

DE AMERIKANSKE BANKERS STILLING PAA KAPITALMARKEDET¹⁾

Af Hilbert Christiansen²⁾.

I. INVESTMENT BANKING OG COMMERCIAL BANKING

Ved *Investment Banking* forstaar Amerikanerne Bankernes Virksomhed paa Kapitalmarkedet i Modsaetning til *Commercial Banking*, hvorved forstaas Bankernes Virksomhed paa Pengemarkedet. Bankernes Stilling paa Kapitalmarkedet vil her blive behandlet under tre Synsvinkler, saaledes som de virker

- 1) som Formidlere af det langfristede Kreditbehov,
- 2) som investerende Institutioner,
- 3) som raadgivende og vejledende Institutioner.

De sidste Aar har bragt væsentlige Forandringer i det amerikanske Bankvæsen grundet paa en udstrakt Lovgivning paa det økonomiske Omraade.

Den vigtigste Lov i denne Forbindelse var Banking Act of 1933 (An Act to provide for the safer and more effective use of the assets of banks, to regulate interbank control, to prevent the undue diversion of funds into speculative operations, and for other purposes). Ved denne Lov søgte man at trække en skarp Grænse mellem *Investment Banking* og *Commercial Banking*, idet den blandt andet sagde, at Banker, der var Medlemmer af Federal Reserve Systemet, ikke maatte optræde som Emissionsbanker, hverken direkte eller gennem Datterselskaber. Paa den anden Side maatte en Investmentbank i Lovens Forstand ikke mere modtage Indskud fra Publikum.

De bestaaende Institutioner maatte derfor træffe Valget imellem at deltage i Emissionsforretninger eller at virke som Commercial Banks og modtage Indskud. De store Commercial Banks havde næsten alle specielle Datterselskaber, »Security Affiliates«, der udførte deres Emissionsforretninger og andre Fondsforretninger. De mest kendte af disse var Guaranty Company, tilhørende Guaranty Trust

¹⁾ Udtog af et Foredrag, holdt i Bankklubben.

²⁾ H. D., M. B. A., New York Univ.

Company of New York, National City Company, tilhørende National City Bank og Chase Security Corporation, tilhørende Chase National Bank. Disse »Security Affiliates« blev drevet fuldstændig som Afdelinger af Bankerne, men var stiftet som selvstændige Selskaber. Meget ofte var selve Aktiecertifikatet trykt paa Moderselskabets Certifikater, og i nogle Tilfælde ejedes alle Aktierne af Bankens Ledelse. Trust Companies havde ifølge Loven Tilladelse til at eje Aktier, saaledes at disse kunde have direkte Datterselskaber.

Fordelene for Bankerne ved at have Datterselskaber er iøjnefaldende. Bankerne kunde ved deres Hjælp udføre en Del irregulære Forretninger uden at lægge Navn til, og de kunde saaledes tilsløre denne Virksomhed. Der var adskillige Eksempler paa, at disse Selskaber blev benyttet som et »dumping place« for daarlige Engagementer, og Moderselskabet maatte ofte støtte dem ved udstrakt Laangivning. Banking Act of 1933 forbyder fuldstændigt disse Security Affiliates¹⁾, og de dengang bestaaende er nu alle opløste.

Mange Bankierfirmaer drev før 1933 baade regulær Bankforretning og Emissionsforretning. Ved Lovens Gennemførelse indskrænkede en Del af disse Firmaer deres Virksomhed til de regulære Bankforretninger og lod den øvrige Forretning overgaa til et Aktieselskab. I Praksis blev dette ofte gennemført saaledes, at en eller flere af Firmaets Indehavere overtog Investment Banking Forretningen. Man kunde derved i det væsentlige bibeholde det gamle Firmanavn for begge Foretagender, men Bankloven af 1933 har samtidig sat en Stopper for »interlocking directorates« mellem Investment Banking og Commercial Banking. Brown Brothers Harriman & Co. fortsatte saaledes den regulære Bankforretning under det gamle Firmanavn og lod Investment-Forretningen overgaa til et Aktieselskab, Brown Harriman & Co., Inc. Derimod opløste J. P. Morgan & Co. fuldstændig deres Investment-Forretning og virker nu udelukkende som Bankierfirma. Først fra 1935 finder man igen Morgannavnet paa Kapitalmarkedet, nemlig i det nystiftede Firma Morgan, Stanley & Co., Inc., og dette Firma har allerede opnaaet en god Position i Kraft af Navnet. Andre Firmaer, som First Boston Corporation, opgav den regulære Bankforretning — herunder at modtage Indskud — og etablerede sig som Investmentbanker.

¹⁾ No member bank shall be affiliated in any manner with any corporation, association, business trust, or other similar organization engaged principally in the issue, flotation, underwriting, public sale or distribution at wholesale or retail or through syndicate participation of stocks, bonds, debentures, notes or other securities.

II. EMISSIONER

Commercial Banks Virksomhed som Formidlere af det langfristede Kapitalbehov er saaledes begrænset af ovennævnte Lov. Loven tillader dog stadig Commercial Banks at deltage i Emissioner af Government-, State- og Municipal Bonds, d. v. s. henholdsvis Unionens, de enkelte Staters og Kommuners Obligationer, og New Yorks Storbanker har alle betydelige Forretninger i Government Bonds. I Øjeblikket er Forholdet desuden det, at kun 5 % af Omsætningen af Government Bonds foregaar paa Børsen; Resten foregaar gennem Storbankerne — især Guaranty Trust Company of New York — og de egentlige Investmentbanker.

Commercial Banks maa ikke deltage i andre Emissioner. Dog vil de ofte blive anmodet om at financiere Emissioner ved at belaaue Effekter; eventuelt ved at købe Obligationer under »repurchase agreement«, hvorved Sælgeren forpligter sig til at tilbagekøbe Effekterne inden en vis kortere Frist.

