen markerede ikke den store forandring, og ved enevældens ophør i 1849 blev Børsen betragtet som statens ejendom.

I perioden op til begyndelsen af det 19. århundrede lå magten over Børsen – en adskillelse mellem vare- og fondsbørs var der endnu ikke tale om – hos kongen. Af finansielle grunde var ejerskabet undertiden henlagt til andre, men en regulering af driften var undergivet kongemagtens kontrol. Dette bevidnes af børsordonnancen af 1692 og dens afløser, Børsanordningen af 1808. Begge disse førkonstitutionelle retsakter opererer med et vist tilsyn fra de handlendes side, hvilket peger mod en øget betydning for denne aktørgruppe. Men i Børsens tidligste historie var de forskellige grupper af handlende ikke tilstrækkeligt velorganiserede til at udøve et egentligt selvstyre over Børsen, og den afgørende magtfaktor blev da den offentlige regulering.

3. *Grossererne*

Københavns handlende var fra gammel tid opdelt i to lav: klædebo (købmændene) og kræmmere.⁴ Klædebolavets skrå af 25. januar 1592 udtalte, at dette var det fornemste lav i staden. Lavet hed klædebo, fordi medlemmerne handlede med klæde både en gros og en detail. Andre varer blev kun solgt en gros. Klædebolavet var således de egentlige købmænds lav, hvorimod kræmmerlavet var detailhandlernes. Som nævnt fulgte Christian IV en merkantilistisk politik, og som led i denne politik forbød han lavene ved forordning af 19. juni 1613. Men allerede ved forordning af 10. december 1621 måtte man lempe på forbudet ved at give hånd-

4. Om grosserernes historie se jubilæumsskriftet *Grosserer-Societetet 1742-1942*, red. V. Lorentzen (1942) og J. Schovelins værker, navnlig *Fra kongegunst til selvstyre* (1917) samt Werner (1915).

værksmestrene adgang til at fastsætte visse vilkår for deres og svendenes forhold. Herved havde man reelt opgivet modstanden, og lavene genopstod. For Københavns købmænd og kræmmere betød ophævelsen af deres to lav i 1613, at de senere, da lavene igen vandt indpas, fik et fælles lav med lavsskrå af 17. december 1651. Skråen sondrede fortsat mellem købmænd og kræmmere, blandt andet kunne de mødes hver for sig. Endvidere pålagde skråen, at lavsbrødrene skulle holde deres børstid.

Med forordning af 16. april 1681 om Commerciens og Negotiens Befordring blev de handlendes forhold omorganiseret.⁵ Kræmmerne blev opdelt i lav efter de varer, som de solgte, og handlen med de pågældende varer en detail var forbeholdt lavet. Handel en gros var derimod fri, både med hensyn til varer og hvem der ville være *groshandler*, senere kaldet grosserer. Grossererne var heller ikke undergivet lavstvang, og deres tidligere lav opløstes. Endvidere havde visse fremmede »ifølge traktat« ret til handle, men da kun engros.

Forordningen søgte også at koncentrere handlen på købstæderne. Købmandskab på landet blev forbudt i vidt omfang (artikel 6), og markeder skulle fortrinsvis holdes i købstæderne (artikel 10). Endvidere fastsatte artikel 7, at håndværkere kun måtte bo i købstæderne. Undtagelse blev dog gjort for visse former for håndværk, som var nødvendige lokalt på landet, f.eks. grovsmede og bødkere. Ved at henvise håndværkerne til købstæderne styrkede kongemagten lavsvæsenet i købstæderne. At dømme efter kongemagtens modvillige forhold til lavene var det formodentlig en utilsigtet virkning af dette tidlige eksempel på erhvervsregulering. F. Vinding Kruse peger på, at tilstedeværelsen af håndværkere på landet i England, som ikke var undergivet lavenes myndighed, dannede grundlaget for det forstadium til industrialiseringen, som udgjordes af det såkaldte *domestic system* (hjemmeindustri). Det gav med tiden en uddannet uorganiseret arbejdskraft, som kan være en forklaring på, at England opnåede en industrialisering i anden halvdel af det 18. århundrede væsentligt før det øvrige Europa.⁶ Det er derfor nærliggende at formode, at forordningen af 1681 styrkede lavsvæsenet i Danmark.

Ved Forordning om Commerce af 4. august 1742 søgte kongemagten at genskabe sondringen mellem groshandel og detailhandel, der var blevet udvisket siden forordningen af 1681. Detailhandlen blev bevaret som organiseret ved lavsvæsenet, og detailhandlerne måtte ikke handle en gros.

5. Forordningen var formodentlig inspireret af den franske Ordonnance pour le Commerce fra 1673, se I. Dübeck, *Aktieselskabernes retshistorie* (1991), s. 13.

6. F. Vinding Kruse, *Arbejdets og kapitalens organisationer* (1913), s. 31ff.

Til gengæld måtte groshandlerne ikke handle en detail, og de skulle endvidere handle i første hånd, dvs. ikke fra mellemhandlere. Byens groshandlere havde ønsket en lavsordning svarende til kræmmernes, men kongemagten var imod. Tværtimod ønskede man at tiltrække groshandlere også fra udlandet. Forordningen søgte i stedet at imødekomme stadens groshandlere ved at give særrettigheder for de såkaldte »virkeligt indskrevne groshandlere«, idet disse måtte handle i mindre kvanta end andre groshandlere (artikel 11). For at blive *indskrevet groshandler* skulle man eje skib eller skibsanpart og have borgerbrev, evt. dog blot være oplært i købmandskab og holde kontor. De indskrevne groshandlere skulle indbyrdes vælge en formand og to ældste, som skulle indkalde de indskrevne groshandlere til møder, hvor deres stands interesser kunne drøftes. Der var tale om en begyndende ordning med selvstyre for de indskrevne groshandlere.

I disse tider, der hovedsageligt var opgangstider, fungerede *kursnoteringen* ikke tilnærmelsesvis så godt som i udlandet. Private handelshuse og Kurantbanken udgav deres egne, ofte indbyrdes afvigende, kursnoteringer på vekslers. Kursnotering angik, hvilke kurser man skulle betale for givne varer. Af særlig betydning var kurserne på vekslers, fordi vekslers blev anvendt som betalingsmiddel ved samhandlen, især udenrigshandlen.

Ved reskript af 27. februar 1787 søgte man at etablere en *officiel notering* af vekselkurserne. Det blev overladt et udvalg af grosserere, hvoraf mindst to skulle være til stede på Børsen. Til denne Kursnoteringskomité skulle vekselmæglerne oplyse de beløb og kurser, som de havde købt og solgt til.

Kurantbankens krise sidst i 1780'erne medførte, at de indskrevne grosserere den 1. marts 1790 dannede »Groshandlernes nøjere Forening«. Foreningen skulle med tiden blive til *Grosserer-Societetet*, i dag Det danske Handelskammer. Forordningen af 1742 om formand og ældste var gennem længere tid ikke blevet efterkommet, idet man undlod at vælge ældste. Kun formanden var tilbage, og han arbejdede energisk på at komme af med bestillingen.⁷ Krisetiderne gav imidlertid behov for atter at samles, og grosserernes funktion i kursnoteringskomitéen har formodentlig medvirket til ønsket om fastere rammer for deres fællesskab. Grosserernes nøjere Forening var dog i nogle år fortsat et løsere fællesskab uden egentlig ledelse. I forbindelse med en kortvarig krise i 1797 stiftede socie-

7. M. Vibæk i *Grosserer-Societetet 1742-1942* (1942), s. 67.

tetet en »komité til handlens tarv«, som med tiden blev til Grosserer-Societetets Komité.⁸

Englandskrigene 1807-14 medførte en betydelig vareknaphed og dermed forbundet spekulation, kaldet agiotage. Børsanordningen af 1808 var vendt herimod, blandt andet skulle hvervet som børskommissær sikre, at de forskellige nye forordninger rettet mod agiotagen blev overholdt. Endvidere blev den mere liberale forordning om handel fra 1742 indskrænket af en ny plakat om samme emne 1808. Groshandel krævede fremover, enten at man var indskrevet grosserer efter forordningen af 1742, eller, som noget nyt, at man fik tilladelse fra magistraten eller den øvrighed, hvor man havde hjemme. Herved ophævede man reelt den fri adgang til groshandlen, idet der krævedes to næsten enslydende tilladelser fra den samme myndighed.

