

Corporate Governance

– Politik, selskabsledelse og kampen om magten

Af Jens Valdemar Krenchel, chefkonsulent, Dansk Industri.

Corporate governance er i Danmark i en vis udstrækning blevet præsenteret som en markedsdrevet proces hvor professionelle investorer har ønsket at medvirke til at stille krav til selskaberne og disses ledelser som kan øge virksomhedernes værdi for investorerne. Det faktiske billede er nok noget mere nuanceret, idet en række incitamenter kan have betydning for udviklingen af corporate governance, hvoraf en række er mere politisk baserede end rent erhvervsmæssigt baseret. Mere provokerende, men ikke nødvendigvis mindre rammende, foregår det pt. en kamp om magten over udstederne af børsnoterede værdipapirer. Ændringen fra dialog til politisk kamp mellem interessegrupper afspejler dette, men kan også have negative følger for den fremtidige mulighed for at tilføre innovative virksomheder kapital.

Nedenfor beskrives først udviklingen i Europa og Danmark. Dels beskrives den faktiske og politiske udvikling og derefter beskrives den anvendelse, som er sket blandt institutionelle investorer. Endelig drøftes betydningen af, at blande politiske målsætninger med erhvervslivets økonomisk funderede rationale.

1. Udviklingen i Europa

Den politiske udvikling

Den 21. maj 2003 offentliggjorde Kommissionen en handlingsplan for selskabsretten og corporate governance. Handlingsplanen var

kulminationen på en proces, som blev sat i gang med nedsættelsen af en selskabsretsekspertgruppe under Kommissionen, som havde til formål at arbejde med modernisering af selskabsretten. Gruppen blev tillige bedt om, at se på corporate governance i et europæisk lys på grundlag af de da helt nylige sammenbrud i meget store amerikanske virksomheder. Sammenbrud som efterfølgende spredte sig til nogle europæiske virksomheder, og som blev krydret med flere på hinanden følgende afsløringer af eksorbitant høje aflønninger af en række ledelsesmedlemmer i virksomheder i flere lande.

For så vidt angår Danmark var der ikke på tilsvarende vis virksomheder i krise, om end der var mindre antydninger heraf i virksomheder som Memory Card Technology (overvurderede varelageropgørelser) og eHuset (forudfaktureringer (channel stuffing)), ligesom en noget efter danske forhold stor bonusordning for en direktør i en virksomhed førte til bestyrelsens afgang.

Sammenbrudene i USA og dele af Europa har lagt et betydeligt pres på Kommissionen og resultatet heraf er Kommissionens handlingsplan for selskabsretten og corporate governance, og de initiativer som udspringer heraf.

Sideløbende med den Europæiske udvikling blev der i USA taget markante regulatoriske

skridt til at »genoprette tilliden til finansmarkederne«. Sarbanes-Oxley act, som var produceret af hurtig paniklovgivning i USA, har medført meget rigoristiske krav til regnskabsaflæggelse og -procedurer i USA, ligesom en yderligere række formelle procedurer er blevet pålagt virksomheder børsnoteret i USA.

Den amerikanske udvikling har haft som konsekvens, at en række europæiske virksomheder, der er noteret i USA har ønsket at deres overholdelse af europæiske regler kunne anses for ligeværdig med overholdelsen af amerikanske regler, således at de kan undgå at skulle sikre overholdelsen to parallelle men uensartede regelsæt.

Dette ønske resulterede i den transatlantiske dialog om corporate governance. Påstanden fra USA er, forenklet fremstillet, at de europæiske regler er underlødige og utilstrækkelige og at de skal forbedres betydeligt før end det kan komme på tale at give undtagelse for europæiske virksomheder. Dette har medført, at Kommissionen er under pres fra USA for at vise, at europæisk regulering er tilstrækkelig og ligeværdig.

Dette har især ført til direktivforslag indenfor regnskabsområdet, men har også været med til at påvirke den regulatoriske stemning i såvel Kommissionen som i Parlamentet om, at noget skal der ske, også indenfor corporate governance.

Det har tillige ført til, at en del af den traditionelle tilbageholdenhed, som en del af europæisk erhvervsliv har haft, er blevet modificeret på grund af ønsket om og forståelsen for, et gunstigt klima for den transatlantiske dialog om corporate governance.