Ved velvillig Fortolkning af Loven kan Commercial Banks foretage Køb og Salg af Obligationer for egen Regning, idet Loven tillader dem at investere blandt andet »in other evidences of debt«, herunder Obligationer. De kan saa købe en Post Obligationer til egen Beholdning og sælge ud af denne i større eller mindre Portioner.

Aktier maa Commercial Banks ikke købe. Deres Funktion vil her være indskrænket til at modtage eventuelle Ordre fra deres Kunder og lade disse gaa direkte til Veksellererne. Det kan i denne Forbindelse nævnes, at New York Stock Exchange ikke tillader Medlemmerne at afgive nogen Del af deres Provision til Ikke-Medlemmer, saaledes at Bankerne her gør Arbejdet som en Service for deres Kunder. —

Investmentbanken staar helt og holdent i Kapitalmarkedets Tjeneste. Den deltager i Emissioner, køber og sælger Effekter af enhver Art for egen Regning og udfører iøvrigt alle de Forretninger, som hører ind under en Kapitalmarkedsbanks Virksomhed. Ved Emissioner optræder den enten som 1) Wholesaler (»Effektgrossist«), eller som 2) Retailer (Detailist). I den førstnævnte Egenskab overtager den Emissionen af det kapitalsøgende Firma for igennem »Retailers« at placere de emitterede Effekter hos det anlægssøgende Publikum.

Før 1933 fandtes adskillige Firmaer, der kun var beskæftiget som »Wholesalers«, f. Eks. J. P. Morgan & Co. og Kuehn, Loeb & Co. Nu virker de fleste »Wholesalers« ogsaa i nogen Udstrækning som »Retailers« og har ofte Investment Management Department tilsluttet deres Forretning (se nedenfor under Investment Management Department).

Disse Investmentbanker er enten stiftet som Aktieselskaber eller private Firmaer. I Forhold til deres Omsætning er deres Kapital ikke stor. Før 1933 tilførte deres Bankafdelinger dem betydelige Virkemidler og Aktivforretninger. Nu maa de skaffe sig deres Passivbestand paa det organiserede Kapitalmarked ved Emission af egne Effekter, men hyppigere vil de dog laane hos Commercial Banks mod Depot af Effekter paa tilsvarende Maade som vore Veksellerere.

En stor Del af deres Aktivforretninger tilføres dem gennem Banker, Korrespondenter og lignende, men undertiden ser man Kontrakter oprettet, i hvilke større Selskaber erklærer, at de vil benytte den paagældende Investmentbank ved fremtidige Financieringer til Gengæld for, at denne hjælper dem ud af en øjeblikkelig vanskelig financier Situation eller paa anden Maade yder dem Tjenester. Denne Kontrakt faar i Reglen den Form, at nye Emissioner forlods skal tilbydes den paagældende Bank, der dog forbeholder sig Ret til at refusere Tilbudet.

Ved Government-, State- & Municipal Bonds finder der altid frit Udbud af Emissionen Sted. Dette er nu ogsaa blevet almindeligt ved Emissioner fra Erhvervsvirksomheder paa Grund af de for Tiden gunstige Forhold paa Penge- og Kapitalmarkedet i U. S. A. Denne gunstige Tilstand er i udstrakt Grad et Resultat af den amerikanske Regerings »easy money« Politik, der gør Kapitalmarkedet villigt til at optage Effekter, samtidig med at Pengemarkedet har rigelige Midler til ved en udstrakt Belaaning at støtte Emissioner.

De typiske »Retailers« er i Reglen mindre Selskaber, ogsaa Enkeltmandsfirmaer. De sørger for Fordelingen af Emissionen, idet de bringer Effekterne »right to the door«. De arbejder ved Udsendelse af Cirkulærer, personlige Breve, Annoncer etc. og anvender ofte Agenter (salesmen), der opsøger alle tænkelige Kundeemner.

Det klassiske Eksempel paa energisk Salgskampagne er Jay Cooke's Salg af Government Bonds under Borgerkrigen i 1861. Cooke anvendte en Stab paa henved 6.000 Mænd, der gennemtrawlede Landet. De opklitrede Plakater med manende Opraab, uddelte Brochurer og Kort, som Regel med Ørne og Mødre paa den ene Side og populære Sange paa den anden Side (My old Kentucky Home og lignende). I Løbet af Borgerkrigen solgte han Obligationer til den efter Datidens Forhold anselige Sum af 2 Milliarder Dollars og oparbejdede samtidig en Investment-Organisation, der fik enorm Betydning for den senere Udvikling, og dannede Skole for efterfølgende Investeringsvirksomheder.

»Retailers« betegnes ofte som »dealers«. Denne Betegnelse dækker over en mere udstrakt Effekthandling end den »Retailers« driver. De gaar ogsaa i mange Tilfælde udenfor deres egentlige Virksomhed

ved at udføre en Del Aktivforretninger, en Virksomhed, som de dog sjældent kan basere paa bankmæssigt tilvejebragte Indskud. I europæisk Forstand vil man dog næppe kalde deres Virksomhed for Bankforretning. Foruden at deltage i Placering af Effekter ved Emissioner driver de forskellige Kommissionsforretninger i Effekter. Undertiden tvinges de til selv at overtage nyemitterede Effekter, idet de for at vedligeholde Forbindelsen med »Wholesaler« maa tage baade det gode og det daarlige Materiale. Ofte vil de købe en Post Obligationer, sjældnere Aktier, for egen Regning og sælge af denne i mindre Poster, og desuden vil de overtage Effekter ved den saakaldte »overtrading«, hvor de ved Emissioner modtager andre Effekter i Bytte for de nyemitterede Effekter.

