

Kursnoteringen paa Københavns Fonds- og Aktiebørs.

Af

Cand. jur., Redaktør H. Green.

Det historiske Materiale angaaende den københavnske Fonds- og Aktienotering er hidtil ikke systematisk bearbejdet. Naar dets Tid engang kommer, vil Bearbejderen sikkert ingenlunde faa nogen let Opgave. Det er i alt Fald mærkværdigt, i hvor ringe Udstrækning der hos os findes samlede Oplysninger om et Emne som dette, der i Udlandet atter og atter gøres til Genstand for bindstærke Værker. De faa Fremstillinger, der i noget Omfang indeholder historisk Materiale, er alle udpræget polemiske; ja, det kan vistnok siges, at saa godt som alt, hvad der er skrevet i Bøger, Tidsskrifter og Blade i de sidste 25 Aar om den københavnske Kursnotering er af udpræget kritisk Natur.*) Atter og atter betegnes det danske Kursnoteringssystem som »forældet«, »tidsspildende« og »uegnet for en moderne Børs«, og der er i Forbindelse

*) Jfr. navnlig: Ernst Brandes i Tilskueren, Januar 1887; Theodor Green: Fondsbørsen i København 1889; Samme: Børsen i København 1898.

Kursnoteringen paa Københavns Fonds- og Aktiebørs.

Af

Cand. jur., Redaktør H. Green.

Det historiske Materiale angaaende den københavnske Fonds- og Aktienotering er hidtil ikke systematisk bearbejdet. Naar dets Tid engang kommer, vil Bearbejderen sikkert ingenlunde faa nogen let Opgave. Det er i alt Fald mærkværdigt, i hvor ringe Udstrækning der hos os findes samlede Oplysninger om et Emne som dette, der i Udlandet atter og atter gøres til Genstand for bindstærke Værker. De faa Fremstillinger, der i noget Omfang indeholder historisk Materiale, er alle udpræget polemiske; ja, det kan vistnok siges, at saa godt som alt, hvad der er skrevet i Bøger, Tidsskrifter og Blade i de sidste 25 Aar om den københavnske Kursnotering er af udpræget kritisk Natur.*) Atter og atter betegnes det danske Kursnoteringssystem som »forældet«, »tidsspildende« og »uegnet for en moderne Børs«, og der er i Forbindelse

*) Jfr. navnlig: Ernst Brandes i Tilskueren, Januar 1887; Theodor Green: Fondsbørsen i København 1889; Samme: Børsen i København 1898.

hermed gentagne Gange fremsat Reformforslag, som væsentlig har taget de tyske Storbørsers Kursnotering til Mønster.

Man vilde maaske være tilbøjelig til at mene, at en Institution, der allerede i saa mange Aar har hørt Reformkravene synge i Ørerne paa sig, havde en meget lang Levetid bag sig. Det er imidlertid ingenlunde Tilfældet. Københavns Fonds- og Aktienotering er tværtimod en forholdsvis ny Institution. Saavidt vides er en daglig Kursnotering først paabegyndt i 1823 og har i Grunden først fra Fyrerne faaet nogen synderlig Betydning. Men allerede Mæglerforordningen af 1808 omtaler dog Fonds- og Aktienotering, idet den gør det til »fælles Pligt for samtlige Stadens Mæglere, engang hver Uge efter nærmere Overenskommelse med Stadens Handlende, at besørge en nøjagtig Priiskourant udgivet, i hvilken foruden de i Handelen gangbare Varers Pris, bør anføres Koursen paa Veksler og Speciesmynt, samt Diskonto og Aktiers Pris«.

Aktiehandel og dermed følgende Kursvurdering er imidlertid selvfølgelig ældre. Kursnoteringen er jo — hvad Agitationen herhjemme undertiden ikke helt har haft Øje for — i Virkeligheden kun en »officiel Konstatation« af de Priser, hvortil Omsætning finder Sted. Mæglerforordningens Paabud om Notering af Aktiekurser har da ganske naturligt bag sig haft Erfaringerne om Aktiehandel uden Noteringsgrundlag; og saadan har selvfølgelig fundet Sted i al den Tid, der overhovedet har eksisteret Aktier; i Begyndelsen har den følgelig væsentlig kun haft Handels- og Assurancekompagniernes Værdier som Genstand; men at der med disse har været aldeles regulær Aktiehandel og Spekulation.

fremgaar bl. a. af det meget oplysende lille Stridsskrift, »Oplysninger i Anledning af et Brev om den danske Actie-Handel, udgivet i 1783 af de Coninck & Reiersen«, der giver en Række yderst karakteristiske Bidrag til hin Tids Opfattelse af Aktieforhold.

Af de ældste danske Handelsblade fremgaar det da ogsaa, at der i hele sidste Tredjedel af det attende Aarhundrede har været offentliggjort Priser paa de eksisterende Aktier. Disse Kurslister imponerer ikke ved deres Omfang; endnu i 1837 findes kun opgivet Pris paa 10 Papirer; i Fyrrerne omfatter Listen 12 Papirer, i Tredserne naar den op til det dobbelte og i den følgende Periode er det saa, at alle de store Tietgenske Selskaber kommer frem; samtidig vokser Kreditforeningsinstitutionen sig stor, og der skabes ogsaa herved virkeligt Materiale for en Fondsbørs.