Hertil kommer, at den helt overvejende del af de europæiske lande har indført regler om corporate governance som skal følges efter et følg- eller forklar princip. Den sidste rest af

modstand ligger i al væsentlig i ønsket om at bevare det nationale initiativ på området – men dette argument er overordentligt svært at anvende samtidig med ønsket om en transatlantisk dialog.

Selv om den transatlantiske dialog om corporate governance, i lyset af Sarbanes-Oxley således egentlig vedrører regnskabsregler og revision, har den haft en betydelig påvirkning af corporate governance i det hele taget.

Endelig arbejder – som det også fremgår nedenfor – visse britiske og amerikanske institutionelle investorer med ophav i medarbejderdominering meget stærkt for en styrkelse af minoritetsaktionærernes indflydelse på selskaberne på bekostning af flertallet. Disse investorer har opbakning i dele af europæiske akademiske kredse og i rådgiverkredse, om end begge de sidstnævnte måske også kan have en vis egeninteresse ud over den akademiske udfordring.

Resultatet er blevet den nu foreliggende situation, hvor der foreligger to henstillinger fra Kommissionen om bestyrelsens uafhængighed, bestyrelseskomiteer mv. hhv. om ledelsens aflønning. Såfremt handlingsplanen følges fremover i samme tempo som nu, vil der i de(t) kommende år alene for så vidt angår mere kontroversielle forhold blive fremsat forslag om:

- krav til de institutionelle investorer om en politik for stemmeafgivelse og corporate governance og om rapportering herom, jf. nedenfor om udviklingen i England.
- om øget ansvar for bestyrelsesmedlemmer,
- om forbedret mulighed for minoritetsaktionærer til at kræve undersøgelser iværksat eller udmelde minoritetsrevisorer, og endelig vil Kommissionen iværksætte en undersøgelse af muligheden for at udbrede en aktie en stemme princippet.

I korridorerne omkring Kommissionen tales der om, at der bør indføres adgang for minoritetsaktionærerne til at vælge medlemmer af bestyrelsen, evt. ved at indføre et krav om valg til bestyrelser skal ske som forholdstalsvalg eller på lignende ikke absolut vis.

Under pres om lovgivning fra den britiske regering har Institutional Shareholders' Committee i 2003 offentliggjort en redegørelse om principper for institutionelle investorerers ansvar for corporate governance i deres porteføljevirkksomheder.

Principperne fastsætter, hvorledes engelske institutionelle investorer skal udarbejde en politik for, hvordan de følger porteføljeselskaberne overholdelse af Combined Code ved Londons fondsbørs. Herudover skal de tage stilling til i hvilket omfang de kræver overholdelse af Combined Code, og hvordan de følger op overfor det enkelte selskab på eventuelle afvigelser fra Combined Code, medmindre forklaringen på afvigelsen er dækkende. Endvidere skal de redegøre for, hvordan de vil følge op overfor selskaber hvor samtaler med ledelsen ikke er tilstrækkelige, samt for deres politik for afgivelse af stemmer i porteføljeselskaberne.

Den til grund liggende tanke er, at institutionelle investorer er naturlige vagthunde for overvågelse af overholdelsen af corporate governance, medmindre det skal gøres til en statslig opgave.

Den finansielle sektor har hidtil fremført, at en pligt for dem til at overvåge corporate governance i deres porteføljeselskaber ikke altid vil være en forsvarlig økonomisk disponering, fordi omkostningerne ved overvågning af det enkelte selskab kan blive disproportional med omkostningen ved at gå ind i, og ud af, investeringen. Såfremt der f.eks. alene investeres i indekserede aktier efter deres vægtede andel af de respektive indeks, så ligger der ikke en individuel investeringsbeslut-

ning bag investeringen i det enkelte selskab. Dermed kan det blive meget omkostningsfuldt at skulle følge alle de selskaber, som tilfældigvis måtte indgå i det pågældende indeks.