Naar et Selskab skal rejse Kapital paa det organiserede Kapitalmarked, vil det entrere med en Investmentbank, der altsaa her kommer til at virke som »Wholesaler«. Det er overflødigt at bemærke, at Investmentbanken ved de indledende Forhandlinger vil underkaste Prospektet en nærmere Prøvelse, baade teknisk, økonomisk og finansielt, og eventuelt foreslaa Ændringer. Ved de videre Forhandlinger vil der blive truffet Bestemmelse om Effektformen, Rentesatsen, Tidspunktet for Emissionen og lignende. Endvidere vil man blive enige om, hvilket Provenu Selskabet skal modtage (»Wholesaler«'s Overtagelseskurs) og til hvilken Kurs Effekterne skal udbydes (Emissionskursen). Dette »spread« mellem Kurserne er altsaa Bankens Fortjeneste, og Størrelsen af dette vil blandt andet være afhængig af Emissionens Beskaffenhed, Markedets Tilstand, og Antal og Størrelse af Konsortier, der tænkes dannet ved Udbudet af Emissionen. Dette »spread« skal ogsaa give Banken Dækning for dens Udgifter ved Emissionen, derunder ogsaa de forberedende Undersøgelser ved Forhandlingernes Begyndelse.

Ved Emissionsforretninger maa der tages Hensyn til den Lovgivning, der tager Sigte paa disse Forretninger og andre Effektforretninger. Dette gælder de enkelte Staters Lovgivning, men navnlig Unionslovgivningen. De mest betydende Love i denne Forbindelse er The Securities Act of 1933 og The Securities Exchange Act of 1934.

The Securities Act of 1933 omfatter selve Emissionen og Forholdene et Aar efter denne. Loven søger at beskytte det investerende Publikum ved at kræve Oplysninger, som anført i Loven og senere Regulativer¹⁾.

¹⁾ Ved Forelæggelsen af Lovforslaget udtalte Præsidenten blandt andet: »This proposal adds to the ancient rule of *caveat emptor* the further doctrine »let the seller beware«, as it puts the whole burden of telling the truth on the seller«.

De vigtigste Bestemmelser er, at mindst tyve Dage før en Emission udbydes til Publikum, skal der registreres et Prospekt hos Myndighederne. Dette Prospekt skal indeholde nærmere bestemte Oplysninger, der i det væsentlige skal meddeles i det Prospekt, der fremlægges for Publikum. Ved denne Registrering sker der ikke nogen egentlig kritisk Gennemgang af Prospekterne, idet Lovens Formaal i første Række kun er at kræve fyldestgørende Oplysninger og ikke paa nogen Maade at sige god for Emissionen¹⁾.

Foruden disse Bestemmelser indeholder Loven ogsaa en Række Bestemmelser om civilt og strafferetligt Ansvar, hvis de Oplysninger, der meddeles i Prospektet, er urigtige eller vildledende. I dette Tilfælde har Købere, der føler sig vildledte, Regres ikke alene mod

- 1) det udstedende Firma, men ogsaa
- 2) mod dettes Bestyrelse, Direktion, Revisorer, Bogholder og andre, der har underskrevet Prospektet, og endelig
- 3) mod hver enkelt af de medvirkende Emissionshuse.

Køberne kan anlægge Sag mod disse, og Bevisbyrden vil paa hvile de anklagede. Hvis Dommen gaar disse imod, kan de blive idømt Erstatning til Sagsøgeren og eventuelt Fængselsstraf eller Bøder.

Ved The Securities Exchange Act of 1934 blev Bestemmelserne i The Securities Act of 1933 udvidede, og Loven skulde fremtidig administreres af den ved denne Lov oprettede Securities & Exchange Commission (SEC).

Securities Exchange Act of 1934 tager i det væsentlige Sigte paa Børserne og Børsforretningerne, idet den kræver at alle Børser skal indregistreres hos førnævnte Securities & Exchange Commission. Loven forbyder forskellige Manipulationer og Metoder, der kunstigt vil paavirke Priserne, og SEC har faaet udstrakt Myndighed til selv at foreskrive Regler eller beordre de enkelte Børser til at foreskrive Regler til at højne Børsteknikkens Standard i Almindelighed. Lovens Tekst er med Forsæt holdt i saa vage Vendinger, at SEC kan forlange alle de Oplysninger og kan kræve gennemført alle de Forordninger, den ønsker.

Selskaber, hvis Effekter noteres, skal ogsaa registreres hos SEC. Ved denne Registrering skal Selskabet meddele detaillerede Oplysninger om dets Forretninger, finansielle Struktur, Ledelsens Sammen-

¹⁾ Ifølge Loven skal Prospektet, der fremlægges for Publikum, paa tydelig Maade have følgende Paategning: Registration of these securities with the Federal Trade Commission does not mean approval of the Government of these Securities or any statement made in literature pertaining to them.

sætning, større Aktionærer, Overskuddets Fordeling og mange andre Oplysninger, idet Lovens Afsnit desangaaende slutter med »and any further financial statements which the commission may deem necessary or appropriate for the protection of investors«. Desuden skal Ledelsen meddele SEC, naar Ledelsens Medlemmer køber eller sælger Effekter i det paagældende Selskab.

Foruden ovennævnte Bestemmelser gav Securities Exchange Act ogsaa Bestemmelser om Kreditgivning. Den forbød positivt »Loans for Account of Others«, hvilket havde været forbudt Medlemmer af New York Clearinghouse siden 1931, og fastsatte desuden Laaneregler for Spekulationskonti¹⁾.

Hvis en Emission kun er af mindre Omfang, vil den paagældende Bank ofte overtage den for egen Regning og enten selv placere Effekterne eller lade sine nærmeste Forbindelser paatage sig Placeringen paa Kommissionsbasis. Ved Emissioner af Betydning vil der imidlertid, som ovenfor antydnet, blive dannet forskellige Grupper.