Først i 1871 fik Kursnoteringen paa Københavns Børs sit nuværende faste Præg, idet Veksellererne og Vekselmæglerne da besluttede at vælge et staaende Udvalg, som skulde tage sig af Kursnoteringsforholdene.

Formen for Kursnoteringen er ofte beskrevet. Som bekendt foregaar den efter et auktionsmæssigt Princip, idet de forskellige Papirer paa Listen sukcessivt opraabes, hvorved der gives de forsamlede Veksellerere og Vekselmeglere Lejlighed til at melde sig som Købere og Sælgere. Da de Meldinger, der afgives — naar de kommer hinanden tilstrækkelig nær — med det samme fører til Forretningsafslutning, faar de forskellige Hausse- og Baisse-Impulser derved direkte Lejlighed til at give sig Udtryk og gennem Omsætningstillene og den endelige Køber- og Sælger-

kurs gives der Publikum et nøjagtigt Billede af Situationen for det enkelte Papir Dag for Dag.

Det er denne Forretningsform, der atter og atter har været rettet Angreb imod. Hidtil er disse imidlertid ganske prellede af. Den Dag i. Dag er Principet nøjagtig som det var for 30 Aar siden. Listen er bleven større og større; man har prøvet sig frem med forskellige Lister, nogle Papirer der noteredes daglig, andre der noteredes 5 Gange ugentlig, og atter andre, der kun noteredes én Gang ugentlig, og da kun efter forud foretagen Anmeldelse. Af og til er der sket Forandringer m. H. t. de forskellige Lister, saaledes senest i Begyndelsen af dette Aar, hvor de 5 Gange ugentlig noterede Papirer er gaaede over til at blive noterede alle Ugens Hverdage. Der er selvfølgelig ogsaa nu og da foretaget Forandringer m. H. t. Betingelser og Vilkaar — men Noteringens Hovedprincip har stadig trods alle Angreb været fastholdt urokkeligt.

Denne Standhaftighed overfor de stadige og ihærdige Reformkrav kan naturligvis skyldes en ganske ualmindelig forbenet Konservatisme hos den københavnske Veksellererstand; det kunde jo imidlertid ogsaa tænkes, at Systemet, ved Siden af de let paa-viselige — og ofte paaviste — Mangler rummer saa afgørende Fordele, at det af Hensyn til disse er forstaaeligt, at man saa ihærdigt har holdt fast ved det gamle.

Dette er nu sikkert rigtigt. Det lader sig let dokumentere, at adskillige af de Angreb, der i Aarenes Løb har været rettede imod det københavnske Kursnoterings-system, udelukkende har fæstnet sig ved Manglerne og

ganske har overset de væsentlige Fordele, som det danske System frembyder.

En af Systemets Angribere*) skrev for 20 Aar siden om det, at det vilde være aldeles ubrugeligt paa større Børser; kun »tyske tredje og fjerderangs Børser« og andre »udenlandske Smaabørser« kan finde sig tilfreds med dette System; »i Berlin var vor Kursnoteringsmaade en Umulighed; i København er den en Urimelighed«.

Det lader sig nu ikke bestride, at det danske Kursnoteringsprincip kun passer for en lille Børs. Systemets Begrænsning ligger klar for Dagen; dets Elasticitet er og kan kun være meget ringe; en hastig og fortsat Udvikling paa Fonds- og Aktiemarkedet vil af sig selv i Aarenes Løb sætte det gamle System til Side, og før eller senere vil det blive afløst af den friere Noteringsform, som vi kender fra Udlandets Storbyer og som atter og atter herhjemme er fremhævet som det Ideal, vi burde stræbe hen imod. Den friere Notering hører da ubestrideligt de større Forhold til. Men — *parva decent parvo!* Københavns Fonds- og Aktiebørs maa jo nok endnu i en Aarrække finde sig i at blive unævnet, hvor Talen er om Verdensbørser; og selv om det erkendes, at den friere Noteringsform ogsaa paa den mindre Plads er Fremtidens Løsning, er det sikkert baade forstaaeligt og forsvarligt, at Lederne saa længe som muligt har holdt fast ved det gamle bundne Princip. Ikke alene de Betæneligheder, som altid melder sig, hvor man staar overfor en stor Omkalfatring, har her øvet Indflydelse.

*) Ernst Brandes, i den foran citerede Afhandling i Tilskueren, Januar 1887.

Til Usikkerheden om, hvorledes det ny vilde virke under vore Forhold, er kommet Bevidstheden om, at det gamle System faktisk har virket fortræffeligt. Det lader sig ikke bestride, at næppe nogen anden Noteringsmaade frembyder en tilsvarende Garanti for Paa-lidelighed som det danske System. Ingen Kursnotering er i sit Princip mere reel end denne; alt foregaar i det fulde Dagslys; hver enkelt Forretning under de Hundrede vagtsomme Øjnes Opmærksomhed. Derfor er Tilliden til Noteringen herhjemme da ogsaa saa betydelig som den faktisk er. Samme Aarsag har det, at Forsøg paa kunstigt at »sætte« Kurser paa vor Børs kun vil have ringe Udsigt til at lykkes og derfor faktisk sjældent gøres. En saadan kunstig Operation vil paa vor Børs, naar den en enkelt Gang forsøges, saaledes som det var Tilfældet ved en Onsdagsnotering i Slutningen af 1905, dels vække en saa betydelig Opsigt og dels fremkalde en saadan Uvilje — ikke mindst i Veksellerernes egen Kreds —, at den alene af den Grund ingen praktisk Betydning kan faa.