Andre institutionelle investorer, deriblandt ikke mindst de med en traditionel forankring i arbejderbevægelsen, har gjort overvågning af porteføljeselskabernes corporate governance til et pejlemærke for deres virksomhed, og har medvirket til at skabe det politiske pres, som har ført Blair regeringen til at presse ISC til deres initiativ, jf. også nedenfor om rationalerne for udviklingen i relation til de institutionelle investorer.

Udviklingen i UK, som ikke ligger langt fra en tilsvarende udvikling i USA, har ført til den gryende fremkomst af virksomheder, som tilbyder institutionelle investorer, at gennemføre corporate governance ratings af børsnoterede selskaber, samt, tilbyder at afgive stemmer på generalforsamlingerne i selskaberne for investorerne.

Opblomstringen af disse corporate governance baserede forretninger kan få den betydning, at de institutionelle investorer – herunder de danskes – modstand mod at overvåge corporate governance ud fra et omkostnings-synspunkt ikke kan opretholdes. »Pooling« af behovet for ratings og afgivelse af stemmer på fuldmagter i uafhængige forretninger vil formentlig gøre det meget mindre omkostningsfyldt for de institutionelle investorer at følge området. Dette vil alt andet lige give corporate governance rating husene meget stor indflydelse på de selskaber de giver ratings på. Der er på nuværende tidspunkt to til tre større forretninger, som har etableret en fast tilstedeværelse i Europa: Deminor (Europæisk), ISS (Institutional Shareholder Services, US) og GovernanceMetrics International (GMI, US).

Disse selskabers forretning består i at tilbyde institutionelle investorer at købe ratings af porteføljeselskaber, samt, at tilbyde de institutionelle investorer at overlade deres stemmeafgivelse til det pågældende rating selskab. Stemmeafgivelsen foretages herefter af ratingselskabet enten i overensstemmelse med en af disse på forhånd udsendt anbefaling om stemmeafgivelsen eller efter individuel angivelse fra den enkelte investor.

2. Udviklingen i Danmark

Udviklingen i Danmark er generelt karakteriseret ved, at den eksisterende regulering hidtil har været anset for tilstrækkelig, og der har ikke været sager som har afkræftet dette. Det er vel den generelle fornemmelse, at den herskende kultur i virksomhederne er sund. Hertil kommer, at Danmark er et så tilpas lille land, at alle aktører indenfor området være sig investorer, selskaber, politikere eller akademikere i al væsentlighed kender enten hinanden eller hinanden synspunkter. Dette indebærer, at deltagerne i debatten generelt kan overskue validiteten af hinandens argumenter, herunder at den sfære af generel tillid, som i al væsentlig hersker, giver en tilstrækkelig beskyttelse af investorenes og de politiske interesser.

Den politiske scene

Nordisk Fjer sagen skabte i starten af 1990'erne et betydelig politisk røre som indebar en række ændringer af den danske selskabsregulering. Efter Nordisk Fjer sagen fulgte under en generel økonomisk afmatning en række kriser i den finansielle sektor, som førte til ændringer i den finansielle regulering. Også i Danmark er der overvejelser om behovet for indgreb indenfor corporate governance, primært under inspiration af den europæiske og internationale udvikling og deraf følgende ønsker om at sikre, at Danmark ikke falder ved siden af disse udviklingstendenser. Det var vel en del af ræsonnementet bag nedsættelsen af Nørby I udvalget, som blev etableret i regi af Økonomi- og

Erhvervsministeriet, og efterfølgende overtaget af Københavns Fondsbørs.

Ligeledes var der i slutningen af 1990'erne overvejelser om betydningen af aktivt ejerskab, og der blev afgivet betænkning herom. Om end der stadig er sporadiske tilløb til debat, f.eks. i form af spørgsmål fra oppositionen til den nuværende økonomi- og erhvervsminister, har der fra politisk hold i den senere tid ikke været tegn på, at der ses et stort behov for yderligere regulering indenfor corporate governance.

Der spores dog en betydelig interesse for emnet, i særdeleshed hos oppositionen, og blot en enkelt dansk »sag« i form af kollaps af en virksomhed, betydelig regnskabsuorden eller eksorbitant ledelsesaflønning vil formentlig ganske hurtigt kunne skabe politisk grundlag for indgreb.