Den frie adgang til at engagere sig i groshandlen forud for plakaten af 1808 gjorde, at krigen havde medført en stigning i antallet af groshandlere. Mange af disse nytilkomne valgte at ignorere – og blev velsagtens ignoreret af – Grosserer-Societetet. Medlemskabet af Societetet var således lavt i forhold til antallet af indskrevne grosserere. Det er karakteristisk, at børsanordningen af 1808 og den samtidige mæglerforordning henviste til grossererselskabet eller grosserernes formand og ældste. Kongen havde sympati for disse grosserere, der flere gange fortrak ham økonomisk under Englandskrigene.⁹ Med plakaten af 1808 var sondringen mellem grossererne reelt ophævet, og det var derfor til at forudse, at kongen ville begunstige de »rigtige« grosserere, når der kom mere rolige tider. Det skete ved anordning af 23. april 1817, hvor Grosserer-Societetets Komité blev lovfæstet i § 12. Samtidig blev ordningen med »ældste« ophævet. Efter et reskript af samme dato fik Societetet lov til selv at vælge medlemmerne til den første komité, men herefter skulle Societetet indstille tre for hver plads, og det endelige valg tilkom da kongemagten. Ved plakat af 10. februar 1818 indførtes tvungent medlemskab af Grosserer-Societetet.

Som den første børskommissær efter børsanordningen af 1808 blev valgt L.N. Hvidt, der tidligere havde været grosserer.¹⁰ Anordningen synes navnlig at have været affødt af krigen og tiltagene mod agiotagen, for efter freden ønskede Hvidt at fratræde sin stilling og genoptage grosserer-

8. Grosserer-Societetet var da så stærkt, at det kunne udstede egne betalingsmidler, de såkaldte komité-sedler, se M. Rubin, *1807-14* (1892), s. 69ff.

9. Rubin (1892), s. 197ff.

10. L.N. Hvidt (1777-1852) var aktiv politisk, dels som medlem af stænderforsamlingerne fra 1830'erne, dels som anfører for Københavns Borgerrepræsentation, og som sådan ledte han optøget i marts 1848, der førte til den fri forfatning.

gerningen, hvilket han meddelte i foråret 1816. Da han året efter blev valgt til Grosserer-Societetets Komité, kan det formodes, at han stod på særdeles god fod med de øvrige medlemmer af Grosserer-Societetet. De har derfor formodentlig været underrettet om hans ønske om at trække sig. I hvert fald reagerede Societetet hurtigt på nyheden om hans afsked. Hvidt havde i sin afskedsbegæring udtrykkeligt anført, at der ikke længere var behov for en børskommissær. Da Kommercekollegiet spurgte Grosserer-Societetets ledelse, svarede de den 21. maj 1816, at man selv kunne holde det fornødne tilsyn. Det blev accepteret af kollegiet, som ved resolution af 1. juni 1816 besluttede at lade posten som børskommissær forblive ubesat. Herved var statens tilsyn med Børsen overgået til Grosserer-Societetets Komité, og grossererne var blevet herrer på Børsen. Det blev yderligere befæstet, da Grosserer-Societetet erhvervede Børsen i foråret 1856. Man var nu herrer i eget hus.

4. Vekselmæglerne

Den første regulering af *mæglere* fandt sted i lavsskråen af 17. december 1651 for det fælles købmands- og kræmmerlav.¹¹ Skråen fra 1651 angav, at der skulle vælges en eller to mæglere. Stillingen synes usikker, for mægleren skulle have et årligt »salarium, indtil Gud vil handlen tiltager, så han af hans kurtage og mæglerpenge kan sig opholde«. Med forordning af 16. april 1681 om Commerciens og Negotiens Befordring blev mæglerne undergivet edspligt, dvs. erhvervet blev reguleret, og deres kurtage skulle reguleres af Kommercekollegiet (forordningens 5. kapitel). Endvidere måtte mæglerne ikke drive særhandel, dvs. de skulle alene agere som mellemænd og dermed undgå interessekonflikter. Kravet om upartiskhed blev gentaget i mæglernes artikler af 26. januar 1684 (artikel 7), der endvidere angav, at mæglerne skulle opholde sig på Børsen alle søgnedage.

I tillægget var anført mæglernes kurtage: »Penge på deposito af 100 rdlr.: 1 mark, 8 sk.« I mangel af egentlige papirpenge (pengesedler) handlede man altså anvisninger på indskud. Endvidere angives følgende takst: »Alle aktier udi det Ost-Indiske/Vest-Indiske/ og andre kompagnier af en

11. Om mæglernes historie se jubilæumsskriftet *Mæglerkorporationen 1808-1908*, red. P. Ryge-Jensen og M. Wesenberg (1908). Se ligeledes om børsmæglernes historie I. Gejl, *Indenfor snorene* (1989).

kapital som man participerer af et hundred rigsdaler: 1 mark, 8 sk.« Aktieomsætningen var så småt kommet i gang.

I tilknytning til de to retsakter af 1808 fremkaldt af krigen mod England, børsanordningen og plakaten om Commerceforordningen fra 1742, blev der samtidigt udstedt en mæglerforordning. Forordningen var dog ikke et direkte resultat af krigen, som de to andre, men var forberedt gennem flere år. Mæglerforordningen af 1808 fortsatte ordningen fra mæglerartiklerne fra 1684 om, at mæglere skulle aflægge ed, men angav nu endvidere, at mæglerne tillige skulle beskikkes af magistraten (§ 1). Mere ubehageligt for mæglerne var, at »Grossererselskabet« (Grosserer-Societetet var endnu ikke lovfæstet) skulle høres af magistraten (§ 2). Endvidere kunne beskikkelse kun opnås, hvis ansøgeren var blevet eksamineret af grosserernes formand og ældste (§ 4). Det er formodentlig også grosserernes holdninger, der skinner igennem forordningens krav om, at mæglere – ud over at have et godt rygte – fortrinsvis bør vælges blandt »sådanne subjekter, som ved uheld, uden deres brøde, have tilsat deres formue i handlen og er udgåede af købmandsstanden«, dog kunne oplæring på et mæglerkontor også tælle (§ 3). Efter fransk mønster blev mæglerne opdelt i fire klasser: vare-, veksel-, skibs- og assurancemæglere (§ 5). Endelig skulle mæglerne organisere sig med en formand og tre bisiddere (§ 22), hvilken forening udgjorde Mæglerkorporationen.

Disse dele af mæglerforordningen var formodentlig planlagt før krigens udbrud, hvorimod krigen synes at have været anledning til forordningens bestemmelse om *priskuranter* (§ 20). Bestemmelsen fastslog, at priskuranter, dvs. oversigter over gældende priser for forskellige varer, skulle opgøres hver uge, og at de også burde indeholde kursen på »veksler og speciesmønt, samt disconto og aktiers pris, tilligemed assurancepræmierne«. Mæglerne skulle udarbejde priskuranterne, da de fra deres daglige arbejde kendte de gældende priser og kurser. Som kontrolforanstaltning skulle priskuranterne undergives et vist tilsyn af Grosserer-Societetets formand og ældste, dvs. Komitéen, og børskommissæren.¹² I lighed med kursnoteringen af vekslere efter reskriptet af 1787 fik kursnoteringen (priskuranten) efter mæglerforordningen karakter af en offentlig kursnotering, hvor offentlig skal forstås i betydningen kontrolleret og lov- hjemlet.

Markedet for aktier og obligationer udvikledes i første tredjedel af det

12. Det er en kuriøs detalje, at grosserernes forening her omtales som societetet, mens den andre steder i samme forordning omtales som selskabet, se §§ 2 og 4. Formodentlig er bestemmelsen yngre end de øvrige i forordningen.

