

Trustens Organisations- og Financieringsformer.

Foredrag i Nationaløkonomisk Forening den 20. Oktober 1904.

Af

Dr. L. V. Birck.

I.

»Ved en »Trust« forstaaer vi en Sammensmeltning af flere Enkeltforetagender til et kollektivt Foretagende«, siger den forfarne Sekretær for Østrigs »Industrielle Centralverband«, Dr. Grunzel. Denne af Almenheden akcepterede Definition er urigtig, forsaavidt »Trusten« kun er en Organisationsform, i hvis Rammer den industrielle Sammenslutning ikke behøver at indordne sig, og som paa den anden Side anvendes ved Foretagender, der intet har med den industrielle Koncentration at gøre.

I engelsk-amerikansk Ret findes Trusten som et ejendommeligt Institut, der er beslægtet — hvad ogsaa fremgaar af Ordets literale Mening — med Romerrettens »Fideicommiss«, (Trust betyder Tillid og derefter overført Værgemaal). Trusten er det Retsinstitut, hvorved en Person, »the trustee«, bestyrer en Formue til Fordel for en anden (beneficiarius). Grænsen for Trusteens Raadighed er sat i det Overdragelsesdokument (deed of trust), i Kraft af hvilket

han bestyrer Formuen. I Amerika har Institutionen faaet en videre Anvendelse, idet Personer, der ikke selv vil eller kan anbringe deres Midler, giver disse eller en Del af dem i Trust til en anden — en Enkeltperson eller et Interessentskab (f. Eks. et agtet Sagsførerfirma) eller et Aktieselskab, en saakaldet Trustbank, der har gjort Bestyrelse af betroede Midler til Specialitet. Oftest vil Trustbankens Virksomhed nærme sig en Sparekasses, og flere saakaldte Trustbanker er faktisk Sparekasser. I sin Oprindelse er Trusten da et Fideicommis, senere omformet til et Finansinstitut; i den Art amerikanske Finansinstitutter, Trustbanker, o: Banker, der har Sparekasseafdeling, og hvis væsentligste Forretning er Anbringelse og Administration af Formuer, indestaar der i Øjeblikket c. 4000 Millioner Dollars.

II.

Det var vistnok i England Tanken kom op, at give »Trusten« en videre Opgave end den blotte Bestyrelse af Formuer. En Del mindre Kapitalister var i Slutningen af 60'erne utilfredse med de smaa $3\frac{1}{2}$ pCt., engelske Consols da gav. Højere Rente tilbød forskellige industrielle Foretagenders og Jernbaners Aktier samt fremfor alt eksotiske Papirer, der tilmed var til Købs til en lav Kurs. Til Gengæld var Sikkerheden saa som saa; den enkelte uerfarne Kapitalist, der greb til slige Anbringelser, kom ofte til at købe i det gale Øjeblik og just de Papirer, der ingen Rente gav; og dog saa man, at kyndige Folk fik større Indtægter ved at anbringe Penge i 2den og 3dje Klasses Statspapirer.

Som Redning ud af dette Dilemna, hvor Kravet om Sikkerhed" stred mod Kravet om høj Dividende, greb man til Trusten. Man gav en Del af sin Formue ved et formelig Overdragelsesdokument i »Trust« til 6 Trustee's, Tillidsmænd, der var kyndige Børsmænd. Til Gengæld fik man paa Navn lydende og uoverdragelige Certifikater. Trustformuen, der altsaa var tilvejebragt ved Indskud fra flere, anbragtes i oversøiske Papirer, Jernbaneobligationer og sydeuropæiske Laan. Spekulationen er den: alle disse Papirer vil ikke svigte paa en Gang; købt til en lav Kurs og med kyndigt Omdømme forrentes de saa højt, at selv om en Del af dem ikke giver Udbytte, saa vil de sikkert i Gennemsnit og over en Bank give mere end 3—4 pCt. af Købekursen.

Overskuddet, der skyldtes dels den høje Rente, disse anden Klasses Papirer gav, og dels en eventuel Kursavance, skulde fordeles som følger: efter at Tillidsmændene var aflønnede (med Procenter), fik Deltagerne i Trusten $3\frac{1}{2}$ pCt. paa dens Certifikater. Resten anvendtes til at amortisere Certifikaterne. Naar disse saaledes var afbetalte og havde faaet deres Hovedstol og billig Rente udbetalt af Trustens aarlige Overskud, skulde de af Trusten ejede Obligationer og Aktier sælges og Udbyttet heraf fordeles som Rengevinst til Trustdeltagerne.