I ikke ringe Grad har Provinserne bidraget til, at Klagen over den forældede Form for Kursnoteringen aldrig har ophørt at lyde. I sit Princip har Kursnoteringen aldrig været nogen specifik Københavner-Notering, men faktisk har Børsen kun i meget indskrænket Omfang beskæftiget sig med Provinspapirer. Grunden hertil har selvfølgelig overvejende været den, at de københavnske Interesser har haft lettest ved at gøre sig gældende, disse Værdier er derfor hurtigst naaede frem til Notering og har haft lettest ved at blive Genstand for den stadige Omsætning, som

maa siges at betinge Noteringens Betydning. Nogen stor Interesse har man ikke i København næret for at gøre sig nærmere bekendt med Provinspapirer, og næppe helt med Urette har man for en Dels Vedkommende ment, at der til rigtig Vurdering krævedes saadanne lokale og andre specielle Kundskaber, som ikke kunde forudsættes at være til Stede i København, saaledes at der ikke vilde være Marked for Papirerne dér til Kurser, som kunde forventes akcepterede af de lokale Sælgere.

Fra Provinsernes Side har man stadig hævdet en modsat Opfattelse. Den Omstændighed, at saa faa Provinspapirer er komne frem til Notering paa Børsen i København, er atter og atter bleven opfattet som et bevidst Forsøg paa at holde Københavns-Stemplet paa Noteringen, og herimod har Provinserne — navnlig gennem Handelsforeningerne — Gang efter Gang ment at burde protestere. »Naar Landet kun har én Børs« — hedder det i en saadan Protestskrivelse fra 1898*) — »maa denne være tilgængelig for hele Landet, og vore Forhold gribe saa nøje ind i hinanden, at der ogsaa paa dette Omraade kan etableres Forhold, der er til lige Gavn for København og Provinserne«.

I Provinserne er man efterhaanden bleven mest tilbøjelig til at opfatte Kursnoteringsmaaden som den egentlige Syndebuk, og nogen Støtte finder en saadan Opfattelse i enkelte autoritative Udtalelser, saaledes f. Eks. Svaret fra Grosserer-Societetets Komité paa den foran citerede Henvendelse, til hvilket Komitéen føjer den »almindelige Udtalelse, at den nuværende Kurs-

*) Indsendt til Grosserer-Societetets Komité; offentliggjort i Handelsberetningen for 1898.

liste allerede er temmelig stor, og at en yderligere Forøgelse selvfølgelig i endnu højere Grad vil lægge Beslag paa Kursnoteringsudvalgets og Noterings-Deltagernes Tid«. I denne Forbindelse udtaler Komitéen endvidere, at det »for Tiden næppe er tilraadeligt at gaa bort fra den nuværende Form for Kursnoteringen til Trods for dennes Besværlighed og Omstændelighed, da der endnu langt fra er samlet Enighed om en Reform, og der i det hele hersker stor Uvished og Uklarhed om, i hvilken Retning en saadan skulde gaa«.

Den egentlige Svarskrivelse henleder Opmærksomheden paa de Betingelser, der almindeligt kræves til Notering, og man kan vistnok sige, at man fra Kursnoteringsudvalgets Side har været mindre tilbøjelig til at anerkende Noteringsmaaden som Grunden til, at Provinspapirer i saa ringe Udstrækning optages paa Kurslisterne. Fra denne Side har man lagt Hovedvægten paa Betingelserne for Notering, og stærkt fremhævet, at Provinspapirerne kun rent undtagelsesvis opfyldte disse Betingelser og at dette var Grunden til, at de ikke kunde noteres, mens Noteringsformen i og for sig intet havde med dette Spørgsmaal at gøre.*)

For at et Papir skal kunne optages til Notering paa Københavns Børs, kræves der et Andragende derom til Kursnoteringsudvalget. Dette skal være bilagt med Love, Prospektus, Regnskaber for de to sidste Aar, et Eksempplar af Papiret til Gennemsyn samt en Erklæring om, at de Eksemplarer, der paa Grund af Makulering, Beklipning eller paa anden Maade

*) Jfr. saaledes en Redegørelse af Udvalgets Stifter og mangeaarige Leder, Vekselmægler L. Henriques i Berlingske Tidende den 29. Juni 1900.

er blevne uskikkede til Levering ved Handler paa Børsen, kunne faas ombyttede med ny Eksemplarer, enten uden eller imod en forud fastsat Godtgørelse.

De almindelige Betingelser, som Udvalget iøvrigt forlanger, at Papirerne skal opfylde, og som det er gjort gældende, at Provinspapirer kun rent undtagelsesvis vil opfylde, kan angives saaledes:

1) Kapitalen skal have en vis Minimumsstørrelse — ved de til ordinær Notering optagne Papirer 1 Mill. Kr., ved de til ekstraordinær Notering optagne mindst $\frac{1}{2}$ Mill. Kr.

2) Kapitalen skal være udgiven i offentlige Øjemed eller med merkantile eller industrielle Formaal for Øje.

3) Der maa gennem forud for Optagelsen liggende faktiske Forhold have Sikkerhed for, at Kapitalen er saaledes fordelt, at effektiv Notering kan opnaas, d. v. s. at virkelig modstaaende Interesser hos Købere og Sælgere kan komme til at give sig Udtryk.

4) Endvidere fordres der gennem offentlige Regnskaber Kendskab til det paagældende Selskabs Drifts- og Ballanceforhold.