19. århundrede. Det skyldtes navnlig statsobligationerne. Mængden blev særligt forøget, da statsobligationernes indfrielse blev ophævet som led i statsbankerotten 1813. Mængden af aktier synes derimod at have været beskeden.¹³

Fra 1840 og frem indtrådte en markant stigning i antallet af aktieselskaber.¹⁴ Vekselmæglerne må i denne periode være begyndt på at holde omsætningen af værdipapirer som et samlet arrangement forbeholdt deres stand. Det ses af, at en gruppe vekselerere henvendte sig til Grosserer-Societetets Komité den 31. august 1846 med anmodning om ændring af kursnoteringsmåden vedrørende andre værdipapirer end veksler.¹⁵ Vekselererne hævdede, at den eksisterende ordning kunne misbruges. Vekselmæglerne måtte jo ikke handle for egen regning, og den enkelte vekselmægleres ordrer under noteringen afspejlede derfor de ordrer, som han havde modtaget fra de handlende, typisk vekselererne. Men netop fordi vekselmæglerne ikke kunne fravige disse ordrer og købe efter egen indskydelse, kunne de heller ikke forhindre, hvis en kollega med meget store ordrer benyttede disse til at manipulere prisen. Vekselererne, der i en sådan situation kunne handle for egen regning og dermed modvirke manipulationen, ønskede derfor at få adgang til noteringen.¹⁶ Grosserer-Societetet havde forståelse for synspunktet og foreslog derfor oprettelsen af nok en komité bestående af en vekselmægler, et medlem fra Grosserer-Societetets Komité og en vekselerer. Denne komité var vel inspireret af den daværende Kursnoteringskomité, som stod for vekselnoteringen, og hvis grosserer-medlem tillige førte tilsyn med den officielle kursnotering (priskuranten) af aktier og obligationer. En sådan ordning ville have fastholdt grosserernes kontrol også med fondsbørsen, som endnu var lille, men dog i vækst. Grosserer-Societetets Komité forelagde sit forslag for mæglerkorporationen, som imidlertid afviste forslaget. Grosserer-Societetets Komité forfulgte ikke sagen videre, men lod sig nøje med at have ansvaret for den officielle notering (priskuranten), som nu fandt sted de to af ugens seks dage.

Det vides ikke, hvordan vekselmæglerne havde organiseret den handel med værdipapirer, som vekselererne forgæves søgte at få indflydelse på.

13. Dette modsvarer udviklingen i udlandet, hvor fondsbørserne synes at vokse frem på baggrund af staternes udstedelse af gældsinstrumenter. A. Greif, *Economic History and Game Theory*, Stanford University Working Paper, 25.06.1997, s. 8 med henvisninger.

14. Dübeck (1991), s. 39 og A. Nielsen, *Industriens historie* (1944), s. 207.

15. Gejl (1989), s. 97f.

16. A. Nielsen (1944), s. 234 bemærker, at aktiemanien ebbede ud i 1846. Vekselerernes henvendelse skal måske ses på baggrund af de indtrådte nedgangstider.

Formodentlig har det lignet den form med et opråb af hvert papir, som senere blev fastlagt ved skabelsen af den egentlige fondsbørs. Givet er det dog, at vekselmæglernes aktiviteter forholdsvis hurtigt medførte, at der blev tilvejebragt en kursnotering hver af ugens dage. Det ses af datidens aviser, hvor kurslisterne er optrykt.¹⁷ Vekselkursen blev offentliggjort to gange om ugen, tirsdag og fredag, som pålagt Kursnoteringskomitéen. Men den 22. juli 1825 indeholdt vekselkurslisten i *Handels- og Industrie Tidende* tillige en række obligationer og det Asiatiske Kompagnis aktier. Oplysningerne om obligationer og aktier forekom dog kun en gang ugentligt, om fredagen som fastsat i mæglerforordningen, mens veksellisten også udkom om tirsdagen. I *Mercurius* for den 27. januar 1835 var listen blevet ens de to dage, hvilket afspejler, at der nu også fandt en officiel kursnotering sted af værdipapirer to gange ugentligt, selv om mæglerforordningen kun foreskrev en. Overskriften var ændret til Københavns Børscours, hvilket tidligere kun var en undertitel under overskriften Vexelkurs. I *Berlingske Tidende* for lørdag den 15. november 1845 optryktes for første gang kurslisten fra de noteringer, som vekselmæglerne selv foranstaltede de øvrige af ugens dage, dvs. de uofficielle kursnoteringer. Listen indeholdt 17 papirer, hvoraf enkelte papirer også optrådte på den officielle notering, hvor Grosserer-Societetet bestemte, hvilke papirer der skulle noteres. Rapportørerne for de to lister var to forskellige firmaer og vedblev at være det. Det understreger, at også vekselmæglerne opfattede de to kurslister som forskellige, og at omverdenen opfattede vekselmæglernes kursnotering som tilstrækkelig velorganiseret til at være tillidsvækkende i lighed med de to officielle noteringsdage. Det er i denne sammenhæng, at vekselernes henvendelse om adgang til kursnoteringen året efter skal ses. Siden 1854 offentliggøres en daglig kursliste. Af ugens seks dage med kursnoteringer var således kun de to officielle noteringsdage, hvor grossererne havde ansvaret, de øvrige fire dage bestemte vekselmæglerne.

Den embryoniske fondsbørs ved midten af det 19. århundrede var således fortrinsvis undergivet vekselmæglernes magt. Ganske vist skulle grossererne kontrollere priskuranten og bestemme, hvilke papirer der skulle have deres kurs offentliggjort på kurslisterne disse dage. Men tilvejebringelsen af kursoplysningerne blev leveret af vekselmæglerne, og de følte sig berettiget til at afholde kursnotering også de øvrige dage og for andre papirer på en sådan regelmæssig og fast organiseret måde, at avi-

17. Om fondsbørsens tidligste historie se H. Green, *Krigen og kurserne* (1919), om kurslister se s. 128ff.

serne rapporterede disse kurslister på selvsamme måde som de to officielle dage.

5. Vekselererne

Vekselererne, eller med et italiensk ord bankiererne, var pengehandlere, dvs. købmænd inden for det finansielle område. De opstod i den italienske renaissance af storkøbmændene. Disse købmænd havde et likviditetsoverskud, som gjorde det muligt for dem at fungere som pengeudlånere til andre købmænd og ikke mindst fyrster og andre politiske magthavere, ofte mod handelsmæssige begunstigelser og privilegier.¹⁸ Senere udviklede der sig egentlige bankierer, hvis forretninger hovedsageligt var pengehandel. Denne start for bankiererne som købmænd er formodentlig også parallel med udviklingen i Danmark. Det kan forklare mæglerforordningens udsagn om, at priskuranter udarbejdes af mæglerne efter overenskomst med stadens »handlende«, hvilket er en generel henvisning til stadens købmænd. En udsondring af bankiererne og vekselererne som en særskilt klasse forskellig fra de øvrige grossererere var næppe sket endnu i begyndelsen af det 19. århundrede.

C. Hage peger endvidere på en arbejdsdeling med de større banker ved udgangen af det 19. århundrede, som var begrundet i en asymmetrisk informationsfordeling. Vekselererne kunne i kraft af deres lokalkendskab til de enkelte handlende og deres kreditværdighed diskontere vekslere, som bankerne ikke turde beskæftige sig med. Vekselererne endosserede herefter disse vekslere, hvorefter bankerne kunne diskontere dem.¹⁹

I løbet af anden halvdel af det 19. århundrede vandt vekselererne frem i forhold til vekselmæglerne. Vekselererhvervet var mere givtigt, hvilket gav vekselererne en konkurrencefordel fremfor vekselmæglerne. Vekselmæglerne kom med tiden i et underordningsforhold til vekselererne, f.eks. som ansatte hos vekselererne.²⁰ Herved fik vekselererne større, om end indirekte, indflydelse på kursnoteringen. Det første forsøg fra vekselerernes side på at opnå direkte indflydelse synes at være henvendelsen i 1846 (jf. ovenfor). Det er vanskeligt at afgøre, hvornår vekselererne ryk-

18. L. Jardine, *Worldly Goods* (1996), s. 102ff.

19. C. Hage, *Haandbog i handelsvidenskab* (1894), s. 621f. Arbejdsdelingen førte til, at Nationalbanken i 1861 indførte en dobbelt diskonto, hvor den laveste sats blandt andet gjaldt vekslere endosseret af bankiers. E. Hoffmeyer, *Strukturændringer på penge- og kapitalmarkedet* (1960), s. 33.

20. H. Green (1919), s. 139f.

kede fra tilskuerpladserne til noteringspladserne. Formodentlig er det egentlige skred sket i anden halvdel af 1860'erne, hvor gründerperiodens aktieomsætning eksploderede. Th. Green oplyser, at vekselmæglerne og vekselererne blev ligestillet under noteringen i 1860'erne.²¹ Den egentlige formæling skete, da vekselererne og vekselmæglerne etablerede en fælles forening den 13. december 1871.