Investmentbanken vil i dette Tilfælde opfordre en Kreds af Investmentbanker til at deltage i Forretningen, idet der dannes en »Purchase Group«. Denne overtager Emissionen fra den oprindelige Bank til en lidt højere Pris, end denne har givet det laantagende Selskab, og den oprindelige Bank faar derved forlods Andel i Fortjenesten. Medlemmerne af »Purchase Group« overtager en pro rata Andel af Emissionen og faar tilsvarende Andel i Fortjenesten. Lederen af Gruppen vil som Regel være Stifteren af denne. Ved store Emissioner vil der undertiden blive dannet en udvidet »Purchase Group«, idet man foruden de oprindelige Konsortialdeltagere søger at inddrage saadanne Firmaer i Gruppen, der har et vidtforgrenet Distributionsapparat.

For at placere de købte Effekter vil »Purchase Group« danne et »Selling Syndicate«. Dette Syndikat bestaar af »Retailers«, idet hver enkelt »Wholesaler« har sin faste Kreds af »Retailers«, og disse faar tildelt, eller rettere tilbudt, hvad man skønner, de vil være i Stand til at placere.

Dette Selling Syndicate kan have forskellige Former:

¹⁾ Ved Lovens Ikrafttræden fastsattes, at Laan mod noterede Effekter kunde gives mod

a) 55 % af den nuværende Markedskurs eller

b) 100 % af laveste Markedsværdi i de tre sidste Aar, dog ikke mere end 75 % af den nuværende Værdi.

Disse Bestemmelser kan skærpes eller lempes af The Board of Governors of the Federal Reserve System.

1. »*Limited*« eller »*divided*« *Syndicate*.

I dette Tilfælde vil det enkelte Medlems Forpligtelse til at overtage ikke solgte Poster være begrænset til det Beløb, han har tegnet.

2. »*Unlimited*« eller »*undivided*« *Syndicate*.

De enkelte Deltagere hæfter her pro rata for den ikke solgte Del af Emissionen, selv om den paagældende har solgt sin Del af Emissionen og mere til. Denne Form er ikke saa populær blandt de smaa »*Retailers*«, men er mere tiltrækkende for kapitalstærke Firmaer med kun ringe Distribueringssevne, fordi de her bedre kan stole paa hverandre.

3. »*Selling Group*«.

Medlemmerne faar i dette Tilfælde tilbudt en vis Andel i Emissionen, men de har ingen Pligt til at overtage ikke solgte Effekter. Denne Form bruges især ved gode Emissioner, der »sælger sig selv«, da man her giver mindre Provision. Den anvendes ofte, hvis man ønsker en vidtforgrenet Placering, idet »*Selling Group*« kan gøres langt større end »*Selling Syndicate*«, da selv mindre Firmaer uden Risiko kan knyttes til Gruppen.

Ved at tilslutte sig et »*Selling Syndicate*« paatager Deltagerne sig ikke alene at overtage de ikke solgte Effekter, men de underkaster sig tillige andre Forpligtelser, som er anført i Overenskomsten. Denne er ofte meget detailleret og vil altid give »*Syndicate Manager*« — som Regel den oprindelige Stifter — en udstrakt Bemyndigelse til at forpligte Syndikatet, derunder at købe og sælge for at støtte Kurserne. Ved amerikanske Emissioner vil Lederen altid paa denne Maade »*maintain the market*«, og de enkelte Medlemmer maa sørge for, at de Effekter, de sælger, ikke kommer paa Markedet under Emissionen og en vis Tid efter denne (»*Spærretiden*«). Hvis dette alligevel sker, vil Effekterne blive opkøbte. Ved Hjælp af Numrene kan man konstatere, hvem der har solgt dem, og denne maa saa overtage dem igen til Emissionskursen og vil miste sin Provision. Medlemmerne af »*Selling Syndicate*« overtager Effekterne til den Kurs, hvortil de tilbydes Publikum, og først naar Syndikatet opløses, faar de Provisionsnota.

Naar Kunden har tegnet sig for en Post af Effekterne, skal denne ikke betales før 2 Uger efter Tegningen. Dette frister mange til at »*take a ride*« ved at tegne og haabe paa at sælge med Fortjeneste, inden Betaling skal præsteres. Ved Betalingen erholder Kunden et Interimsbevis, der senere ombyttes med selve Værdipapiret.

Undertiden vil Selskaber, der skal bruge Kapital kun delvis benytte sig af Investmentbanken. Dette vil saaledes ofte være Tilfældet

ved Udvidelse af Aktiekapitalen, hvor de nye Aktier forlods skal tilbydes de gamle Aktionærer, eller i Tilfælde, hvor Selskabet har en fast Kreds til at aftage Aktier. For at undgaa den Risiko, at Tegningen ikke sker fuldt ud, vil man entrere med en Investmentbank og anmode denne om at »underwrite« Emissionen, d. v. s. forpligte sig til at overtage ikke solgte Poster.

I andre Tilfælde — især i Tider som de nuværende med stor Kapitalrigelighed — vil mange Selskaber udbyde deres Emissioner gennem saakaldte »Selling Agents«. Disse virker kun som Repræsentanter eller Indbetalingssteder, medens selve Salgskampagnen føres af Firmaet. Selskabet vil i dette Tilfælde kunne paaregne en betydelig Besparelse i de direkte Omkostninger, selv om det maaske nok er et Spørgsmaal, om Investmentbanken ikke langt bedre og billigere kan sørge for effektiv Placering.

III. BANKERNE SOM INVESTERENDE INSTITUTIONER

Sparekasser.