Hvorvidt et Papir in casu opfylder disse almindelige Betingelser og de særlige Krav, som det enkelte Tilfælde maatte foranledige til yderligere at stille, afgøres af Noteringsudvalget. I Anledning af de fra Provinserne fremkomne Skrivelser har Kursnoteringsudvalget erklæret sig villig til »at tage Andragender fra Provinserne om Optagelse af Papirer til Notering under den velvilligste Overvejelse*»«. Af en to Aar senere afgiven Skrivelse til Foreningen af jydsk

*) Jfr. den foran citerede Svarskrivelse fra Grosserer Societetets Komité i Handelsberetningen for 1898.

delsforeninger i Anledning af en fornyet Henvendelse fra disse, fremgaar det, at der ikke, i Mellemtiden mellem den første og anden Skrivelse, fra Provinsernes Side var gjort nogetsomhelst Forsøg paa at faa bestemte Papirer antagne til Notering. Det man i Provinserne ønskede, var da øjensynlig en Masseoptagelse af Provinspapirer, hvortil Initiativet toges fra Københavns Side, mens man ikke syntes tilbøjelig til at nøjes med Udsigten til under Kursnoteringens Velvilje nu og da at kunne faa lirket et enkelt Papir frem til Notering. Hovedgrunden hertil har sikkert været den, at man ikke har troet paa Muligheden af at kunne faa Reformen m. H. t. Provinspapirerne indført i det Omfang, man ønskede, under den nugældende Noteringsform; og med det lidet, der kunde opnaas paa den foreslaaede Maade, ønskede man ikke at lade sig nøje.

Det er imidlertid ikke blot Kravene fra Provinserne, der har indvirket paa Reformspørgsmaalet m. H. t. den københavnske Kursnotering. Under den betydelige Udvikling af alle Aktieselskabsforhold, som har fundet Sted herhjemme i de sidste Aartier, er der ogsaa i Hovedstaden fremkommet en Mængde Papirer, der ikke har opfyldt Betingelserne — eller alle Betingelserne — for at opnaa Kursnotering paa Børsen eller som under alle Omstændigheder ikke har opnaaet saadan.

I den sidste Udgave af Danske Fonds og Aktier (1905) findes beskrevet 1897 Aktieselskaber; om en Del af disse gælder det ganske vist, at der ikke til Aktierne knytter sig nogen Omsætningsinteresse; men naar det erindres, at der af disse Aktieselskaber ordinært og ekstraordinært kun noteres 95 Aktier, vil det forstaaes, at det efterhaanden er bleven et rigt Materiale,

som giver Problemet om de unoterede Papirer Indhold.

Det er ubestrideligt, at der af disse 1800 unoterede Aktier, hvortil kommer 2 à 300 unoterede Obligationer, faktisk stadig omsættes endog meget betydelige Beløb, og der er utvivlsomt et Misforhold imellem Antallet af noterede og unoterede Papirer, som er i høj Grad til Skade for disse sidste, baade derved at Aktieejerne ikke opnaar den Pris for Aktierne, som de vilde kunne faa, hvis Papirerne var noterede, og mere indirekte derved, at Financieringen af mindre Foretagender eller Foretagender, hvis Værdier af en eller anden Grund ikke noteres, i betydelig Grad vanskeliggøres.

Ganske bortset fra den Bevægelse fra Provinsernes Side, som foran er omtalt, har Problemet om de unoterede Papirer iøvrigt været livligt debatteret i en Aarrække, uden at man egentlig er naaet synderligt ud over almindelige Overvejelser.

Naar man har tvivlet paa, at Kursnoteringsudvalget i København vilde tage sig af Problemets Løsning, har Oprettelsen af lokale Børs'er oftere været anførte som den naturligste Løsning, i alt Fald for saa vidt Provins-papirer angaar. I Praksis har denne Vej imidlertid ikke vist sig meget farbar. Aarhus, der allerede i 1886 paabegyndte en lokal maanedlig Notering, er den eneste By, som hidtil har formaaet at opretholde en saadan, og videre omfattende er denne ikke, idet den kun giver maanedlig Kurs paa 5 Slags Aktier. Andetsteds har der været gjort forskellige Tilløb, som imidlertid næppe kan gøre Krav paa Omtale; det kan vistnok i det hele siges, at nogen Løsning ad denne Vej ikke

kan opnaas, alene fordi »Provinsforholdene er for smaa til at fremme et virksomt Børsliv«, saaledes som det meget træffende udtales i en af de citerede Henvendelser fra Provinsernes Handelsforeninger.

Paa Københavns Børs har man som anført hidtil ikke foretaget noget effektivt Skridt for at raade Bod paa den Ulampe, som manglende Kurskonstatering for Effekter af den her omhandlede Art faktisk i en Aarrække har været.

En forholdsvis ringe Begivenhed har imidlertid i Begyndelsen af 1906 foranlediget Kursnoteringsudvalget til at tage Initiativet i denne Sag, og paa en Maaned er Spørgsmaalet ved Kursnoteringsudvalgets Foranstaltning faktisk bragt sin Løsning nærmere end gennem flere Aartiers Diskussion.