Vekselmæglernes og vekselerernes forening erstattede vekselmæglernes syndikat, som hidtil havde stået for kursnoteringen. Blandt den nye forenings medlemmer blev foreningen stadig omtalt som Syndikatet.²² Foreningen nedsatte et *Kursnoteringsudvalg*, ikke at forveksle med grosserernes Kursnoteringskomité i henhold til reskriptet af 1787. Kursnoteringsudvalget var foreningens eksekutive organ, som forestod kursnoteringen i auktionsform ved opråb. Der blev givet regler for kursnoteringen den 2. februar 1874.²³ Reglerne fra 1874 er ganske kortfattede og fortsatte formodentlig de bestående rutiner. De viser i øvrigt, at fondsbørsen endnu ikke skelnede mellem valuta og værdipapirer. Det fremgår navnlig af et supplerende sæt regler, der er vedtaget 11. november 1874, og som havde virkning fra 1. januar 1875. Disse regler angiver opråbsrækkefølgen: 1) norske sedler, 2) svenske sedler, 3) preussiske dalere, 4) obligationer og 5) aktier. Det fremgår utvetydigt af reglerne, at opråbene angik handel, ikke kun notering af kursen på allerede indgåede handler. Reglerne af 1874 blev ikke tilsendt Grosserer-Societetets Komité, måske fordi man endnu ikke havde udarbejdet vedtægter. Samme år fik kursnoteringsdeltagerne overladt den tidligere auktionssal på Børsens 1. sal af grossererne.

Kursnoteringsudvalgets første medlemmer skulle til valg i januar 1875, samtidig ville man få vedtaget foreningens vedtægter. Den 5. december 1874 modtog Kursnoteringsudvalget en anmodning om at overflytte nogle aktier fra en månedlig notering til en ugentlig.²⁴ Anmodningen var støttet af godt 30 medlemmer af kursnoteringen, hvilket var op imod halvdel af foreningens medlemmer. Udvalget afviste anmodningen, hvilket imidlertid blev mødt ganske hårdt fra forslagsstillernes side, der oplyste, at de i så fald ville holde en *privat*-notering af papirerne om onsdagen efter Kursnoteringsudvalgets notering – de truede således reelt med at op-

21. Th. Green, *Fondsbørsen i København* (1889), s. 3.

22. Th. Green (1889), s. 57 angiver det som »udvalgets festnavn«.

23. Reglerne angives som tabt hos Gejl (1989), s. 110, men et eksemplar blev fundet i foråret 1998 hos Københavns Fondsbørs A/S. Gejl antog, at reglerne mindede om de senere regler fra 1876, hvilket har vist sig at være korrekt.

24. Gejl (1989), s. 113ff.

rette en konkurrerende fondsbørs. Kursnoteringsudvalget henvendte sig da til Grosserer-Societetets Komité og kunne derefter meddele de pågældende forslagsstillere, at den havde fået bemyndigelse til at forbyde en sådan notering. Om hjemlen for bemyndigelsen til at forbyde noteringen var hos Grosserer-Societetets Komité som officiel myndighed eller blot som »husvært« for kursnoteringen er uklart, men det udløste en betydelig forbitrelse hos de mange medlemmer, der havde støttet initiativet. En gruppe på nu 32 medlemmer skrev til Kursnoteringsudvalget og beklagede denne udvikling, navnlig at Udvalget havde henvendt sig til Grosserer-Societetets Komité, »hvis magt med hensyn til kursnoteringen de fleste af Udvalgets medlemmer ved tidligere lejligheder aldeles ikke har villet anerkende«. På mødet i januar 1875 blev kun de færreste af de tidligere medlemmer genvalgt. Det er formodentlig under indtryk af en mere uforsonligt indstillet gruppe, at Kursnoteringsudvalget i den følgende periode skabte sine vedtægter og, vigtigst af alt, monopoliserede adgangen til fondsbørsen. At grossererne derimod ikke var fjendtligt indstillet over for Kursnoteringsudvalget ses af, at Grosserer-Societetets Komité i et brev af 10. februar 1875 bekræftede underretningen om nyvalget til Kursnoteringsudvalget. Komitéen meddelte, at kursnoteringsværelset blev overladt Udvalget til kursnotering de øvrige dage i ugen, hvor grossererne ikke holdt opsyn, hvilket blev gengivet i Grosserer-Societetets Børsorden året efter (jf. dennes § 8).

Det mere uforsonligt indstillede Kursnoteringsudvalg udstedte den 22. maj 1876 sine »Vedtægter for deltagerne i kursnoteringen på Københavns Børs«. I § 1 angives Kursnoteringsudvalgets opgave som varetagelse og afholdelse af de for kursnoteringen gældende bestemmelser, og Udvalget tillægges kompetence til at afgøre alle dermed forbundne spørgsmål. Udvalget sammensættes af syv personer: fire vekselmæglere og tre vekselere – altså en i det mindste formel anerkendelse af vekselmæglernes fortrinsret på dette område. Deltagerne i kursnoteringen omtales som vælgerne, hvilket viser dokumentets foreningsretlige formål. Selve kursnoteringen var som nævnt fastlagt ved reglerne af 1874. Vedtægterne sendtes til Grosserer-Societetets Komité, hvilket ikke skete for at opnå godkendelse, de nye medlemmer i Kursnoteringsudvalget bestred jo grosserernes kompetence i så henseende, men fordi vedtægterne angav, at opslag skulle ske i noteringslokalet.²⁵ Altså bad man Grosserer-Societetets Komité

25. Oplysninger til foreningens medlemmer, kursnoteringsdeltagerne, skete dels ved opslag, dels ved at opråberen læste det højt, før opråbet begyndte. På denne måde blev oplysninger fra udstedere mv. meddelt til alle, og alle medlemmer havde samme information, når opråbet nåede de pågældende papirer.



Indtil 1974 havde fondsbørsen til huse i Christian IV's gamle børnsbygning fra begyndelsen af 1600-tallet. På dette billede fra 1944 ses, hvorledes fondsbørsvekslererne sidder med front mod opråberen i kursnoteringslokalet på 1. sal i Børsen. (Nordfoto).

om lov hertil. Forelagt vedtægterne undlod Komitéen dog at handle. At dømme efter affattelsen af børsordenens § 8 anede man ikke uråd. Komitéen tog kun et vagt forbehold om, at vedtægterne ikke kunne stride mod Komitéens stilling. Kursnoteringsudvalget foretog derefter sit sidste og mest afgørende træk: Ved en kortfattet beslutning den 20. juli 1876 ændredes en bestemmelse om deltagelse i kursnoteringen. Herefter skulle såvel vekselmæglere som vekslerere ansøge Udvalget om tilladelse til at deltage, og afslag skulle ikke begrundes. Adgangen til kursnoteringen var nu monopoliseret og forbeholdt foreningens medlemmer. Monopolet medførte en skelnen mellem insidere og outsiders, dvs. de, der havde fået lov til at blive medlemmer af foreningen og dermed af kursnoteringen, og de andre.²⁶ Monopoliseringen var for så vidt naturlig ud fra et foreningsretligt synspunkt: En forening er ikke åben for alle. Det problematiske var, at monopolet på adgangen til kursnoteringen ville udelukke vekselmæglere, som ellers efter deres bestalling havde ret til at deltage i disse forretninger. At Kursnoteringsudvalgets medlemmer har fornemmet, at

26. Begreberne insidere og outsiders i den fondsbørsretlige terminologi blev bevaret længe, se t.eks. hos M. Iversen, *Penge, bank- og børsvæsen* (1930), s. 244. Inden for de seneste 20 år har begrebet insider efter amerikansk påvirkning ændret indhold til at angå udnyttelse af en asymmetrisk informationsfordel, såkaldt insiderhandel.

de her havde nået grænsen for det tilladelige, kan måske ses af, at denne beslutning om ændring af reglerne fra 1874 *ikke* blev forelagt Grosserer-Societetets Komité. Den manglende underretning kan på den anden side også skyldes, at Udvalget ikke fandt, at det vedkom Komitéen.

Adgangsbegrænsningen førte i sommeren 1880 til en sag, idet en vekselerer Thomsen klagede over et afslag til Grosserer-Societetets Komité, der forhørte sig hos Kursnoteringsudvalget. Her svarede man den 22. september 1880 først og fremmest ved at henvise til de beskedne pladsforhold og dernæst til behovet for tillid til fagfællerne på baggrund af forordningen af 21. juni 1844 og dens bestemmelser om vindikationsret, dvs. retten til at kræve stjålne genstande tilbage. Men derudover markerede man den egentlig holdning: Man havde som valgt repræsentation for noteringsdeltagerne den udelukkende kompetence til – uden indblanding fra Komitéens side – at afgøre adgangsspørgsmålet. Hvis grossererne nu ønskede at tage kampen op med Kursnoteringsudvalget, var lejligheden ikke velvalgt. Dels havde man ignoreret udviklingen igennem flere år, dels – og mere afgørende – angik udelukkelsen en vekselerer. Hvis grossererne ville fastholde deres magt over fondsbørsen, måtte den støttes på mæglerforordningen, og i så fald var det usikkert, om vekselerere overhovedet burde have adgang til kursnoteringen. Måske valgte Komitéen af denne grund at nedtone konflikten. Man fastholdt Kursnoteringsudvalgets afslag over for Thomsen, men oplyste i brev af 4. oktober 1880 over for Udvalget, at det ikke kunne udelukke vekselmæglere fra noteringen. Udvalget bøjede sig og ændrede beslutningen om adgangsbegrænsning til kun at angå vekselerere – et lille offer i betragtning af, at der blev stadig færre vekselmæglere.