I sin første Anvendelse var Trusten endnu en Art Venneselskab, der opererede med en begrænset Kredses Midler. Til Sikkerhed var der i Trustdokumentet bestemt, at ikke mere end 10 pCt. af Formuen maatte anbringes i samme Papir. Denne Trust fik Efterlignere, og hermed var den saakaldte »Investments-trust« skabt.

Som Eksempel skal nævnes den i 1868 startede »Colonial Governments« Trust, hvis 1 Mill. £ anbragtes i 5 pCt. Østrigere (købt til Kurs 66), 6 pCt. Argentiniere (Kurs 73), 7 pCt. Chilensere (Kurs 98), 7 pCt. Ægyptere (Kurs 87), 6 pCt. Tyrkere (Kurs 56), 3 pCt. Spaniere (Kurs 35) osv. Beregningen slog til, og man kunde give 6 à 7 pCt. i Rente af de Certifikater, som Trusten havde udstedt til sine Deltagere.

III.

Men Investment- (Anbringelses-) Trusten skifter Karakter; den faar flere og flere Efterlignere, og faar en ren kommerciel Farve.

De første Truster skabes alle i Tiden fra 1868 til 1873. I Slutningen af 80'erne dukker de op paa ny, men i ændret Form. De fra 6 til 9 Tillidsmænd er afløste af et Aktieselskab, et »Trust Company«, hvis Aktier er overdragelige og hurtig noteres paa Londons Børs; som saadanne blive de Spekulationspapirer.

Trustselskaberne specialisere deres Virkeomraade; der dannes Truster til Erhvervelse af oversøiske Papirer, Truster til Køb af Jernbaneaktier osv. Tanken er jo ikke usund. For Eksempel vil man iagttage, at dansk Skibsfart over en Bank er ganske lukrativ; men Skibsaktier er ikke ufarlige, fordi de svinge stærkt, og Udbyttet veksler fra 0 til 12 $\frac{0}{10}$. Et Selskab, ledet af Folk med Kendskab til Dampskibspapirer, kunde udligne Risikoen og dog give sikkert 5 $\frac{0}{10}$. Det var saadanne Iagttagelser, man gjorde i England.

Men en Direktion vil have større Myndighed end nogle private Tillidsmænd, og derfor bortfaldt Reglen om, at Trusten kun maatte anbringe 10 pCt. af sine

Midler i samme Papir. Direktionen for Trusten fik meget vidtgaaende Beføjelser med Hensyn til Anbringelsesmaaden.

De ny Selskaber lægger nu an paa Kursgevinsten, Gevinsten ved Køb og Salg af Papirer, som en beregnet og væsentlig Indtægtskilde; idet disse Selskabers Direktører lønnes med en høj Tantième, der ofte sættes efter at Aktionærerne har faaet mindst 4 pCt., er de interesseret i større Ekstraindtægter, og Trusten bliver i meget en Spekulant paa Aktier.

Anbringelsestrusten er nu bleven forvandlet til en Finanstrust, en Art Bank, der som eneste Forretning spekulerer i anden Klasses Sikkerheder. Hermed er det oprindelige i Trustbegrebet helt bortfaldet, og Trust bliver Navnet for særlige Arter Finansinstitutter; Trusteen, Formynderen, Tillidsmanden, er omformet til en almindelig Aktiedirektør og beneficiarius er en almindelig Aktionær.

Ved Trust forstaar vi nu i det følgende et Finansinstitut, der — ligegyldig Motivet — ene opererer i industrielle Papirer eller anden Klasses offentlige Papirer. Endnu en Ændring undergaar Finanstrusten; den fordeler sin Risiko forskelligt paa sine Deltagere; giver Masseformuen 6 pCt. (6000 Kr. paa 100,000 Kr.), saa udsteder Trusten 50,000 Kr. i fast forrentelige Obligationer paa 4 pCt. og 50,000 Kr. i Aktier. — Paa en Masseformue af 100,000 Kr. regner man altid at kunne faa 2000 Kr., altsaa altid at kunne forrente de udskilte Obligationer; og alt hvad der indtjenes herover, gaar til Aktionærerne, der saaledes in casu, hvis Masseformuen giver 6 pCt., kan have 8 pCt., noget mere i heldige Tider, noget mindre i daarlige Tider. Og da