Efter Nørby-udvalget (også omtalt som Nørby I) afgav en rapport om god selskabsledelse i Danmark, besluttede Københavns Fondsbørs sig for at inddrage udvalgets arbejde i fondsbørsens regi. Dette skete ved at Københavns Fondsbørs i reglerne for udstedere af aktier indsatte bestemmelse om, at udstedere af aktier bør forholde sig til Nørby I anbefalingerne.

Nørby I anbefalingerne har generelt været genstand for megen diskussion og bl.a. DI har tidligere været i klar opposition til en betydelig del af anbefalingerne. Københavns Fondsbørs besluttede i 2003 at nedsætte Nørby-Komiteen, eller Nørby II. Nørby II fremkom i januar 2004 med et høringsoplæg til en revideret anbefaling, som i vidt omfang imødegik kritikken af Nørby I. Der var dog fortsat grund til at fremhæve, at anbefalingerne var holdt i et sprog som kan være vanskeligt foreneligt med et følg- eller forklar princip. Københavns Fondsbørs bestyrelse besluttede derfor i sommeren 2004, at bede Nørby Komiteen om en yderligere revision.

dels i lyset af muligheden for at indføre et følg- eller forklar princip, dels i lyset af de initiativer som Kommissionen har bebudet.

De største danske institutionelle investorer har hidtil ikke brugt ressourcer på, at lave mere systematiske analyser af corporate governance i alle deres porteføljeselskaber, og give offentligheden indblik heri. Der finder naturligvis en vis overvågning sted, ligesom den økonomiske udvikling følges. I tilfælde af at der finder begivenheder sted i et selskab, som påkalder sig særlig interesse, vil evt. større institutionelle investorer i det pågældende selskab på et tidspunkt i selskabets eget arbejde typisk blive inddraget i en bilateral dialog om selskabets forhold. Der er således ikke pt. i Danmark institutionelle investorer, som har gjort aktionæraktivisme til deres pejlemærke. Tværtimod er det fornemmelsen, at der i høj grad er en tillidsfuld atmosfære, som gør, at aktionæraktivisme ikke er velset, medmindre et selskabs ledelse udviser en sådan adfærd, at en institutionel investor er kaldet til at agere i fuld offentlighed. Selskabernes ledelse er bedst til at lede selskaberne.

Dette indebærer også, at der hidtil ikke har været udtrykt ønske fra investorernes side om hverken en forstærket corporate governance regulering i Danmark, eller behov for en regulering af de institutionelle investors pligt til løbende at analysere corporate governance i deres porteføljevirkomheder. På det seneste er der dog forhold, som ændrer dette billede noget.

Et dansk fondsmæglerselskab har meddelt, at selskabet nu udover finansielle analyser af børsnoterede selskaber, også vil tilbyde institutionelle investorer løbende corporate governance analyser – og corporate governance ratings – gennem et datamateriale leveret af GovernanceMetrics International. En stor hollandsk bank har tilkendegivet lignende tilbud på sine hjemmemarkeder, muligvis som

reaktion på, at en stor tysk bank i marts meddelte, at selskabets London kontor vil tilbyde corporate governance analyser og ratings, af selskaber noteret i London.

Etableringen af selvstændige analyseafdelinger i en række corporate finance huse, og yderligere udbygning af de huse som allerede tilbyder corporate governance analyser og ratings vil i sig selv i et eller andet omfang medvirke til at skabe et pres for yderligere corporate governance retningslinjer, således at der er et grundlag at foretage analyser og ratings fra. Hertil kommer, at alene etableringen af en corporate governance analytiker profession vil skabe et behov for legitimering blandt disse, hvilket uundgåeligt fører til deres fremhævelse af behovet for corporate governance, også i Danmark.

3. Rationaler bag udviklingen

Der er en række faktorer som medvirker til at skabe et pres for, at der skal ske en videreudvikling af dels indholdet af, hvad der skal anses for corporate governance, dels en stadigt fastere forankring af corporate governance som bindende regulering.