Grossererne forstod nu, at deres magt over fondsbørsen var truet. Den 13. december 1880, kun et par måneder efter brevvekslingen med Udvalget, rettede Grosserer-Societetets Komité henvendelse til Indenrigsministeriet i håb om at få regeringens og om nødvendigt lovgivningsmagts støtte. Man ønskede kompetencen for de to officielle noteringsdage udvidet til at omfatte de øvrige dage i ugen.²⁷ Regeringen mente imidlertid ikke, at forholdet kunne klares administrativt, og lovgivningsmagten ville man ikke inddrage. Man henviste derimod Komitéen til at forhandle med Mæglerkorporationen om en omorganisering af fondsbørsens forhold, og forhandlinger blev indledt mellem grossererere og vekselmæglere. 26 vekselerere, der var medlemmer af kursnoteringen, protesterede imod ordningen og nægtede at godkende noget resultat, som blev opnået ad denne vej.

27. H. Green (1919), s. 160ff. og Gejl (1989), s. 123ff.

Det kan på den baggrund ikke undre, at forhandlingerne mellem Grosserer-Societetets Komité og Mæglerkorporationen blev til skinforhandlinger, der endte resultatløse året efter.

Henvendelsen fra Grosserer-Societetets Komité, oprindeligt fra 1880 og siden gentaget efter de resultatløse forhandlinger 1881, førte efter en del års passivitet omsider til, at der i rigsdagsamlingen 1887-88 af indenrigsminister Ingerslev blev fremsat forslag til lov om kursnoteringen på Københavns Børs. Et lovforslag, der efter Ingerslevs eget udsagn var fremsat efter »et meget indtrængende ønske fra Grosserersocietetets Komité«. ²⁸ De sideløbende forhandlinger mellem grossererne, nu under Tietgens ledelse, og Kursnoteringsudvalget viser dog, at ønsket næppe var særligt indtrængende længere. Lovforslaget blev vedtaget i Landstinget, men det blev ikke vedtaget i Folketinget og faldt dermed bort. ²⁹ Man kan næppe svinge sig op til at sige, at fondsbørsen havde betydning for forfatningskampen i Danmark, men det synes sikkert at antage, at forfatningskampen fik betydning for fondsbørsen, for lovinitiativet faldt for den såkaldte visnepolitik. Det fremgår af C.A. Brobergs lille kampskrift, *Grosserersocietetet og dets Komité*, fra 1890, at Komitéen var domineret af højremænd. Hensigten bag lovforslaget var da også at sikre, at Grosserer-Societetets Komité fik indflydelse over kursnoteringen på vekslere, aktier og obligationer. Som en af forslagens støtter udtrykte det: »Det er indlysende, at der ikke kan være to herrer i samme bygning«. ³⁰ Af samme grund mødte forslaget stor modstand blandt regeringens modstandere, og efter vedtagelse i Landstinget blev det henlagt til udvalgsbetænkning i Folketinget for at bortfalde ved udgangen af rigsdagssamlingen.

Den 1. april 1885 var Tietgen blevet formand for Grosserer-Societetets Komité. Blandt sine mange andre formandspligter arvede han dermed sin forgængers anmodning fra begyndelsen af 1880'erne om bistand fra lovgivningsmagten i modsætningsforholdet til Kursnoteringsudvalget. Tietgen synes imidlertid ikke at have støttet denne opfattelse. Den 1. september 1885 afholdtes Det 2. danske Handelsmøde, hvor blandt andet fondsbørsens forhold blev drøftet. Tietgen og Kursnoteringsudvalgets formand, L. Henriques, var blandt talerne. Henriques nedtonede i sin tale de tidligere konflikter med grossererne, og Tietgen selv gav på mødet udtryk for sin tvivl om, hvorvidt forholdet kunne løses ad lovgivningsvejen. Drøftelserne mellem Grosserer-Societetets Komité og Kursnoteringsudvalget førte i

28. *Rigsdagstidende*, 1887-88, Forhandlinger paa Landstinget, sp. 36.

29. *Rigsdagstidende*, 1887-88 A, sp. 1719ff.

30. *Rigsdagstidende*, 1887-88, Forhandlinger paa Landstinget, sp. 34.

1888 til en overenskomst, hvorefter den upraktiske sondring mellem de to officielle noteringsdage og de øvrige fire uofficielle dage blev opgivet og i stedet undergivet ensartede regler. Det var reelt en sejr for Udvalget, idet ensretningen blev opnået ved at føje de to officielle noteringsdage til deres fire noteringsdage og ved at videreføre de eksisterende regler. Overenskomsten blev forelagt Indenrigsministeriet, der selv havde måtte indse sin magtesløshed i Rigsdagen kort forinden, og ministeriet accepterede overenskomsten. Dog blev det indskærpet Komitéen, at den efter mæglerforordningen stadig havde det overordnede tilsyn, skønt tilsynet efter overenskomsten ganske tydeligt var overladt Udvalget.

Efter overenskomsten af 1888 var magten over fondsbørsen reelt samlet hos Kursnoteringsudvalget, hvilket i stigende grad vil sige vekselererne, da der blev stadigt færre vekselmæglere. Grossererne havde et formelt overopsyn, men havde fået Indenrigsministeriets samtykke til kun at udøve det lempeligt. Vigtigere var, at såvel grossererne som regeringen havde måtte opgive deres forsøg på direkte at få indflydelse på fondsbørsens organisation.

En senere børsreform af 1914 cementerede kun dette billede. Formålet med reformen var at få en ensartet ordning af de to forskellige børser: vare- og fondsbørsen. Det skulle ske ved at indvælge to repræsentanter for fondsbørsen i Grosserer-Societetets Komité og samtidig vedtage et revideret sæt regler for fondsbørsens afholdelse. Reformen var igen ensidigt til kursnoteringsdeltagernes fordel. Dels fik de en uforholdsmæssig stor indflydelse på Komitéen set i forhold til deres antal, dels var vedtægterne for kursnoteringen fastlagt efter de allerede gældende regler. Endelig kunne disse regler fremover kun ændres, hvis over halvdelen af kursnoteringsdeltagerne accepterede det. Reformens ikrafttræden blev afbrudt af 1. Verdenskrigs udbrud, i hvilken anledning fondsbørsen lukkede. Fondsbørsen forblev officielt lukket hele krigen, men det hindrede ikke noteringsmedlemmerne i stadig at mødes og handle, og krigen blev kendetegnet ved en voldsom spekulation.

Erfaringerne fra krigen førte til regulering af fondsbørsen ved lov af 1919. Det centrale var, at afholdelse af fondsbørs blev lovreguleret, idet afholdelse fremover krævede tilladelse fra handelsministeren. At man særligt havde fondsbørsen i København i tankerne, fremgår af lovens § 2, stk. 2, der som en nyskabelse oprettede en bestyrelse for denne fondsbørs med en offentligt udpeget formand. Men også andre fondsbørser kunne godkendes, såfremt de levede op til reglerne fastsat i henhold til loven og den tilhørende bekendtgørelse, den såkaldte vedtægt. Under drøftelserne i Rigsdagen bemærkede handelsminister C. Hage om sit lovforslag: »Dette



Efter den langsommelige kursnotering begyndte den mere levende efterbørs. Omsætningen på efterbørsen var ofte større end på den formelle fondsbørs. Dette billede viser efterbørsen omkring 1937. (Nordfoto).

lovforslag tager derfor ved sin affattelse ingenlunde alene sigte på de forhold, der i øjeblikket forefindes, men på en ordning af fondsbørsen overhovedet, og det forudsætter, at der kan findes fondsbørs, ikke blot i København, men også andre steder i landet. I så tilfælde bliver fondsbørserne udenfor København underkastet de samme regler og undergivet det samme tilsyn fra statens side som fondsbørsen i København«. ³¹ Ikke desto mindre blev konsekvensen af de krav, som loven stillede for autorisation, at den eneste anden fondsbørs i Danmark, fondsbørsen i Århus, der var blevet holdt siden 1872, nu måtte lukke. ³²

For kursnoteringsdeltagerne havde fondsbørsloven af 1919 den positive virkning, at de umiddelbart opnåede godkendelse som fondsbørsdeltagere. Endvidere afskaffede loven vekselmæglerhvervet. Da loven ligeledes aflivede den eneste konkurrent til Københavns Fondsbørs, betød det alt i alt, at fondsbørsvekslererne i København nu havde et fuldstændigt og lovhjemlet monopol på fondsbørsvirksomhed. Magten over fondsbørsen var reelt deres. Loven havde nok genindført børskommissærembedet og indført en fondsbørsbestyrelse, men dette var ingen egentlig bremse på fondsbørsvekslerernes magt. Børskommissærembedet blev slået sammen med bestyrelsesformandsposten allerede i 1922, og dernæst blev stil-

31. *Rigsdagstidende*, 1918-19, Forhandlinger paa Landstinget, sp. 1145.