Direktionen lønnes efter Aktionærens Overskud, bliver Fristelsen til at udstede Obligationer med fast, men ogsaa begrænset Rente, stor. Dertil kommer, at i Tilbageslagstider er det lettere at afsætte Obligationer end Aktier. Man gaar videre endnu, og deler Aktierne i to Grupper, Præferenceaktier, der f. Eks. mindst faar 4 pCt. og højst 6 pCt., og Stamaktier, der faar, hvad der bliver tilovers. Lad af 100,000 Kr. de 40,000 blive 4 pCt. Obligationer, de 30,000 5 pCt. Præferenceaktier og de 30,000 almindelige Aktier. Er Gennemsnitsudbyttet af de 100,000 Kr. 6 pCt., faar Obligationen 1600 Kr., Præferenceaktien 1500 Kr. og de almindelige Aktier faar 2900 Kr. eller $9\frac{2}{3}$ pCt. Er Udbyttet kun 4 pCt., faar Obligationen og Præferenceaktien som før; der bliver altsaa 900 Kr. til Stamaktierne, der saaledes kun faar 3 pCt. Man udskiller da Risikoen og lægger den paa Aktierne, fortrinsvis paa Stamaktierne, hvis Udbytte og hvis Kurs derfor bliver højst variabel. Herigennem bliver den simple Trustaktie et egentligt Spekulationspapir, og Selskabets Karakter af en Børsjobber paa Aktier end mere udpræget.

Denne Form for Finanstrusten vender tilbage til Amerika og faar der større Udbredelse, idet man der kaster sig over Mine- og Jernbanefeldtet.

Efter 1887, da Goshen har gennemført sin store Konvertering og bragt Consols Rente ned til $2\frac{3}{4}$ pCt., søger de mange smaa Kapitalister en sikker og dog mere lønnende Anbringelse, og Finanstruster rejse sig som Paddehatte; som Eksempel skal nævnes »The Trustee's Executors Securities Co« med en Aktiekapital af 600,000 £ og en udstedt Obligationskapital af 14 Mill. £.

Firsernes Truster kaster sig over oversøiske Papirer, Jernbane- og Statsobligationer i Sydamerika. Da Baring Brothers likviderer, er det fordi Firmaet er engageret i en Mængde Finanstruster, der opererer med argentinske Papirer paa en Tid, da Argentina er bankerot.

IV.

Endnu en Omformning undergaar Trusten, idet den bliver til en Emissionstrust, en Emissionsbank, der i meget har Lighed med den franske *Credit mobilier* og Bontoux's katolske Bank, for mange Foretagenders Vedkommende ikke blot i Plan og Operationsmaade, men desværre ogsaa i Skæbne. For at skaffe Anbringelsesmaader, naar de oversøiske Papirer er ilde sete, starter man selv almindelige Selskaber, industrielle, Bjærgværker og Jernbaner, og udsteder paa Basis af disse ukendte og nye Selskabers Aktier og Skyldbreve egne Aktier og Obligationer. Det før nævnte »Trustee's Executors« udstedte i Løbet af et Par Aar for 14 Mill. £. Naar egne Aktier ikke kan afsættes, udsteder man egne Obligationer. Men hermed bliver Finanstrusten et Middel i Gründerspekulationens Tjeneste; man opretter ikke længere Truster, fordi man har Penge, hvortil der ønskes Anbringelse, men fordi man mener, at Trustaktierne er lettere afsættelige end et eller andet obskurt Foretagendes Aktier. Trustens Formaal bliver da ikke den at anbringe eller spekulere med Penge, men at rejse Penge til ofte tvivlsomme Foretagender.

Enhver, der har fulgt Aktieinstitutionens Udvikling i de sidste Aar, vil have lagt Mærke til den saakaldte Overkapitalisering, der, bortset fra den rene Svindel, bestaar i at udstede Aktier — ikke i Forhold til den

virkelig anbragte Kapitals Anskaffelsesværdi, men i Forhold til Udbyttet. Saaledes — for at tage det groft — naar en faktisk indbetalt Kapital paa 100,000 Kr. giver f. Eks. 8000 Kr., og der da udstedes Aktier ikke til et Beløb af 100,000 Kr., men til et Beløb af maaske 200,000 Kr., idet de 8000 Kroners Udbytte kapitaliseres til en Rentefod af 4 pCt.