De mest typiske investerende Bankinstitutioner er Sparekasserne. De amerikanske Sparekasser er enten organiseret som »Mutual Savings Banks« eller »Stock Savings Banks«. Sidstnævnte spiller kun en ringe Rolle, og findes hovedsagelig i de vestlige Stater. Mutual Savings Banks er af langt større Betydning og findes omtrent udelukkende i de østlige Stater, idet $\frac{9}{10}$ af disse findes i Staterne New York og Pennsylvania samt New Englands Stater.

Stock Savings Banks er stiftet som Aktieselskaber og arbejder som almindelige Banker, blot er deres Forretninger begrænset gennem Lovgivning. Mutual Savings Banks er kooperative Foretagender, der ejes af Sparerne. De stiftes af Personer, der for at fremme Opsparingen blandt Publikum er villige til at paatage sig Byrderne ved at danne den øverste Ledelse uden herfor at erholde noget Honorar. Ofte vil disse dog indirekte profitere ved at faa Forretninger fra Sparekassen, hvorfor man mellem Stifterne meget ofte finder Sagførere, Bestyrelsesmedlemmer eller Direktører i Investmentbanker og lignende. Disse Stiftere danner »Board of Trustees«, der er selvsupplerende og har den øverste Ledelse af Sparekassen. Den administrative Ledelse varetages af lønnede Sekretærer og andre Overordnede.

Sparekassernes Virksomhed er stærkt reguleret af det offentlige. De har ikke Konti med Checks og deres Passivforretninger er begrænset til at modtage Indskud i Form af »time deposits«, d. v. s. Indskud, der skal opsiges med 30 til 60 Dages Varsel. Denne Opsigelsesfrist over-

holdes dog næsten aldrig. Indskudenes Størrelse er i Reglen begrænset, i Staten New York til \$ 500.— hver tredie Maaned. Som Regel vil der ogsaa være fastsat et Maximum for de enkelte Konti, saaledes havde de fleste af New Yorks Savings Banks i 1935—36 Maximum \$ 7.500.—, men man tillader, at Kontiene vokser udover Maximum, naar dette skyldes Tilskrivning af Renter.

Sparekasserne driver en energisk Propaganda for at fremme Opsparingen af smaa Kapitaler, enten som almindelige Indskud eller som Indskud i Julespareforeninger, Ferieklubber eller lignende, idet Sparekasserne paatager sig Administrationen af disse Foreninger.

I Staten New York er Sparekassernes Indskud forsikrede i Savings Banks Trust Company, der ogsaa virker som Rediskonteringssted for Aktivmassen, især for Panteobligationer. I Boston findes en lignende Institution for Massachusetts, og i de øvrige Stater er Indskudene forsikrede gennem Federal Deposit Insurance Corporation.

Sparekasserne har en Indskudsmasse paa ca. 10 Milliarder Dollars og er saaledes af væsentlig Betydning paa Kapitalmarkedet. Deres Investeringspolitik er underkastet Lovgivningens Bestemmelser, og som Regel maa de kun investere i »legal funds«. Hvad der skal betragtes som »legal funds«, varierer indenfor de enkelte Stater, og man vil ofte finde en stor Forskel i den Retning i disse Bestemmelser. For Tiden er ca. Halvdelen anbragt i Panteobligationer i faste Ejendomme, medens Resten væsentlig bestaar af Jernbaneobligationer, Stats- og Kommuneobligationer, industrielle Partialobligationer og »Public Utilities« (Gas- & Elektricitetsselskabers Effekter). —

De fleste Commercial Banks modtager »time deposits« og »demand deposits«. De har ogsaa oprettet Sparekasseafdelinger i Lighed med Sparekasserne. Sidstnævnte har imidlertid Monopol paa Navnet »Saving«, hvorfor Commercial Banks kalder deres Spareafdelinger »Thrift Department«, »Compound Interest Department« og lignende.

Medens Lovgivningen af 1933 begrænsede Commercial Banks' Virksomhed paa Kapitalmarkedet, udvidede Banking Act of 1935 deres Investeringsvirksomhed, idet Loven tillod Medlemsbankerne at rediskontere alle Aktiver i Federal Reserve Banks, og desuden udtrykkelig tillod dem at investere i fast Ejendom.

Vi ser da ogsaa, at »Investment Aktiverne« i Commercial Banks er vokset betydeligt i de sidste Aar. I 1929 udgjorde disse saaledes kun 29.4 pCt. af Totalbalancens 61 Milliarder Dollars mod 46.9 pCt. i 1935. Af sidstnævnte Tal udgjorde Government Bonds 25.9 pCt., Panteobligationer 7.1 pCt. og Stats- og Kommuneobligationer 6.2 pCt.

Trust Companies.

De amerikanske Trustselskaber spiller paa mange Maader en vigtig Rolle i Investment Banking. De virker som Corporate Trustees i Forbindelse med Partialobligationslaan og desuden som Transfer Agents og Registrars. Især før 1933 havde de betydelige Fondsforretninger; disse er dog nu i det væsentlige begrænset til Forretninger i Government Bonds.

Trustkompagnierne virker desuden i udstrakt Grad som investerende Institutioner, idet de raader over betydelige Kapitaler, dels igennem deres Bankafdelinger og dels igennem deres »Trust Departments«. I Øjeblikket regner man med, at de administrerer Kapitaler paa ialt ca. 25 Milliarder Dollars. De viser stor Forsigtighed ved deres Investeringer og har i den senere Tid søgt at gardere sig mod eventuel Inflation ved at investere i Aktier, hvor dette har været muligt.

Investment Trusts.

Investment Trusts bliver ofte forvekslet med Holding Companies. Forskellem mellem disse er, at Investment Trusts køber Effekterne i Investeringssøjemed og søger ikke at opnaa Kontrol af Selskaberne, medens Holding Companies kun investerer for at opnaa Kontrol med det paagældende Selskab.