32. Gejl (1989), s. 233 og 258. Forsøg på at genåbne fondsbørsen mislykkedes, og det samme gjorde forsøgene på at etablere fondsbørser andre steder, f.eks. i Odense.

lingen som børskommissær ophævet ved lovrevisionen i 1930. Tilsyn blev herefter varetaget af Banktilsynet, der opfyldte rollen som både fondsbørstilsyn og bestyrelsesformand. I bestyrelsen havde fondsbørsvekslererne tre pladser, hvilket modsvarede antallet af grossererere, som havde ret til repræsentation, så længe fondsbørsen blev afholdt på Børsen. Fondsbørsvekslerernes magt i bestyrelsen var dog større, end deres repræsentation antyder. Deres gamle forening, Syndikatet, var efter loven blevet til Repræsentantskabet for fondsbørsens medlemmer. Det var Repræsentantskabet, som forestod noteringen, og efterbørsen, der i hele århundredet havde haft en større omsætning end den officielle fondsbørs, blev helt og holdent afholdt af Repræsentantskabet, fordi efterbørsen faldt uden for fondsbørsloven.³³

En undersøgelse foretaget af monopolmyndighederne i 1985 bekræftede formodningerne om et lukrativt, men svagt udviklet erhverv.³⁴ Handelsformen med et auktionslignende opråb var reelt bevaret uændret siden midten af forrige århundrede.³⁵ Gennemsnitsindtjeningen var ganske høj, men omsætningen over fondsbørsen umådelig beskedent. Kun 10 procent af den samlede aktieomsætning og 3 procent af obligationsomsætningen gik over fondsbørsen.³⁶ Resten, altså langt den overvejende del, blev handlet uden officiel kursfastsættelse.³⁷ Undersøgelsen konkluderede, at fondsbørsvekslerernes monopol ikke behøvede regulerende indgreb, fordi deres monopol kun angik en yderst beskedent del af det samlede marked. På det øvrige marked var de i konkurrence med banker, sparekasser og realkreditinstitutter.³⁸ Selv handlen på fondsbørsen, som var fondsbørsvekslerernes monopol, og hvor disse pengeinstitutter ikke kunne deltage direkte, var påvirket af pengeinstitutterne. De havde nemlig adgang til kursnoteringen og kunne ved tegn og fagter instruere fondsbørsvekslererne under noteringen. Ganske vist måtte fondsbørsvekslererne ikke have fast forbindelse til pengeinstitutterne, men det klarede man ved en

33. Efterbørsen blev først inddraget under loven som Borsmarked II ved fondsbørsloven af 1972.

34. Monopoltilsynet, *Fondsbørsvekslererhvervet* (1985).

35. Ændringerne var, at fondsbørsen efter overflytningen til Nikolaj Plads 6 i 1974 havde oprettet to sale til henholdsvis aktier og obligationer, så opråbene kunne ske samtidig.

36. Monopoltilsynet, *Fondsbørsvekslererhvervet* (1985), s. 28.

37. Disse tal er overraskende i betragtning af den vægt, der blandt de finansielle aktører lægges på kursinformation og gennemskuelig prisdannelse. En sådan gennemskuelighed har i lange perioder mere været undtagelsen end reglen på det danske værdipapirmarked.

38. Monopoltilsynet, *Fondsbørsvekslererhvervet* (1985), s. 22 og konklusionen s. 37.



I 1974 flyttede fondsbørsen til Nikolaj Plads 6, hvor den stadig ligger. Handelsformen med en langsommelig kursnotering og en mere fri efterbørs blev bevaret uændret. Billedet viser situationen i juli 1986, kort før den edb-baserede decentrale handel afløste det gamle system. (Nordfoto).

såkaldt turnusordning, hvor fondsbørsvekselererne skulle varetage pengeinstitutternes ordrer.³⁹

Fotografier fra kursnoteringen efter fondsbørsens etablering på Nikolaj Plads viser således, hvordan repræsentanterne for pengeinstitutterne sidder med under kursnoteringen.⁴⁰ Fondsbørsvekselererne sidder med front mod noteringslederen, og imellem dem med front mod fondsbørsvekselererne sidder pengeinstitutternes ansatte, der kan gøre tegn til »deres« tur-nushavende fondsbørsvekselerer. Det er en gentagelse af sceneriet fra midten af det 19. århundrede, hvor vekselererne begyndte at deltage i vekselmæglerens kursnotering, først indirekte ved tegn og fagter til mæglerne, senere mere direkte.

Monopolundersøgelsen anbefalede ingen indgreb; det var heller ikke nødvendigt, for indgrebet var allerede på vej i form af fondsbørsreformen af 1986.

39. Turnusordningen er kort beskrevet hos Monopoltilsynet, *Fondsbørsvekselererhvervet* (1985), s. 34.

40. Se hos Gejl (1989), s. 309 samt billedet ovenfor.

6. Pengeinstitutterne

Bankerne og de øvrige kreditinstitutter var konkurrenter til bankiererne og vekselererne. Op til nyere tid sondredes mellem sparekasser, der alene skulle sikre opsparing, og hvis kapital var begrænset til indskuddene, og banker, som mere frit kunne engagere sig i kreditgivning, og hvis kapital var suppleret med aktiekapital på grund af deres organisering som aktieselskaber. Sparekasser startede allerede 1810 med Den Holsteinborgske Sparekasse, mens egentlige banker synes startet 1846 med Fyns Disconto Kasse.⁴¹

De store banker blev stiftet i 1850-70'erne, og ganske tidligt herefter udgjorde de en væsentlig magtfaktor på det finansielle marked. Allerede i 1880 truede Landmandsbanken med at oprette en egen kursliste, hvis den ikke fik optaget nogle obligationer på fondsbørsen.⁴² En sådan kursliste blev af fondsbørsvekselererne opfattet som en konkurrerende fondsbørs. Den stadigt mindre omsætning over fondsbørsen, som gav anledning til reformønskerne i midten af 1980'erne, afspejlede, at pengeinstitutterne i overvejende grad dominerede markedet.

Den 12. december 1977 havde Rådet vedtaget det 1. bankdirektiv.⁴³ Af EF-direktivet fulgte en pligt til at udskille bank- og bankier-virksomhed i selskabsform med visse garantier for kapital. Med henblik på implementering af direktivet nedsatte industriministeren 1980 et udvalg med repræsentation blandt andet fra fondsbørsvekselererne, idet en del af disse også drev bankiervirksomhed. Udvalget afgav i juni 1984 betænkning 1009/84, *Bankiervirksomhed*, som foreslog en bevarelse af den gældende ordning for fondsbørsvekselererne, blot skulle de udskille deres bankiervirksomhed i et særskilt selskab. Betænkningen blev imidlertid ikke ført ud i livet, for fondsbørsbestyrelsen havde i foråret 1984 anmodet den engelske fondsbørsekspert Michael Hall om en rapport med forslag til en modernisering.⁴⁴ Hall afgav sin rapport i august. Blandt hans forslag var, at både pengeinstitutter og fondsbørsvekselerere fremover skulle have adgang til at handle på fondsbørsen, altså at fondsbørsvekselerernes person-

41. P. Schaumburg-Müller, *Tilsynet med de finansielle institutioner* (1992), s. 97f. Hoffmeyer (1960), s. 27ff. beskriver de tidlige banker som vekselererforretninger med ganske få indskud. Først med Privatbankens oprettelse i 1857 oprettes banker i moderne forstand.