Nuvel, de emitterende Finanstruster anvender den Metode: Først emitterer de Aktier i almindelige Foretagender, og dersom Udbyttet er over 4 pCt., udsteder de flere Trustpapirer, end der svarer til den faktiske Kapitalbeholdning. Dette kaldes her »stock-splitting«, man splitter Aktierne i andre Foretagender. For Eksempel køber »The Stock Conversion & Insurance Co.« 500,000 £ i Jernbanepapirer, og udsteder herpaa: $\frac{1}{2}$ Mill. £ i $3\frac{1}{2}$ pCt. Obligationer, $\frac{1}{4}$ Mill. £ i 4 pCt. Obligationer og $\frac{1}{4}$ Mill. i almindelige Aktier, der hurtig kun noteres i en Kurs af 35. Giver disse Jernbaneaktier c. 6 pCt. (30,000 £), kan Trusten forrente baade sine $3\frac{1}{2}$ og sine 4 pCts. Obligationer og endda have en lille beskedne Dividende til den Kvart Million Stamaktier (1 pCt.).

I 1890—93 fallerer en Del af disse Selskaber, men saadanne kommer atter i den sidste Opgangsperiode efter 1895 frem paany: de emitterende og spekulerende Truster benyttes til at starte hele Industrier, ofte af tvivlsom Værd. Finansgenierne og Storbedragerne Whitaker Wright og Hooley brugte og misbrugte Finanstrusten; de startede en Række Selskaber, hvor Basis for det enes Obligationer var Besiddelsen af det andets ofte værdiløse Aktier. Saa nyttig og berettiget Finanstrusten end var i sin oprindelige Form som

Investment-Trust, som et Selskab, der med godt Skøn udligner Risikoen ved anden Klasses Papirer, saaledes at Smaakapitalister med samme Risiko kunde faa højere Rente, end Consols bød, — ligesaa farlige og skadelige blev de, da de gav sig den emitterende Kursspekulation i Vold, og hele Systemet kompromitteredes derfor, uagtet Trust-Ideen i sig selv var god og fornuftig.

Men Finanstrusten har endnu ikke naaet sin sidste Udformning. Det blev Amerika og Sydafrika, der gjorde den emitterende Trust til den kontrollerende Trust, og dermed til et Middel i den industrielle Sammenslutnings Tjeneste.

V.

Det Øjeblik, en Bank ligger inde — enten i Eje eller Haandpant eller i Depositum — med en Del Aktier i et Selskab, vil den kunne udøve en betydende Kontrol over vedkommende Selskab. Vi kender det jo herhjemme, hvorledes en Bank eller Finansgruppe (Konsortium) paa en given Tid helt kan diktere et Aktieselskab sine Betingelser; selvfølgelig brugte Finanstrusten ogsaa sin Magt i den Retning, og det blev ikke altid til Gavn for vedkommende Selskab. Naar en Finansgruppe pludselig interesserer sig for at understøtte et Selskab, kan man jo gaa ud fra, at det ikke er for Selskabets Skyld, men for at realisere en Gevinst.

Finanstrusterne udøvede — hver indenfor sit Speciale — en betydende Kontrol, ikke blot over et enkelt Aktieselskab, men over hele Forretningsgrene. Finanstrusten blev hermed kontrollerende.

Enkelte Selskaber holdt ret Kurs. I Tyskland dannedes der f. Eks. en »Schutz-Vereinigung« af Ak-

tionærer i sydafrikanske Guldminer, en Forening, der opererede under Finanstrustens Form, men hvis Maal kun var den fuldt ud legitime, at varetage egne Interesser overfor de sydafrikanske Magnater.