Gennem Investment Trusten kan de enkelte Investienter opnaa større Sikkerhed og større Udbytte, idet Investment Trusten i Kraft af sin Organisation kan investere mere fordelagtigt. Den enkelte Investient har her desuden den Fordel, at han ikke lægger alle sine Æg i samme Kurv, men i mange Kurve, og Investment Trustens Opgave er at sørge for, at det bliver i de rigtige Kurve.

Investment Trusten er af relativ ny Dato i U. S. A. I 1920 eksisterede kun ganske enkelte, men de voksede hurtigt i Antal og Størrelse og naaede Højdepunktet i 1929, paa hvilket Tidspunkt de tilsammen havde Aktiver paa ialt over 4 Milliarder Dollars. Krisen ramte disse Selskaber haardt. I 1933 var de samlede Aktiver skrunpet ind til $\frac{3}{4}$ Milliard Dollars, og først i 1935 ser man Fremgang af Betydning.

Udover de almindelige Retsregler er Investment Trusterne ikke underkastet nogen Lovgivning, men en Kommission er i Øjeblikket ved at udarbejde en Betænkning, der antagelig vil føre til, at de bliver underkastet Kontrol af Securities & Exchange Commission.

De amerikanske Investment Trusts er stiftet efter engelsk Mønster. De fleste Trusts har imidlertid glemt at overføre den engelske Praksis, at kun Dividende og Renter krediteres Tabs- og Vindings

Konto og udbetales som Dividende til Aktionærene, medens Kurs-avancer henlægges til Reservefondet. De amerikanske Selskaber slaar i Reglen det hele sammen og udbetaler Dividende af »Surplus«. Englænderne erfarede Farerne ved denne Praksis i 1893. Amerikanerne lærte det i 1929, og adskillige har nu ændret dette Forhold.

Den mest almindelige Form er *General Management Investment Trust*. I denne har Ledelsen ifølge Statutterne omtrent frie Hænder med Hensyn til Investeringen af Firmaets Kapital. Denne Kapital rejses oftest ved Aktier, men der gives flere Eksempler paa, at »Capitalization« ogsaa omfatter »preferred stocks« og »bonds«, i hvilket Tilfælde »common stocks« ejes af den snævre Kreds omkring Ledelsen.

En Variation af denne er den saakaldte *Specialized Investment Trust*, der adskiller sig fra *General Management Investment Trust* ved, at Investeringen begrænses til visse Effekter, f. Eks. Bankaktier, Public Utilities, udenlandske Obligationer.

Den saakaldte *Fixed Trust* adskiller sig væsentligt fra ovennævnte. Denne Trust investerer kun i en bestemt Liste af Aktier og Obligationer i et givet Forhold, der fastsættes ved Trustens Opretelse. Aktierne repræsenterer i dette Tilfælde ganske bestemte Brøkdeler af Aktier og Obligationer, og de enkelte Investienter kan altsaa derved selv skønne over Værdien af deres Interesser. I Reglen vil de forskellige Typer af Investment Trusts nemlig ikke offentliggøre deres Beholdninger.

Disse er de mest almindelige Typer. Der findes mange andre Typer, men det er uhyre svært at generalisere, idet de enkelte Selskabers Statutter varierer stærkt. Der kan foruden de ovennævnte nævnes en særlig Type af Investment Trusts, der stiftes ud fra den Forudsætning, at Aktier i det lange Løb vil stige i Værdi, nærmere bestemt i Overensstemmelse med Konjunktursvingningerne. Man lader saa disse Trusts være tidsbegrænset til et Tidspunkt, der er beregnet som Konjunktursvingningernes Højdepunkt. Paa dette Tidspunkt opløses Trusten og Gevinsten incasseres. Nogle Selskaber havde regnet ud, at dette Aar skulde være 1931, men her slog Beregningerne ikke til. I nogle Tilfælde fortsatte man som almindelig Investment Trust, og i andre Tilfælde lod man Aktionærene overtage de oprindeligt indkøbte Aktier og Obligationer.

Ledelsen maa ikke træffe Dispositioner, der strider mod Statutterne. Hvis det er umuligt at investere i Overensstemmelse med disse, er der skabt Præcedens for midlertidigt at investere i Government Bonds.

IV. INVESTMENT MANAGEMENT DEPARTMENT

De amerikanske Banker udøver en betydelig Virksomhed som Raadgivere for Investienter. Denne Service ydes især af de større Banker gennem særlige Afdelinger, Investment Management Departments. Disse [paatager sig mod en Afgift at vejlede deres Kunder med Hensyn til disses Investeringer i Aktier og Obligationer.

Et Investment Management Department er i Reglen organiseret paa den Maade, at een Hovedafdeling indsamler og forarbejder, d. v. s. analyserer Materialet, og en anden Hovedafdeling har Kontakt med Kunderne.

Undersøgelsesafdelingen er i Reglen igen inddelt i mindre Grupper, hver med sit Speciale. Almindeligvis vil de være inddelt omtrent som følger: Regeringsobligationer, Stats- og Kommuneobligationer, Udenlandske Obligationer og Aktier, Transportselskaber, Public Utilities samt en Afdeling for almene økonomiske Forhold, Pengemarkedet etc.

Disse Grupper har til deres Raadighed mange Hjælpemidler. At disse skal først og fremmest nævnes de forskellige Selskabers egne Rapporter og Regnskaber. Disse giver i Reglen et særdeles udtømmende og godt Billede af Selskabets Forhold i en Form og i et Omfang, der vil tilfredsstille enhver Overregistrator. Uofficielt meddelte en ledende Mand indenfor et saadant Investment Management Department, at ufyldstgørende Oplysninger i Reglen vilde medføre en indirekte Boykotning af Selskabets Effekter, men iøvrigt vilde man altid være i Stand til at skaffe fyldestgørende Oplysninger gennem Bankens andre Afdelinger.