42. Gejl (1989), s. 122f.

43. Rådets direktiv 77/780/EØF, EFT 1977 L 322.30.

44. Det er sigende, at det var fondsbørsbestyrelsen, som anmodede om rapporten. Siden 1972-loven var fondsbørsvekselererne kommet i mindretal i bestyrelsen, blandt andet var pengeinstitutterne nu blevet repræsenteret.

lige monopol på adgang til fondsbørsen skulle brydes.⁴⁵ Dette blev støttet af den borgerlige regering, som var kommet til magten i 1981. Industriministeren nedsatte derefter i april 1985 en styringsgruppe, som skulle forberede fondsbørsreformen. Såvel fondsbørsvekslererne som pengeinstitutterne fik en repræsentant med i styringsgruppen. Styringsgruppen afgav sin rapport i oktober 1985,⁴⁶ og industriministeren fulgte stort set styringsgruppens forslag i sit lovforslag den 29. januar 1986.⁴⁷ Lovforslaget blev vedtaget som lov nr. 316 af 4. juni 1986 (Børsreform I).

Loven indebar, at fondsbørsvekslerernes monopol blev ophævet. De personligt beskikkede fondsbørsvekslerere blev afskaffet og erstattet af såkaldte børsmæglerselskaber.⁴⁸ Børsmæglerselskaber og Nationalbanken var herefter eneberettigede til at handle på fondsbørsen (§ 20). Altså bevarede man monopol på adgangen til fondsbørshandel, men kravene forudsatte drift i selskabsform og opfyldelse af visse kapitalkrav. Herved fik pengeinstitutterne adgang til at handle på fondsbørsen via et børsmægler-selskab som datterselskab. Heri lå der således ingen egentlig markedsretlig ændring, for også fondsbørsvekslererhvervet havde været et frit erhverv med objektiverede krav blandt andet om fornøden kapital. Nyskabelsen lå alene i, at man krævede selskabsform, ikke personlig beskikkelse.⁴⁹ Kravene til stiftelse af et børsmæglerselskab var ikke i sig selv byrdefulde og kunne i vidt omfang løftes af de tidligere fondsbørsvekslerere. Men de kunne ikke i øvrigt modstå konkurrencen fra de mere kapitalstærke pengeinstitutejede børsmæglerselskaber. Fondsbørsvekslererne måtte afgive magten over fondsbørsen til bankerne.⁵⁰

Fondsbørsvekslererne, der i sin tid havde fortrængt først grossererne og siden vekselmæglerne fra fondsbørsen, gav luft for deres følelser i ind-

45. Halls rapport angik også indretningen af elektroniske handelssystemer, hvilket var blevet muligt efter vedtagelsen af vpc-loven på baggrund af von Eyben-betænkningen *Det obligations- og aktieløse samfund* (betænkning 793/77). Obligationerne var allerede dematerialiserede, aktierne kunne blive det efter bemyndigelse i loven.

46. *Rapport om fondsbørsreform* (1985).

47. Et forslag fra styringsgruppen om oprettelse af et fondsbørsråd blev dog ikke fulgt. Forslaget søgte at integrere forbrugerinteresser direkte i fondsbørsreguleringen ved fælles repræsentation i rådet.

48. Vekselrererhvervet eksisterer dog fortsat. Men i takt med, at først fondsbørshandel og siden offentlig værdipapirhandel er overgået til særligt autoriserede værdipapirhandlere, er erhvervet blevet et stadig mindre residual, jf. næringslovens § 22.

49. Den personlige beskikkelse udelukkede naturligvis ikke, at fondsbørsvekslerere drev virksomhed i selskabsform, nemlig interessentskabet (partnerskab, firma). Men beskikkelsen var knyttet til personen, ikke til firmaet.

50. I dag, godt 12 år efter fondsbørsreformen, er der blandt de 28 handelsberettigede selskaber kun ét selskab tilbage, hvor ejerkredsen udgøres af tidligere fondsbørsvekslerere, jf. *Dagbladet Børsen* 27.03.1998.

ledningen til deres hørings svar til styringsgruppens forslag: »Foreningen af Fondsbørsvekslerere har hverken før eller efter Styringsgruppens nedsettelse fået en begrundelse for, hvorfor fondsbørsvekslererstanden skal afskaffes«. ⁵¹

Pengeinstitutterne og realkreditinstitutterne fik først direkte adgang til at handle på fondsbørsen i 1993 som led i implementeringen af EF's 2. bankdirektiv. ⁵² Pengeinstitutterne havde dog taget magten over fondsbørsen ved at underminere fondsbørsvekslerernes lovfæstede monopol, hvilket var opnået ved at udkonkurrere vekslererne og fondsbørsvekslererne på markedet uden for fondsbørsen, indtil fondsbørsen selv kun udgjorde et beskedent marked.

I Sverige fik pengeinstitutterne adgang til at handle på fondsbørsen allerede i 1907, hvilket firedoblede antallet af noteringsdeltagere fra fem til 20. Det kan have medvirket til, at fondsbørsen stod bedre rustet, da aktiemarkedet voksede i 1980'erne, hvilket i så fald kan forklare det væsentligt større svenske fondsbørsmarked for aktier i dag.

7. Institutionelle investorer

De institutionelle investorer ⁵³ fik for første gang plads i fondsbørsbestyrelsen som led i fondsbørsreformen af 1986, hvilket afspejlede deres voksende økonomiske betydning.

Fordelingen i fondsbørsbestyrelsen blev som anført i tabellen på næste side.

Allerede få år efter fondsbørsreformen af 1986 begyndte man at overveje endnu en børsreform. Der var flere grunde hertil. For det første gennemgik fondsbørsen i London en væsentlig reform 1985-86, kaldet *The Big Bang*. På baggrund af den teknologiske udvikling og den øgede deregulering af internationale kapitaloverførelser begyndte en stadigt stigende del af handlen med danske værdipapirer at gå til Storbritannien. Det gav anledning til frygt for, at det resterende danske værdipapirmarked skulle blive illikvidt. ⁵⁴ Hertil kom, at forventningerne fra fondsbørsreformen af

51. Gejl (1989), s. 316.

52. Rådets direktiv 89/646, EFT 1989 L 386. I, implementeret ved lov nr. 452 af 30. juni 1993.

53. Hermed menes de to lønmodtagerfonde, ATP og LD, samt forsikrings- og pensionsinstitutterne. Termen kunne omfatte investeringsforeningerne, men de er ikke medtaget, da de er nært knyttet til pengeinstitutterne, t.eks. var de to relevante brancheforeninger, Finansrådet og Investeringsforeningernes Fællesrepræsentation, repræsenteret ved samme medlem under forhandlingerne om fondsbørsreform II.

54. Betænkning 1290/95, *Børsreform II*, bind I, s. 19f.

	Før 1986	Efter 1986
Industriministeren	1	1
Nationalbanken	1	1
De handlende ⁵⁵	3	2
Pengeinstitutterne	2	1
Realkreditinstitutterne	3	1
Udstederne	3	1
Ansatte ved fondsbørsen	–	1
ATP og LD	–	1
Forsikrings-, pensions- og investeringsforeninger	–	2
<i>I alt</i>	<i>13</i>	<i>11</i>

1986 om en større handel over fondsbørsen ikke blev opfyldt. En væsentlig del gik stadig uden om fondsbørsen, og indberetningspligten i fondsbørslovens § 34 blev ikke overholdt.⁵⁶ For det andet var opbygningen af det indre marked efter Fællesaktens vedtagelse i 1986 intensiveret. Det 2. bankdirektiv, der gav kreditinstitutter adgang til børshandel, var vedtaget i 1989, og samme år var Investerings servicedirektivet (ISD) fremsat som forslag. Selv om ISD viste sig vanskelig at opnå enighed om, blandt andet måtte et nyt forslag fremlægges i 1990, var det på baggrund af det allerede vedtagne 2. direktiv klart, at en løsning ville blive opnået.⁵⁷ ISD blev omsider vedtaget den 10. maj 1993 og skulle implementeres inden 1. juli 1995.⁵⁸ Den tredje grund var en stigende koncentration mellem pengeinstitutter, hvilket igen på grund af deres dominans blandt de handelsberettigede medførte en koncentration her: Efter fondsbørsreformen blev der oprettet 49 børsmæglerselskaber, hvor der før reformen havde været knap 30 fondsbørsvekslerfirmaer.⁵⁹ I marts 1995 var der kun 26 handelsberettigede tilbage, heraf otte børsmæglerselskaber og 16 pengeinstitutter.⁶⁰

55. I 1972 var det fondsbørsvekslererne, i 1986 børsmæglerselskaberne.

56. Betænkning 1290/95, *Børsreform II*, bind 1, s. 105 og 133f.

57. Blandt andet gav 2. bankdirektiv banker adgang til at handle på fremmede fondsbørser, men ikke børsmæglerselskaber. Denne ulighed kunne ikke accepteres i længden.