Hvad der har foranlediget de af Kursnoteringsudvalget truffene Foranstaltninger, er i Korthed følgende: I Begyndelsen af Februar i Aar udsendte en herværende Bank, der paa forskellig Maade er interesseret i unoterede Værdier, til samtlige Veksellerere og Banker i Landet en Meddelelse om, at den vilde gøre Forsøg paa at skabe et Ækvivalent for Notering for de Aktiers og Obligationers Vedkommende, for hvilke der ikke paa Københavns Børs finder Kursnotering Sted; dette tænkte opnaaet gennem en ugentlig Kursliste, i hvilken Køber- og Sælger-Kursen noteredes. For at gøre denne Liste saa fyldig og nyttig som muligt, opfordrede Banken alle de af Landets Veksellerere og Banker, der beskæftiger sig med Omsætning i saadanne Papirer, til at give Oplysning om Tilbud og Salg. Banken foretog samtidig Henvendelse til Bladet »Børsen« for

at træffe Arrangement om Offentliggørelse af den saaledes skabte Kursliste.

Da denne Plan gennem Cirkulæret til Banker og Veksellerere blev bekendt, besluttede Kursnoteringsudvalget straks at tage Affære; allerede tre Dage efter Skrivelsens Udsendelse vedtoges det, at Veksellererne hver Torsdag til Kursnoteringsudvalget skulde opgive Køber- og Sælger-Kurs for saadanne unoterede Effekter, hvortil de havde enten Køber eller Sælger, hvorefter en saadan efter Oplysningerne udarbejdet Liste vilde blive offentliggjort. Allerede den følgende Torsdag forelaa paa Grundlag af denne Beslutning den første Liste over de hidtil unoterede Papirer.

Spørgsmaalet var da hermed ganske uventet og pludseligt traadt ind i en ny Fase. Problemet havde faaet i det mindste sin foreløbige Løsning; den 15. Februar var da forsaavidt en historisk Dag paa vor Børs. Den første Liste over de hidtil unoterede Papirer fortjener derfor ogsaa at erindres. Den saa saaledes ud:

Obligationer:

	Køber	Sælger
5 ⁰ / ₁₀ Atlas	96	100
5 ⁰ / ₁₀ Binder & Co.....	96	100
4 ¹ / ₂ ⁰ / ₁₀ Forenede Bygningssnedkerier .	94	99
5 ⁰ / ₁₀ Alfred Christensen	95	100
4 ¹ / ₂ ⁰ / ₁₀ Dansk Conserves	91	96
5 ⁰ / ₁₀ Dansk Garverkompagni	95	100
5 ⁰ / ₁₀ Hellerup Skibsværft	95	100
5 ⁰ / ₁₀ Københavns Hvidtølsbryggeri...	95	100
5 ⁰ / ₁₀ Henriques & Løvengreen.....	95	100
5 ⁰ / ₁₀ Københavns Pakkasefabrik.....	96	100
5 ⁰ / ₁₀ Larsens Vognfabrikker (Bredgade)	95	100
4 ¹ / ₂ ⁰ / ₁₀ Nordisk Forlag	92 ¹ / ₂	97 ¹ / ₂
5 ¹ / ₂ ⁰ / ₁₀ Nielsen & Winther.....	96	101
5 ⁰ / ₁₀ Silvan	95	100

Aktier:

	Køber	Sælger
Aarhus Privatbank	140 $\frac{1}{2}$	143
Københavns Sporveje	104	109
Laanekassen	108	112
Svitzers Bjergningsentreprise, gamle..	145	150
do. , nye....	135	140
St. Croix Sukkerfabrik	7	12
Hafnia	640	690
Østjyske Bryggerier	85	90
Charlottenlund-Ordруп Bank.....	98	101
Dampskibss. Gorm, nye	96 $\frac{1}{2}$	99
Østifternes Landhypotheek Garantibe- viser	99 $\frac{1}{2}$	101

Det var ingenlunde nogen ny Tanke, den paa-gældende Bank i det omtalte Cirkulære traf Forberedelser til at realisere. Allerede som Ugeblad havde »Børsen« i 1896 gjort Forsøg paa at løse Problemet om de unoterede Papirer ved en privat Kursliste. En saadan offentliggjordes efter forud indsamlet Materiale den 9. Maj 1896. Den indeholdt Kurser paa 12 Slags Obligationer og 43 Aktier, heraf 4 Banker, 6 Dampskibsselskaber, 4 Jærnbaneselskaber, 2 Telefonselskaber, 21 Fabriksaktieselskaber og 6 af forskellig Art. Listen, der i flere Aar udgaves hver Uge, blev efterhaanden ført op til at bringe Kurser paa mellem 2 og 300 Papirer. I en vis Periode havde denne Liste faktisk en Del Betydning. Den blev ofte lagt til Grund ikke alene for private Forretninger, men ogsaa ved Afgørelser af offentligretlig Natur, ved Skifter i Dødsboer og lign. Det viste sig imidlertid efterhaanden overordentlig vanskeligt at holde Listen vedlige. Ifølge Principet for Indretningen blev opgivne Kurser staaende indtil Forandring meldtes, og paa saadanne Meldinger kom det snart til at skorte. Herved slappedes

Interessen; Oplysningernes Paalidelighed kunde i Følge Sagens Natur omdebatteres, og fra Veksellerernes Side ydedes der ikke Listen nogen synderlig Tilslutning. Det blev i det hele efterhaanden klart, at det for et Blad var en meget vanskelig Opgave at løse, og efter fem Aars Forløb besluttede Redaktionen at ophøre med disse ugentlige private Noteringer.