De institutionelle investorer

De institutionelle investorer er roden til såvel corporate governance debattens opståen som til dens fortsatte aktualitet. Således er det på globalt og europæisk plan de institutionelle investorer, som sætter dagsordenen, og som lobbyer for en forøget regulering indenfor corporate governance med det erklærede politiske formål, at styrke deres indflydelse på selskaber som indgår i deres portefølje.

Lobbyvirksomhed

Der kan i den forbindelse med fordel sondres mellem institutionelle investorer som har en stærk forankring i arbejderbevægelser eller lignende strukturer og interesseafhængige institutionelle investorer. Corporate governance kan direkte henføres til de to arbejderbevægelsesrelaterede institutionelle investo-

rer California Public Employees Retirement Systems (CalPERS, US\$ 160 mia. under administration) og Teachers Insurance and Annuity Association – College Retirement Equities Fund (TIAA-CREF, US\$ 307 mia. under administration). Disse ikke alene bryster sig af at have »opfundet« corporate governance bevægelsen, det er vel også almindeligt anerkendt. Disse to institutionelle investorer udviser fortsat en betydelig lobbyvirksomhed indenfor corporate governance såvel i USA som internationalt (fx i OECD) og i Europa, og anser direkte udbredelsen af corporate governance som en del af deres forretning. I Europa er det CalPERS erklærede mål at påvirke UK, Tyskland og Frankrig. CalPERS offentliggør årligt en »synder-liste« på de 10 selskaber med dårligst corporate governance i USA, som også nyligt omtalt i Børsen. Indtil videre har denne liste dog alene indeholdt amerikanske virksomheder.

Også europæiske institutionelle investorer deltager i denne lobbyvirksomhed på såvel internationalt som europæisk plan, herunder fx Hermes Investment Management, som udspringer af Post Office Staff Superannuation Fund (UK) og således ligeledes er en arbejderbevægelsesrelateret fond.

De amerikanske og engelske institutionelle investorer slår i særdeleshed på behovet for, at øge beskyttelsen af minoritetsinvestorerne i forhold til selskabernes ledelser og majoritetsaktionærer, og på behovet for at forbedre demokratiet i virksomhederne. Netop disse emner er Kommissionens første prioritet indenfor corporate governance.

Herhjemme har ATP og LD (samlet DKK 300 mia.) deltaget i debatten om corporate governance men ses ikke at have yttret ønske om politisk indblanding.

Rådgiverne

Blandt rådgiverne – dvs. revisorer, advokater og managementkonsulenter – er corporate

governance blevet modtaget med en generel entusiasme som et nyt og potentielt godt forretningsområde. Især blandt revisorer, men også managementkonsulenter har dette været tilfældet. Advokaterne synes mere delt, idet der naturligvis er glæde over den mulige rådgivningsopgave. Der er de som mener, at det reelt er tiltrængt med corporate governance regulering, idet de også ud fra egen erfaring har den opfattelse at der er behov for en forøget disciplinering af en række selskabers direktioner gennem først og fremmest en opstramning af bestyrelserne. Der er dog også en række som – uagtet at det netop nævnte synspunkt måske ikke ligger dem ganske fjernt – har den opfattelse, at der kan være en række praktiske og retssikkerhedsmæssige betænkeligheder ved en for ensidig fokusering for corporate governance regulering. I hvert fald betoner fx Advokatrådets selskabsretsudvalg, at man nøje bør gennemarbejde enhver regulering ud fra en vurdering af hvilken konsekvens det vil få for det praktiske liv i selskaberne.

Akademiske cirkler

Danske akademikere har med få undtagelser været rimeligt tilbageholdende med at kaste sig i armene på corporate governance bevægelsen uden nærmere refleksion. En sådan skepsis ses dog bestemt ikke på europæisk plan, hvor corporate governance området har fortalere blandt betydende akademikere fra kendte europæiske universiteter. Ud over glæden ved en ny akademisk disciplin og dermed muligheden for at betræde nyt land, lægger flere akademikere dog i selskabeligt lag ikke skjul på, at corporate governance kravene til f.eks. ledelsens uafhængighed kan forøge behovet for akademikere i selskabernes ledelser.