I Amerika benyttes den kontrollerende Finanstrust af Finansgrupperne i deres indbyrdes Kamp om Magten over Jernbanerne. Sagen er, at der skal for mange Millioner til at kontrollere en af de store Baner, som Erie- eller Pacifikbanen: for at regere en Bane, hvis Aktiekapital er f. Eks. 50 Mill. Dollars, er det selvfølgelig ikke nødvendigt at eje de 50 Mill. En Trust opkøber f. Eks. Halvdelen af Aktierne, in casu 25 Mill.; paa Basis heraf udstedes f. Eks. 15 Mill. i Trustobligationer og 10 Mill. i Aktier; ved at eje 5 Mill. af disse Trustaktier raader altsaa vedkommende Millionærer eller Interessegruppe over Flertallet og dermed Magten i Trusten, der igen har Flertallet og dermed Magten over Jernbanen. Og ofte vil endda Aktierne i Trusten være »splittede«, d. v. s. delte i Stamaktier og Præferenceaktier, og har blot den ene Del Stemmeret, er det jo kun nødvendigt at have Halvdelen af denne Del af Trustaktierne.

Intetsteds er Finanstrusten som Middel til Kontrol eller rettere til Magt over hele industrielle Brancher benyttet til en saa teknisk Fuldkommenhed som i Sydafrika.

Da Wittwaterrandminerne i Transvaal i Begyndelsen af 90'erne viste sig meget guldholdige, steg Kursen stærkt paa de Aktier, der var udstedte af Selskaber, der holdt »claims« i de Egne. Man udstedte nye Aktier paa forventede Udbytter, og ogsaa disse Aktier steg. Da gjaldt det for de ledende Minemagnater at

realisere denne Profit. Men dels var det ret farligt paa en Gang at kaste disse Aktier paa Markedet, og dels maatte man opgive Kontrollen over Minerne, samtidig med at man solgte Aktierne. Da var det, at man fandt paa Trusten som Hjælperen i Nøden. Finansmænd som Göerz, Robinson, Barnato og de Beer oprettede Trustselskaber, hvem de overdrog disse Aktier i de enkelte Mineselskaber til en meget høj Kurs. Istedetfor modtog de Stamaktier, Præferenceaktier og Obligationer, udstedte af Trustselskaberne; Obligationerne og Præferencepapirerne afsattes for en Del paa europæiske og amerikanske Børser og Magnaterne beholdt selv kun saa mange Aktier, som det var nødvendigt for at holde Flertallet i Trusten. Som ovenfor vist kunde man, ved at binde et Par Millioner i Trustaktier med Stemmeret, dirigere Trusten og derved holde Kontrol med Selskaber, hvis Kapital var det tidobbelte. Til sidst splittede man Trustpapirerne saaledes, at nogle havde Stemmeret, andre ikke.

Blandt den Art Kontroltruster maa jeg nævne: »Johannisburg Consolidated Investment Co.«, »Robinson South African Co.«, »Barnato Bank & Mining Corporation« og »Barnato Consolidated Mines«.

Andre Kontrol- og Finanstruster opstod paa den Maade, at et Firma dannede en Art Landbank, der ejede megen Jord; den solgte nu »Claims« til Minekompagnier, der oprettedes som Datterselskaber. Den beholdt selv disse Enkeltminers Aktier og udstedte paa Basis heraf Trustaktier og Obligationer. Som Eksempel herpaa nævner Max Jörgens i sin Afhandling »Financielle Trustgesellschaften«: »Consolidated Goldfields«, »Göerz & Co.«, »Randmines« m. fl.

Gennem Salget af Trustpapirer lykkedes det »Randbaronerne« at frigøre deres Kapital og at realisere store Gevinster uden derfor at tabe Magten over Minerne, hvis Aktier for en overvejende Del laa i Trustselskabernes Bokser. Randbaronerne, som disse store sydafrikanske Guldspekulanter kaldes, benyttede deres Magt dels til Spekulationsmanøvrer, der efter Kenderes Sigende hører til de mest umoralske, Fondsbørsens Mænd endnu har præsteret, og dels til at gennemføre en klog og profitabel Fællesdrift af de til forskellige Selskaber hørende Miner. Særlig berygtede for deres Kurssvingninger er disse Trustselskabers Stamaktier, der svingede mellem pari og en Kurs, der er næst til Nul.

VI.

Den i Afrika kendte Art af Kontroltruster var alt i 1880 benyttet i Amerika, hvor den tekniske og økonomiske industrielle Sammenslutning skete med den kontrollerende Trust som Organisationsmiddel.