Der gik saa fem Aar, i hvilke Spørgsmaalet faktisk hvilede, og kun en enkelt Gang flygtigt kaldtes til Live ved fornyede Beklagelser fra Provinsernes Handelsforeninger.

I Virkeligheden var da Diskussionen om dette Emne allerede for længere Tid siden forstummet, da det omtalte Cirkulære i Februar i Aar pludselig paany gjorde Spørgsmaalet aktuelt.

Noteringsudvalget tog altsaa Sagen i sin Haand og Banken, der havde foranlediget denne Beslutning, trak sig loyalt tilbage og overlod Veksellererne at føre Spørgsmaalet videre frem.

Det kan vistnok heller ikke betvivles, at Sagen herved kom for det rette Forum. Hvad enten man vil være enig i at hævde en Æneret for Veksellererstanden med Hensyn til Fastsættelse af Kurser eller ej, kan det vistnok ikke bestrides, at som Forholdene foreligger, kan Problemet om de mange hidtil unoterede Papirers Værdsættelse sundest og bedst løses gennem det officielle Kursnoteringsudvalg paa Københavns Børs. Her er sikkert de bedste Betingelser til Stede for at skabe en god Løsning.

Spørger man imidlertid, om en saadan nu kan siges at være skabt ved de af Udvalget truffne Foranstaltninger, maa man sikkert besvare dette benægt-

ende. Den trufne Ordning har absolut ikke Betingelser for at blive andet end en rent foreløbig. Og man kan sikkert føje til, at det er nødvendigt hurtigst muligt at gaa videre og se at naa til en virkelig Løsning.

De foreløbige Foranstaltninger, som Udvalget har truffet, kan næppe siges at have haft nogen synderlig praktisk Betydning. Den Liste, vi foran har aftrykt, er jo ret mager, og den er i de siden forløbne Uger ikke bleven federe; snarere er den skrumpet yderligere ind. Det er ikke underligt. Ordningen er nemlig truffen under en Stilhed, der staar i omvendt Forhold til den Offentlighed, under hvilken en Ordning i Aarevis har været paakrævet. Herpaa kunde der jo let raades Bod ved Anvendelsen af et Kvantum af den Reklame, som selv gode Ting som oftest behøver for at vinde Fodfæste. Det er imidlertid vistnok heldigt, at Udvalget ikke har gjort noget for at vække Opmærksomhed for sin i Principet meget betydningsfulde Foranstaltning. Og det staar i god Samklang hermed, at man ikke fra den Del af Pressen, der har fulgt Sagens Udvikling, har blæst i Trompeter for den ny Notering. Foreløbig egner den trufne Ordning sig sikkert bedst til at drøftes for en mere teoretisk interesseret Kreds, som den hvortil nærværende Tidsskrift henvender sig.

Manglerne ved den trufne Ordning synes nemlig at være saa betydelige, at det sikkert vilde rumme en alvorlig Fare, paa det foreliggende Grundlag at søge at skabe Sagen den Tilslutning, som maa til, for at den kan faa virkelig praktisk Betydning.

Den trufne Ordning gaar ud paa, at alle Papirer, altsaa Obligationer og Aktier af enhver Kvalitet, kan

anmeldes til Veksellerernes Liste, og hvis der meldes Køber- og Sælgerkurs, der kommer hinanden tilstrækkeligt nær — saa vidt vides er den vedtagne Maksimumsforskel for Notering 5 % — sættes Kurserne.

Her brydes afgørende med Grundprincperne for den københavnske Notering, med de Grundprinciper, ved hvis Hævdelse denne Notering har opnaaet sin betydelige Autoritet.

Dette er sikkert i højeste Grad betænkeligt. Ganske vist fremtræder denne Torsdagsliste ikke med samme Ansvarlighedens Præg som den almindelige »ordinære« og »ekstraordinære« Notering. Publikum faar i selve Overskriften Besked om, at det her drejer sig om »Til- og Udbud paa ikke officielt noterede Papirer« og at Offentliggørelsen sker »uden Ansvar for Udvalget«. Alligevel tør det vistnok paastaas, at hverken den forskellige Betegnelse eller den parentesiske Fraskriften af Ansvar, er tilstrækkelig til at gøre det klart, hvilken afgørende Forskel, der er imellem disse Torsdagskurser og alle andre Kurser. Og det er dette, der formentlig rummer en Fare for hele Noteringen. Hvis Torsdagsnoteringen, som endnu er ganske ukendt i videre Kredse, udnyttes paa den Maade, den uden Hinder fra Udvalgets Side kan udnyttes paa, vil det være muligt ad denne Vej at skabe ganske fiktative Kurser. Det har ganske vist Udvalget intet Ansvar for, men det vil kunne skade hele den københavnske Kursnotering. Man kan nemlig ikke forlange, at en jævn Mand, som er bleven narret med en saadan kunstigt skabt Torsdagskurs, skal kunne skelne den ene Liste fra den anden, end mindre forstaa at vurdere disse Kurslisters højst forskellige Kvalitet. Han vil af

sin ene bitre Erfaring danne sig en almindelig Mistillid, der vil skære al Kursnotering over en Kam. De Kredse, hvortil en saadan Mistillid vil fortone sig, vil vel ikke omfatte det Publikum, der har et mere indgaaende Kendskab til Kursforhold; hvor et saadant er til Stede, vil man forstaa at skille Klinten fra Hveden; men de Misbrug, der synes uundgaaelige, som Torsdagsnoteringen foreløbig er indrettet, vil efterhaanden som de øver deres Virkning, hos det mere oplyste Publikum skabe en Mistillid til denne Torsdagsnotering, som vil bevirke, at denne vil have meget vanskeligt ved at opfylde sin Mission.