Andre rationaler

Et yderligere rationale for udbredelsen af corporate governance blev fremført af nogle delegationer i OECD's styregruppe for corporate governance, nemlig et ønske om, at

sikre staternes indkomsterhvervelse. Nogle deltagere anførte – og ønskede inddraget i præamblen for OECD's principper for corporate governance – at corporate governance ikke længere alene kunne anses for et anliggende for erhvervslivet, men også var et nødvendigt redskab for staterne. Således har sammenbrud i store erhvervsvirksomheder direkte konsekvenser for nationale statslige finanser. Rettidig omhu i statsadministrationen skulle derfor tilsige, at staterne sikrer og overvåger en god corporate governance i virksomhederne. Dette synspunkt blev dog ikke videreført i principperne, men der var ikke desto mindre forståelse for synspunktet.

En sidste faktor som ikke er et rationale, men dog en reel forklaring på en del af det pres, som til tider opstår for at arbejde med corporate governance problemstillinger, er konkurrence mellem såvel nationale myndigheder, som mellem europæiske myndigheder, om hvem der skal have ansvaret for, at arbejde med corporate governance. Dette medfører et behov for offentlige chefer for at aktualisere vigtigheden af corporate governance problemstillinger og ikke mindst derved vise deres egne fortræffeligheder i den sammenhæng.

På europæisk niveau er der konkurrence mellem kontorer i Generaldirektoratet for det indre marked om at sætte sig på opgaven. Som et eksempel på konkurrencen har begge kontorer fået indsat bestemmelser om bestyrelsens brug af komiteer i hhv. henstillingen om ledelsens uafhængighed og forslaget til ændring af regnskabsdirektivet (8. direktiv). Endvidere har CESR – den meget progressive og arbejdsivrige sammenslutning af europæiske finanstilsyn – tilkendegivet en interesse i at deltage i arbejdet med corporate governance på europæisk plan. Endelig er der som paddehatte opstået en række både nationale og europæiske organisationer, som tilbyder deres tjenester indenfor området, typisk med appel til en semioffentlig finansiering af forsknings- og conferenceaktiviteter.

4. Politik, selskabsledelse og kampen om magten

Hvor argumentationen for corporate governance i starten nok blevet ledet af institutionelle investorer som har en tilknytning til arbejdsmarkedet, så var selve argumentationen båret af økonomiske rationaler om øget værdi i de porteføljeselskaber som der blev investeret i. Endvidere var midlet for corporate governance ikke et ønske om offentlig regulering, men dialog mellem investorer og udstederne af værdipapirer. I hvert fald på europæisk niveau er der nu sket en ændring heraf. Ved at corporate governance nu er en del af handlingsplanen for selskabsretten er emnet blevet gjort til politik. Der har vel gennem længere tid været en vis flirten mellem det politiske niveau og corporate governance, men såvel investorerne som udstederne (af værdipapirer) har holdt debatten på markedets vilkår. Betydningen af at emnet politiseres er fra erhvervslivets synspunkt, for det første at emnet nu blot indgår i den øvrige mængde af regulering. For det andet opstår der ved politiseringen af emnet en betydelig tvivl om rationale bag regulering af corporate governance. Fra et økonomisk synspunkt har man hidtil i forhold til en bestemt virksomhed kunnet argumentere for, at denne eller hin ændring af principperne for selskabsledelse vil kunne medvirke til at styrke investorerens tillid til selskabet – og dermed alt andet lige prissætningen af de af selskabet udstedte værdipapirer. Dermed har dialogen mellem selskab og investorer typisk været frugtbar. Ved at gribe ind gennem offentlig regulering reduceres muligheden for dialog mellem investorer og udstederne, idet den offentlige regulering typisk vil ske efter en onesize first all tilgang. Alle skal overholde den samme regel og afvigelse fra reglen må være en uskik. Resultatet heraf må nødvendigvis være, at udstederne i langt højere grad modsætter sig corporate governance i det hele taget. Og følger man reaktionerne i ikke blot dansk men europæisk erhvervsliv er det

også netop hvad forslagene til udmøntning af Kommissionens handlingsplan har resulteret i. Hvor der hidtil har været en vis forbeholdenhed på organisationsniveau og hvor virksomhederne individuelt har valgt enten at afvise eller tage dialogen til sig, er europæisk erhvervsliv nu samlet i en klar modstand mod regulering på området.