Da den amerikanske Petroleumsring skal afløses af en faktisk Fusion, udnævner Ringens ledende Mænd 9 Tillidsmænd, »trustee's«, til hvem de overdrager deres Aktier mod til Gengæld at faa Modtagelsesbeviser, Trustcertifikater; disse Tillidsmænd raader altsaa over Aktierne i de enkelte Raffineringselskaber og kan paa disses Generalforsamlinger gennemføre en ensartet Ledelse; Enkeltelskabernes Udbytte indbetales til Trustherrerne, som her ud af betaler en ensartet Dividende paa Trustcertifikaterne. Da denne Form af Domstolene blev anset for ulovlig, opløste Petroleumstrusten sig, og de forskellige Korporationers Aktionærer fik deres Aktier igen; men straks efter lod Rockefeller den største

af disse, New Jerseyselskabet, særskilt opkøbe et Flertal af Aktierne i de andre Selskaber, og opnaaede derved det samme som man vilde have naaet ved en virkelig Sammenslutning.

Ved »The American Tin-plate Co« oprettedes et helt nyt Selskab, en egentlig Finanstrust, som opkøbte en Majoritet af Aktierne i de sammensluttende Selskaber, medens som sagt i »Standard Oil Trusten« et enkelt af Raffinaderierne fungerede som Trustselskab.

En tredje Form er en saakaldt »Voting trust«, d. v. s. de enkelte Selskabsaktionærer overdrog Stemmeretten til et Trustselskabs Bestyrelse, men beholdt iøvrigt deres Aktier; denne Adskillelse mellem Udbytte- retten og Stemmeretten, hvilken sidste jo gives i Trust, er interessant, forsaavidt som den kan omforme Aktien, der jo i Væsen er en Driftsherreandel, til en almindelig Obligation, d. v. s. et Skyldbrev, hvor Udbyttet blot ikke er fast bestemt, men svingende.

Trustens Form er som sagt forskelligartet. Vi har Faderselskaber, der har oprettet Datterselskaber og givet disse sidstes Aktier til sine Aktionærer eller solgt dem, men selv beholdt »the voting power«, Stemmeretten, og vi har Selskaber, der idet de lader de enkelte Foretagender beholde en retlig Eksistens og formel Selvstændighed, raader over dem alle ved at eje disses Aktier og til Gengæld ene udsteder sine egne Aktier og Skyldbreve. Atter andre Selskaber udsteder baade Trustpapirer og Aktier og Obligationer i de enkelte Selskaber, idet de blot beholder en Majoritet af de enkelte Selskabers Aktier i Trust, men lader Resten fa disse samt Enkeltelskabernes Obligationer være i Omløb hos Publikum. Snart er Trustselskabet et sær-

ligt ad hoc dannet Selskab, snart er det et enkelt af de sammensluttede Foretagender, der ved at opkøbe Aktier i konkurrerende Foretagender opfylder Trustens Funktion. Financierens og Gründernes Interesser, der er dominerende ved disse Sammenslutninger, vil imidlertid kræve Oprettelse af et nyt Selskab, blot for gennem Afsætningen af dettes Papirer at kunne realisere en Gevinst.

Hvor enten Trustselskabet eller det største af Enkeltelskaberne, der har opkøbt Aktier i andre Selskaber, tilintetgør disses Aktier, saaledes at dets Aktiver ikke er Papirer, men Fabriker, Jord, Varelagre etc., foreligger ogsaa retlig Fusionen, den retlige Sammensmeltning af flere Selskaber til et. I saa Fald har Trustselskabet ophørt at eksistere som saadant og er blevet et almindeligt industridrivende Aktieforetagende — d. v. s. naar det, vi populært kalder »Trusten« har naaet sit Maal økonomisk som retlig, har Hjælpe-midlet, Trusten, ophørt at eksistere.

En Undersøgelse af den rene Fusion ligesaavel som af Kartellet ligger udenfor min Opgave, der blot er den at belyse selve Trustinstitutionens retlige og finansielle Karakter. Derfor henviser jeg for Oplysninger om de industrielle Sammenslutninger til Jenks, Raffalovich og Grunzel, der giver gode Studier over amerikanske, engelske og kontinentale Industri-sammenslutninger. De engelske Verdenstruster vil ofte være en Blanding, vanskelig at artbestemme, f. Eks. vil J. & P. Coats engelsk-amerikanske Sygarnstrust dels være en Fusion af Enkeltforetagender, dels en Trust, forsaavidt som Firmaet Coats ejer Aktier i konkur-

rerende Foretagender og dels et Kartel, forsaavidt som Firmaet har Aftale ogsaa med tyske Sygarnsfabriker.