En af de vigtigste Kilder er de forskellige Haandbøger (»Manuals«). De mest kendte af disse er *Moody's Investor Service*, *Fitch Publishing Company's*, *Poor's Publishing Company's* og *Standard Statistic's Company's*. Disse Manuals kan bedst sammenlignes med den danske »Greens Fonds og Aktier«, blot er de langt mere omfattende og detaillerede. De bringer en historisk Oversigt, Status og Driftsregnskab for de sidste Aar, Selskabernes Art og Virkeomraade, etc. Vedrørende de offentlig-retlige Korporationers Obligationslaan bringer de de mest detaillerede Oplysninger, saaledes om Staternes Lovgivning, Skatteprocenter, Beboernes Skatteevne etc. For at give Oplysninger om Federal Government bruger *Moody* saaledes 57.500 Ord og om Tyskland som Stat 30.000 Ord, medens der om et enkelt Jernbaneselskab bruges 53.000 Ord.

Foruden disse konkrete Oplysninger bringer de forskellige »Manuals« en Klassifikation af de forskellige Papirer. Ifølge Sagens Natur

lægger man her ikke saa stor Vægt paa Klassifikationen af Aktier som af Obligationer. *Moody* anvender følgende Klassifikation:

- Aaa, det allerbedste, baade med Hensyn til Sikkerhed, Stabilitet og Indtjeningsevne,
- Aa, et udmærket (»high grade«) Papir,
- A, godt og sundt Papir, men det mangler i nogen Grad den høje Sikkerhedsstandard, som de to andre har.
- Baa, I det store og hele godt, men maner til nogen Forsigtighed,
- Ba, et lidt usikkert Papir,
- B, maa karakteriseres som spekulativt præget.
- Caa, har et daarligt Rygte, og vil ikke staa for nærmere Prøvelse, hverken med Hensyn til Aktivernes Værdi eller Indtjeningsevne og Stabilitet,
- Ca, har en eller anden udpræget Svaghed,
- C, kan ikke betragtes som Basis for Investering, kun som ren Spekulation.

Fitch Publishing Company har følgende Klassifikation af Aktier:

- I Investment Aktier med stabil Dividendepolitik.
 - AAA Sikrest (safest).
 - AA sikker (safe).
 - A sund (sound).
- II Aktier, der i Reglen betaler Dividende.
 - BBB God.
 - BB middelgod,
 - B usikker.
- III Mindre gode Aktier, der ikke betaler Dividende eller ikke er berettiget til at gøre det.
 - CCC Gode Muligheder for Dividende,
 - CC mindre gode Muligheder for Dividende,
 - C ringe Muligheder for Dividende.
- IV Daarlige Aktier med ringe eller ingen Værdi.
 - DDD Ingen Dividendemuligheder,
 - DD omtrent værdiløse,
 - D tilsyneladende helt værdiløse.

Af andre Hjælpemidler kan nævnes forskellige Tidsskrifter og Dagblade. De amerikanske Dagblade — især *New York Times* og *New York Herald Tribune* — har særdeles gode »Financial Sections«, der bringer et Utal af Oplysninger. Investment Management Department udnytter disse Oplysninger, idet man dog lægger mere Vægt paa den specielle Finanspresse, f. Eks. *Wall Street Journal* og *Journal of Commerce*.

I Forbindelse med disse Oplysningskilder maa nævnes de finansielle Tidsskrifter, endvidere Fagtidsskrifter som *Iron Age*, *Railway Age*, *Public Utility Fortnightly*, *Automobiles Topics* og andre, og de almen-økonomiske Tidsskrifter som *The Annalist*, *Barron's Publikationer*, *Commercial & Financial Chronicle*, *Fitch Weekly Bond*

Record — for blot at nævne et Faatal. En Investment Management Afdeling af et Bankierfirma abonnerede saaledes i 1935 paa ca. 80 finansielle Tidsskrifter. Hertil kommer de Publikationer, hvortil der ikke kræves særligt Abonnement, Storbankernes Maanedsbere-
 ninger, Korrespondenters Publikationer og Meddelelser fra Branche-
 foreninger og lignende.

For at være orienteret om den øjeblikkelige Situation har Afde-
 lingen endvidere den saakaldte »News Ticker Service«, hvorved Ny-
 hederne per Fjernskriver meddeles, efterhaanden som de indløber.
 Disse Nyheder er først og fremmest af finansiell og økonomisk Art,
 og eventuelle Pavser udfyldes med Analyser og Rapporter af forskel-
 lige Selskabers Regnskaber. Disse foretages af det paagældende Ny-
 hedsbureaus Personale og danner et Supplement til Afdelingens egne
 Iagttagelser.

Paa Basis af de indhentede Oplysninger udarbejder de enkelte
 Grupper Beretninger over Forholdene indenfor deres specielle Felt.
 Disse omfatter ikke alene Betragtninger over Situationen i sin Hel-
 hed og Fremtidsudsigterne, men ogsaa Analyser og Beretninger over
 Forholdene for de enkelte Selskaber, hvori Afdelingen er interesseret.
 Ved Analysen tages Hensyn til forskellige Faktorer. Det kan saaledes
 nævnes, at Investment Management Afdelingen især lægger Vægt paa
 Driftsregnskabet, da dette skal forrente Kapitalen, medens de ameri-
 kanske Banker ved deres Kreditanalyser ellers hovedsageligt interes-
 serer sig for Formueregnskabet.

Den anden Hovedgruppe indenfor Investment Management De-
 partment har som nævnt Kontakten med Kunderne.