Faren er da også, at regulering om corporate governance blot bliver et yderligere lag regulering af udstedere af værdipapirer. Kan det da skade, kan det spørges – når nu målet i hvert bredt formuleres som et ønske om at højne tilliden til udstederne og den finansielle performance hos disse. Svaret er ja – det kan klart have skadevirkning. Ved at overføre corporate governance regulering til at være offentlig regulering af udstedere af værdipapir, forøges mængden af krav som en førstegangsudsteder af værdipapirer skal overholde allerede ved emissionen. Dette indebærer således tillige at overholdelsen heraf kan lægge et yderligere lag undersøgelser og forklaringer på prospektet i forbindelse med børsnoteringen samt den verifikationsproces som går forud herfor. Således øges såvel den direkte omkostning ved at gennemføre en børsnotering (Initial Public Offering), såvel som de afledede omkostninger for en virksomhed som vælger at lade sig børsnotere.

Der er antagelig flere forklaringer på det markante fravær af børsnoteringer som har kunnet konstateres i Danmark gennem de seneste år. En af disse væsentlige faktorer er dog utvivlsomt, at det historisk lave renteniveau gør prisen på fremmedkapital ganske lav. Dette skal sammenholdes med, at prisen på egenkapitalen ikke alene er investorernes forøgede afkastkrav sammenlignet med fremmedkapitalen på grund af ønsket om en risikopræmie, men tillige især den indirekte omkostningsforøgelse som udstederen påføres for at kunne overholde reguleringen for udstedere af værdipapirer. I de seneste år er reguleringen for udstedere markant forøget

gennem øgede krav til regnskabsaflæggelse efter internationale regnskabsstandards, øgede krav til gennemsigtighed (dvs. løbende oplysningsforpligtelser), insiderregistre som skal vedligeholdes, muligheder for anvendelse af IT til grænseoverskridende inddragelse af investorerne gennem delvist virtuelle generalforsamlinger mv. hvortil nu så kommer massive krav til indretning af ledelsen som påvirker dels mulighederne for rekruttering og lønkravene fra de som måtte komme til at sidde der. Samlet set er der en risiko for, at fondsbørsernes konkurrenceevne klart forringes, og at virksomhedernes finansieringsmuligheder forringes.

Ønsket om at have mulighed for kapitalgennemførsel til nye innovative virksomheder, i forbindelse med generationsskifter og for at skabe meningsfulde aktiebaserede incitamentsordninger for medarbejderne medfører et behov for at etablere systematisk handel med værdipapirer uden om en fondsbørs. AIM (Alternative Investment Market) ved London Stock Exchange har allerede meddelt, at de fra oktober 2004 ikke længere vil anses som et reguleret marked i kapitalmarkedsreguleringens forstand. Med det britiske finanstilsyns accept heraf vil det indebære, at AIM ikke gribes af i hvert fald de mest byrdefulde dele af den offentlige regulering, og ligeledes, at udstederne på AIM ikke gribes heraf. Alene i 2004, og kun indtil juli har der været 177 nyemissioner på AIM. Etablering af en lignende handelsplads i Danmark er derfor en naturlig overvejelse. I den forbindelse er der grund til at være opmærksom på, at succes for en sådan handelsplads er antallet af noteringer, og ikke omsætningen på markedspladsen. I og med at hovedformålet typisk vil være selve opnåelsen af en prissætning i forbindelse med større placeringer af værdipapirer i virksomheden, ved generationsskifter og ved incitamentsordninger for virksomheden, kan der ikke forventes en særligt høj likviditet i de noterede værdipapirer. Dette har også vist sig at være tilfældet ved AIM.

Referencer

AIM market statistics (tilgængelig på www.londonstockexchange.com)

Hertig, Gerard & McCahery, Joseph A.; Company and Takeover Law Reforms in Europe: Misguided Harmonization Efforts or Regulatory Competition? (European Business Organization Law Review (EBOR) 2003 s. 179ff)

Krenchel, Jens Valdemar & Thomsen, Steen (red.): Corporate Governance i Danmark. 2004

Steger, Ulrich (Red). Mastering global corporate governance. 2004