Det er allerede antydet, at Grunden til dette pessimistiske Syn paa den foreløbige Indretning, er det afgørende Brud, som Torsdagsnoteringen har gjort paa alle de hidtil gældende Principer for Kursnoteringen paa Københavns Børs. Vi har foran berørt de almindelige Betingelser, som man hidtil har fordret opfyldte for at anerkende et Papir som skikket til offentlig Notering. Til Torsdagslisten kræves ingen Kvalifikationer. At man ikke opretholder de almindelige Betingelser, er kun naturligt; herved vilde man paa Forhaand forfejle Hensigten. Men Maalet kunde sikkert meget vel være naaet, selv om man havde fastholdt som Hovedprincip, at der dog kræves visse Egenskaber ved Papiret, for at gøre en Notering naturlig. Ydermere maa erindres, at der ved et Papir kan klæbe saadanne Mangler, at de ikke alene gør en Notering mindre naturlig, men endog gør den i høj Grad skadelig.

Vil vi kaste Blikket paa de foran fremhævede Betingelser og spørge, hvilke af disse der er saa fundamentale, at en principiel Fravigelse ikke uden Skade

kan ske, vil det være klart, at dette ikke i særlig Grad gælder Kravet om Kapitalstørrelsen. Mere Betænkelighed maa det derimod vække at opgive Kravet om offentlig Udbydelse og om, at man gennem offentlige Regnskaber har Kendskab til det paagældende Selskabs Drifts- og Ballanceforhold. Men afgørende er det, ikke at give slip paa Fordringen om, at Kapitalen skal være saaledes fordelt, at der virkelig er modstaaende Køber- og Sælgerinteresser til Stede, som gennem Noteringen kan komme til Udtryk. Det er igen nem Opgivelsen af dette Krav, at man aabner Døren for de mest graverende Misbrug af Noteringsinstitutionen I et Land, hvor der ikke er Skygge af Aktieselskabsregler, er dette dobbelt farligt. Et af disse Aktieselskaber, hvis Værdier kun eksisterer paa Papiret og hvis Aktier kun befinder sig paa ganske faa Hænder, kan under dette System foranledige den pynteligste Pari Notering af uafsatte Aktier. Der kræves kun, at d'Herrer Ejere bliver enige om Sagen. De melder sig hos deres Veksellerere, anmoder én om at give Køberkurs 103, en anden om at give Sælgerkurs, f. Eks. 105, og Noteringen fuldbyrdes. Det kan maaske ske endnu simplere, da det ikke kan antages at være udelukket, at samme Veksellerer giver baade Sælger- og Køberkurs. Man vil maaske nu indvende, at naar der virkelig ikke findes flydende Materiale af det paagældende Papir, har det ingen Betydning, at en saadan nominal Kursnotering finder Sted; det hjælper med andre Ord ikke Manden mere at faa sin subjektive Vurdering sat paa Listen, end det hjælper ham at sætte den i sine Bøger eller hævde den paa anden Maade. Men denne Indvending afvæbner sig selv.

Thi det er netop Faren, at den i den trykte Kursliste med en vis autoritativ Karakter udtalte Vurdering har Betingelsen for at skuffe. Er i længere Tid en Situation præpareret med en bestemt Plan for Øje, er det meget let tænkeligt, at man ad denne Vej kan instituere en Svindel, som den københavnske Kursnotering er meget lidt tjent med at komme i den fjærreste Berøring med.

Og det rene Svindel-Eksempel er jo dernæst ingenlunde det eneste, der faar Betydning. Ved Papirer, der kun frembyder ringe Mulighed for Omsætning, aabner den ganske ukontrollerede Antagelse af alle Papirer som skikkede til Notering en vid Mark for Misbrug i større og mindre Omfang. Dobbelt vil dette komme til at gøre sig gældende, fordi Torsdagslisten ikke skabes under den samme fortræffelige Garanti, som iøvrigt giver den københavnske Notering sit Særpræg. Mens »de Hundrede vagtsomme Øjne« ellers er den levende Garanti for Reellitet og Paalidelighed, foregaar ved Torsdagsnoteringen alt ukontrolleret. Her ved den ene ikke hvad den anden gør; ingen formaar at gribe regulerende ind; den Kurs, der sættes paa et af de Tusinde Papirer, som der er Mulighed for at notere, staar en Uge igennem før den kan reguleres. Og den reguleres da ikke ved blot at give f. Eks. en langt billigere Sælgerkurs, naar der i den ny Uge ingen Køber melder sig. Saa bliver der ingen Kurs, og Publikum har den forrige Køber- og Sælgerkurs som Rettesnor!

Hovedmanglen ved den trufne Ordning er da den, at den aabner Døren altfor vidt. Hvor det tidligere var uhyre vanskeligt at klemme sig ind, er nu begge Fløjdørene slaaede op paa vid Gab. Ganske vist fører

den aabnede Dør ind i forskellige Rum; men som vi har set er det ingenlunde tilstrækkeligt.