Nye Kunder overleverer en Fortegnelse over Formuen, og hvor-
 ledes den er anbragt. Kunden maa opgive, om der er specielle Hen-
 syn at iagttage, om der foreligger Familieanbringelser og lignende.
 Denne Fortegnelse gennemgaaes saa af den saakaldte »Investment
 Management Committee«, der bestaar af en eller flere Partnere i Fir-
 maet samt de overordnede Funktionærer indenfor Afdelingen. Denne
 Komité afgør, om den nye Kunde kan akcepteres, og hvilke Raad,
 der bør gives denne paa Basis af den indleverede Fortegnelse.

Kunden underskriver dernæst en Kontrakt med f. Eks. følgende
 Ordlyd:

Undertegnede abonnerer herved paa Deres Investment Manage-
 ment Service under Hensyn til de Forbehold, der tages paa
 omstaaende Side. Denne Service er fortrolig og kun til Brug for
 undertegnede.

Afgiften herfor betales forud og andrager $\frac{1}{8}$ pCt. af Markedsværdien af de Effekter, der omfattes af denne Service, beregnet paa Basis af Kurserne den første Dag af hvert Kvartal, Minimumsafgift dog \$ 250.— pr. Kvartal.

Jeg vil forsyne Dem med en Fortegnelse over de Effekter og Kontantbeholdninger, der skal omfattes af denne Service, og vil holde Dem underrettet om enhver Forandring, der maatte indtræffe. Fortegnelsen vil kun omfatte min personlige Ejendom.

Ved at abonnere paa denne Service paatager undertegnede sig ingen Forpligtelse til at følge de modtagne Raad. Tværtimod forbeholder jeg mig udtrykkelig den fulde Ejendomsret og Kontrol over Effekterne samt Retten til at foretage Køb og Salg efter eget Valg.

Bagsiden indeholder en Del Klausuler med Hensyn til Opsigelse og Forbehold for begaaede Fejltagelser. Det meddeles endvidere, at Afgiften ikke omfatter Papirernes Opbevaring i aabent Depot. Firmaet vil dog i Reglen opbevare Effekterne i aabent Depot uden at beregne Afgift, idet det betinger sig, at der udfærdiges særskilt Kontrakt angaaende dette.

Kundens Effekter bliver dernæst registrerede paa forskellig Vis, saaledes at de enkelte Effekter altid kan følges. Hvert Kvartal modtager Kunden en Indberetning over sine Effekter, vedlagt eventuelle Forslag til Omplacering. Desuden vil Kunden fra Tid til anden modtage Beretninger om de paagældende Selskaber og vil ogsaa modtage Forslag til Omplaceringer, hvis dette skønnes opportunt. Disse Forslag vil enten ske paa Grund af Forandringer i den almindelige økonomiske Udvikling, f. Eks. en truende Inflation, hvor man vil anbefale at investere i Aktier i stærkere Grad eller paa Grund af Udviklingen indenfor bestemte Selskaber. Kunden kan desuden faa Raad og Vejledning naarsomhelst ved personlig eller brevlig Henvendelse til Afdelingen.

Den tidligere omtalte Investment Management Committee træffer alle Afgørelserne og bærer saaledes Ansvar for, at Kunderne bliver godt betjente. Noget juridisk Ansvar som Raadgivere er Banken ikke underkastet, men hvis den træffer forkerte Dispositioner, vil dette naturligvis resultere i en Udvandring af Kunder. Det, man i Reglen først stræber efter, er at faa de nye Kunder til foreløbig at foretage en passende Fordeling af deres Kapital. Senere vil man successivt foretage Forandringer, saaledes at Investeringen bringes ind under det Program, som Komitéen skønner mest hensigtsmæssigt.

Investment Management, som her beskrevet, er udelukkende etableret som raadgivende Virksomhed. Vi træffer i mange Tilfælde

Investment Management Departments hos Investmentbanker, hvor Kunderne giver Banken Fuldmagt til at investere efter dennes Skøn. Denne Type er dog ikke saa almindelig indenfor Bankerne som indenfor de specielle *Investment Counsel Firms*. Disse er stiftet med dette Formaal for Øje og har i den senere Tid vundet en stedse stigende Betydning. Deres Afgifter vil dog ofte ligge over den Afgift, Bankerne beregner sig, da Bankerne paa anden Maade profiterer af deres Kunder i Investment Management, nemlig ved at disse tilfører Bankerne andre Forretninger.

TIETGEN-PRISOPGAVEN

Paa C. F. Tietgens Fødselsdag den 19. Marts udsætter Foreningen til unge Handelsmænds Uddannelse hvert Aar en Prisopgave ved Den handelsvidenskabelige Lærestalt. Opgaven har i Aar følgende Ordlyd:

En Redegørelse for Principperne ved Anvendelsen af moderne Budget-Planlægning (Budgetary control) inden for Afsætningen og Betydningen af samt Mulighederne for dennes Gennemførelse i danske Virksomheders Salgsorganisation.

Besvarelser indsendes til Lærestaltens Direktør inden den 19. Marts 1938.

Adgang til at besvare Lærestaltens Prisopgaver har først og fremmest Kandidater og Studerende fra Den handelsvidenskabelige Lærestalt, men staar iøvrigt aaben for enhver ung Forretningsmand, der faar Tilladelse dertil af Lærestaltens Ledelse. For de sidstnævnte er det en Betingelse, at de ikke er fyldt 30 Aar, inden Fristen for Besvarelsens Aflevering er udløbet.

De bedste af de Besvarelser, der kendes værdige dertil, belønnes med den af Foreningen til unge Handelsmænds Uddannelse i Anledning af C. F. Tietgens 100 Aars Fødselsdag indstiftede Guldmedalje samt 1000 Kr.

Nærmere Oplysninger faas ved Henvendelse til Lærestaltens Kontor, Julius Thomsens Plads 8, København V.