58. Rådets direktiv 93/22, EFT L 141.27.

59. Jf. daværende fondsbørsdirektør B. Mebus, *Københavns Fondsbørs*, RR 1990/7.10, s. 12f., der endvidere bemærker, at der ikke bør være under 25 handelsberettigede.

60. Betænkning 1290/95, *Børsreform II*, bind 1, s. 128.

Den 2. juli 1993 nedsatte erhvervsministeren et Børsudvalg, der skulle afgive sin betænkning i juni 1994. Børsudvalget fik imidlertid et uheldigt og langstrakt forløb, og betænkningen blev præget af betydelige mindretalsudtalelser, der navnlig skyldtes interesse modsætninger mellem de institutionelle investorer på den ene side og pengeinstitutterne, investeringsforeningerne, de handlende og udstederne på den anden side.⁶¹ Konflikten mellem de to grupper gjorde, at en væsentlig del af udvalgets konklusioner blevet båret igennem af det offentliges repræsentanter. Det fremgik af kommissoriet, at man fra lovgivers side var indstillet på en ophævelse af Københavns Fondsbørs' monopol. Som en konsekvens heraf kunne fondsbørsen qua privat selskab ikke længere udøve den fulde kompetence som reguleringsmyndighed. I stedet skulle denne opgave varetages af et fondsråd. Sammensætningen af fondsrådet blev centralt for konflikten mellem de institutionelle investorer og pengeinstitutterne. Det skyldtes, at Fondsrådet som et offentligt organ ville have kompetence til at udstikke de generelle retningslinjer og om nødvendigt ændre regler udstedt af den enkelte fondsbørs, selv om det blev bedyret, at Fondsrådet ikke skulle være en »overbestyrelse«.⁶² Men den, der havde magten i Fondsrådet, ville have magten over fondsbørsen.

Efter det første lovforslag (L 250) skulle Fondsrådet have ti medlemmer. Formanden skulle som hidtil udpeges af erhvervsministeren, og et medlem skulle udpeges af Nationalbanken. Fem medlemmer skulle repræsentere de interesser, der efter lovforslaget skulle dominere fondsbørsen: de handelsberettigede, pengeinstitutterne og udstederne, herefter kaldet fondsbørsens repræsentanter.⁶³ De resterende tre medlemmer skulle udpeges af de institutionelle investorer med to medlemmer udpeget af forsikrings- og pensionsinstitutterne, og et medlem udpeget af ATP og LD, herefter kaldet investorerne. For at sikre, at fondsbørsens repræsentanter, der jo udgjorde halvdelen af Fondsrådet, ikke kunne blokere beslutninger i rådet, angav lovforslagets bemærkninger, at rådets forret-

61. Om forløbet, se C. Boye Jacobsens personlige kommentar, *Børsreform II. Børsudvalgets betænkning*, RR 1995/10.9. Jacobsen blev erstattet som formand pr. 1.10.1994 af Finn Lauridsen. Betænkningen er den førnævnte betænkning 1290/95, *Børsreform II*, fra maj 1995, der indeholdt fire bind. Det 4. bind var en gengivelse af det lovforslag, L 250 i samlingen 1994-95, som erhvervsministeren egenhændigt fremsatte. Lovforslaget bortfaldt ved samlingens ophør, men blev revideret og genfremsat som L 71.

62. Jf. bemærkningerne til § 83 i det genfremsatte lovforslag L 71, *Folketingstidende* 1995-96, A, sp. 2024.

63. Det bør bemærkes, at pengeinstitutterne og udstederne var nært forbundne: Udstederinteresser er repræsenteret i ledelsen af pengeinstitutterne, der på deres side yder finansiering. Endvidere dominerede pengeinstitutterne de handlende.

ningsorden ville lade formandens stemme være udslagsgivende i tilfælde af stemmelighed.⁶⁴ Denne løsning havde i Børsudvalget udløst en kraftig mindretalsudtalelse fra såvel fondsbørsens repræsentanter som de institutionelle investorer.⁶⁵ Efter at lovforslaget bortfaldt ved samlingens ophør, søgte parterne at opnå politisk støtte for deres synspunkter forud for den forventede genfremsættelse af lovforslaget i folketingssamlingen 1995-96. Et politisk forlig blev nået i begyndelsen af november 1995, og den 9. november 1995 kunne lovforslaget genfremsættes (L 71). Det var i sit indhold stort set uændret, blandt andet var bemærkningerne hovedsageligt genanvendt.⁶⁶ Løsningen på problemet om sammensætning af Fondsrådet var besnærende enkel: Den af erhvervsministeren udpegede formands stemme var ikke længere udslagsgivende ved stemmelighed; til gengæld skulle erhvervsministeren udpege både en formand og en næstformand med hver sin stemme. Fondsrådet kom dermed op på 11 medlemmer, og fondsbørsens repræsentanter kunne fortsat nedstemmes. Fondsrådet blev således en videreførelse af fondbørsbestyrelsen, som den så ud, da Københavns Fondsbørs var et offentligretligt monopol. Fondsbørsreform II blev vedtaget som lov nr. 1072 af 20. december 1995 om værdipapirhandel mv.

Fordelingen efter fondsbørsreformen af 1995 blev følgende:

	Fondsbørsbestyrelsen før reformen	Fondsrådet efter reformen
Erhvervsministeren	1	2
Nationalbanken	1	1
De handlende	2	2
Bankerne ⁶⁷	1	1
Realkreditinstitutterne	1	1
Udstederne	1	1
Ansatte ved fondsbørsen	1	–
ATP og LD	1	1
Andre investorer ⁶⁸	2	2
<i>I alt</i>	<i>11</i>	<i>11</i>

64. Jf. bemærkningerne til § 106 i L 250, *Folketingstidende* 1994-95, A, sp. 3801.

65. Betænkning 1290/95, *Børsreform II*, bind 1, s. 32 og mere udførligt bind 2, s. 38ff.

66. De få indholdsmæssige ændringer angik tilbudspligt og kursmanipulation, og her medførte de stort set uændrede bemærkninger visse problemer.

67. Efter 1995 omfatter det investeringsforeningerne.

68. Før 1995 omfattede det investeringsforeninger.

8. Efter fondsbørsreform II

Stillingen i dag er således, at pengeinstitutterne m.fl. og de institutionelle investorer står lige i Fondsrådet, og at begge parter kan nedstemmes. Endvidere har investorerne ingen direkte repræsentation i ledelsen af Københavns Fondsbørs. Dette kunne umiddelbart tages som udtryk for en jævnbyrdighed. Alligevel synes omstændighederne omkring fondsbørsreform II at tale til fordel for Chernows antagelse om, at magten over fondsbørsen ligger hos de institutionelle investorer. Et argument tager udgangspunkt i de retlige kompetenceregler: Fondsrådet kan styre fondsbørserne, og Fondsrådet er forpligtet hertil, hvis »beskyttelsesniveauet for markedsdeltagerne er utilfredsstillende sammenholdt med forholdene på de vigtigste udenlandske markedspladser«. ⁶⁹ Denne standard kan føre til en dynamik til fordel for investorerne, hvor det højeste udenlandske niveau vælges, men kan aldrig føre til et ringere niveau, end hvad der allerede er gældende i København og på de større sammenlignelige fondsbørser. Et andet argument er det politiske: Det offentlige repræsentanter vil være tilbøjelige til at støtte de institutionelle investorer fremfor pengeinstitutterne. Det var utvivlsomt sådanne overvejelser, som lå bag pengeinstitutternes kraftige modstand mod den oprindelige plan om dobbelt stemme for Fondsrådets formand, som de til sidst alligevel måtte acceptere, blot i en anden form. Et tredje og sidste argument er økonomisk. Det er blevet stadigt lettere for investorer at anvende udenlandske fondsbørser, hvis de er utilfredse med deres hjemlige. Til sammen giver de tre argumenter tilstrækkelig grund for at antage, at Chernows antagelse også gælder i Danmark: Først var det kongen og siden »bankers«, dvs. indbyrdes forskellige grupper af finansielle mellemmand, der havde magten på fondsbørsen. I dag er det investorerne.

69. Jf. bemærkningerne til § 83 i L 71, *Folketingstidende* 1995-96, A, sp. 2024.