Det første Krav, man maa stille om Forandring, bør da sikkert gaa ud paa, at Udvalget fastsætter Regler for, hvilke Betingelser, der maa kræves opfyldte, for at et Papir overhovedet skal kunne noteres. Reglerne herom skal naturligvis ikke formuleres saaledes, at man overvejende udelukker; nej, de maa tværtimod være saa rummelige som muligt, men dog saaledes, at de lukker Døren for Misbrug i saa vid Udstrækning, som dette kan lade sig gøre.

Hvis der træffes Bestemmelser i denne Retning og der fastsættes Betingelser, afpassede efter det særlige Formaal, som skal opnaas, vil allerede et betydeligt Fremskridt være naaet. Kursnoteringsudvalget vil derved faa Oversigt over det Materiale, der i det hele foreligger. Der vil hurtigt foregaa en Sigting af det forhaandenværende Materiale, og denne vil sikkert bevirke, at det virkelig til Notering uegnede udskydes. Thi naar der fastsættes liberale Betingelser (som derfor meget vel kan byde den ønskede Sikkerhed), er der næppe Tvivl om, at alle eller dog de fleste Selskabs-papirer, som der i det hele er Mening i at sætte Kurs paa, virkelig ogsaa vil underkaste sig Betingelserne, eftersom det altid vil være af betydelig Interesse for Aktionærerne, at Papirerne er underkastede en regelmæssig Vurdering.

Et Spørgsmaal bliver det saa fremdeles, om det ikke derefter vilde være naturligt at indrette Torsdags-listen efter et lignende Princip som Onsdagsnoteringen. Dette er Sagens anden Hovedside. Naar den Regulering af Materialet, som foran er omtalt, ikke kan

afvises, synes det ikke unaturligt at gaa et Skridt videre og fastsætte Torsdagskurserne under den samme Kontrol, som ledsager den øvrige Kursnotering. Selv om man vilde indføre det samme Princip for Torsdagsnoteringen som anvendes for den saakaldte »ekstraordinære« Onsdagsnotering, vilde det meget vel være muligt at opretholde en Forskel imellem de to Noteringer, idet det jo er Forudsætningen, at der kun skulde kræves de nødvendigste Betingelser for Optagelse til Torsdagsnotering.

Under alle Omstændigheder vilde det sikkert være naturligt, at der forud skete Anmeldelse om de Papirer, paa hvilke der søgtes Kurssætning. Naar saadan Anmeldelse blev bekendtgjort paa samme Maade som det nu bekendtgøres, hvilke Papirer der er anmeldte til Onsdagsnoteringen, vilde Publikum derved paa Forhaand være à jour og have Anledning til at melde sig enten som Købere eller Sælgere. Det siger sig selv, at Noteringen derved baade vilde have mere Udsigt til at faa praktisk Betydning og vilde give den efter Omstændighederne største Garanti for Reellitet. Thi en Hovedindvending ved en Ordning som den nu trufne vil det stadig være, at et saa rigt Materiale virker for overvældende; det vil være meget vanskeligt for Købere og Sælgere at finde hinanden, naar det ikke forud vides, at der søges Kurs. Er dette ikke bekendtgjort, vil det oftest bero paa et Lykke-træf, at Køber og Sælger finder hinanden. Det forudsætter i alt Fald en betydelig Ihærdighed hos de paagældende.

De her fremsatte Betragtninger kan resumeres saaledes: De af Kursnoteringsudvalget truffne Foranstaltninger viser, sammenholdt med den angivne Foranledning til disse, at man fra Udvalgets Side ønsker at forbeholde Veksellerere og Vekselmæglere som saadanne en Særret m. H. t. Kursnotering, hvad der sikkert ogsaa baade teoretisk og praktisk lader sig udmærket begrunde. Man kan fremdeles ud af de foretagne Skridt udlede en Tendens til at gøre den københavnske Kursnotering saa omfattende, som Tiden kræver den. At Københavns Børs bør være Centralstedet for Omsætning og Notering af hele Landets Værdier synes givet, ligesom at den alene som Forholdene ligger for, har Betingelserne for at være et saadant Centrum for Aktie- og Obligationshandlen. Ved den forsøgsvisse Torsdagsnotering er saavel det almindelige Problem om unoterede Papirer kommen et stærkt Skridt fremad imod Løsningen, ligesom det særlige Spørgsmaal m. H. t. Provinsernes Papirer er ført fra den teoretiske Diskussions Lejr over i det praktiske Forsøg. Baade Hensynet til de unoterede Papirer og Omsorgen for at hævde den nuværende Kursnoterings Autoritet, kræver imidlertid fastere Rammer end de rent foreløbige, som det hastigt besluttede Forsøg har muliggjort. Hvorledes disse Rammer nærmere bør fastsættes, kræver sikkert grundig Overvejelse. Det synes imidlertid ingenlunde umuligt at fastsætte saadanne i Overensstemmelse med de almindelige Kursnoteringsprinciper, hvis Hævdelse i mere end en Retning er af fundamental Betydning. Den Løsning, der sikkert paa det foreliggende Grundlag vil kunne skabes af dette i Aarevis debatterede

Spørgsmaal vil ikke — som man tidligere ofte har været tilbøjelig til at mene — med Nødvendighed kræve en fuldstændig Reform i Noteringsmaaden, bort fra det bundne, auktionsmæssige Princip over til den friere Noteringsform. Men det vil sikkert være en betydelig Fordel, at man ogsaa for disse — i visse Henseende særegne — Papirer har Erfaringer at bygge paa, naar man før eller senere maatte beslutte at gøre Springet fra det nuværende System over til en friere Noteringsform.