Heller ikke skal jeg her afhandle saakaldte Trustselskaber, som den tyske kartellerende Industri bruger, naar de kalder deres Hjælpeorganisationer som fælles Salgs- eller Indkøbs-Foreninger for Truster; i saa Fald maatte vi f. Eks. ogsaa regne Andelsmejerier og danske Indkøbsforeninger for Truster. Vi studerer jo ikke den industrielle Sammenslutnings Fænomener, vor Undersøgelsesgenstand er blot selve Trustselskabet, d. v. s. det særlige Finansselskab, der kontrollerer andre Selskaber, og hvis Aktiekapital har sit tilsvarende i Aktier og Obligationer, udstedte af andre Selskaber.

VII.

Medens de oprindelige Trustselskaber fremtræder som Foreninger af Laangivere, af Folk, der vil anbringe Penge og saaledes i den første Begyndelse som Investment-Truster ligner Sparekasser, optræder de i Tyskland og senere i Amerika og Afrika som en Gruppe af Laantagere, der som saadan har meget tilfælles med en Hypotekforening. Vore egne Kreditforeninger er i Virkeligheden store Truster for vore Jordbesiddere, som derigennem bliver forsynet med Kapital paa samme Maade som f. Eks. den tyske Elektricitets-Industri gennem Trustselskaber faar den nødvendige Kapital stillet til Disposition.

Medens man i Finanstrusten, førend denne indlader sig paa Emissionsvirksomhed, begynder med at have Kontanterne, som man derefter anbringer i alt eksisterende Papirer, vil vi i Finanstrusten af den senere tyske Type finde, at man begynder med at udstede Aktier

i visse nye Foretagender, som i sig selv ikke kan paaregne Kapitalisternes Interesse, og for at skaffe Kapital til disse Foretagender er det, at man starter Truster og udsteder og sælger disses Certifikater.

Ligesom 70'erne saa Anlægget af de store Jernbanelinjer, saa 90'erne Lokalbanernes Net spænde sig over Europa. Efter at der i de fleste Stater var bleven vedtaget udførlige Regler for Lokalbaners Anlæg, paa-begyndte man Anlæggene; men medens man f. Eks. i Danmark væsentlig lod Kommuner og interesserede Lods-Ejere skaffe den fornødne Kapital, paakaldte man i Mitteleuropa i stor Stil Børsens Hjælp. Det var imidlertid vanskeligt at faa Aktier i ukendte Lokalbaner af-satte i Berlin og Hamburg, og det gjaldt da at lokke Privatkapitalister paa anden Vis.

Atter her melder Trusten (der i Tyskland kendtes som »Treuhändlerorganisationen«) sig; for at skaffe Penge til Lokalbaner oprettes Trustselskaber, der selv ligger inde med Lokalbanens Aktier og til Gengæld udsteder egne Trustaktier og Obligationer.

»Kleinbahn«-Trusten kommer til at virke dels for at samle Kapital til flere smaa Anlæg, dels for at ud-øve Kontrol med Anlægget og Driften af disse Baner; herigennem kommer det sammensluttende Element frem, idet Kontrollen fører til, at flere af samme Trust kontrollerede Baner faar en ensartet Ledelse. Det gælder om istedenfor de mange ukendte Smaabaneselskabers Skyld-breve at faa et »Omnium«, et Fællespapir, der kan tiltrække en større Kreds' Opmærksomhed.

Den første af disse Truster var »Eisenbahnrenten-bank« i Frankfurt, der fra 1887 anlagde en Række ungarske Baner. 1892 dannes »Algemeine Deutsche

Kleinbahnenbank, der udstedte egne Aktier og havde Ret til at udstede 8 Gange Aktiekapitalen i Obligationer. Fra 1880 til 1900 anlagde tyske Jernbanetruster c. 9000 Kilometer Bane i Ungarn. I Belgien og Schweiz oprettedes lignende Truster med samme Formaal.

I Tyskland anlagdes fra 1892 til 1901 340 private Baner med 8500 Kilometer Spor; de deri engagerede Kleinbahntruster hidskaffede c. 510 Mill. Mk. ud af de 715 Mill., som Anlægene kostede. Særlig anvendes disse Truster til oversøiske og østerlandske Baneanlæg; f. Eks. havde den kendte østrigske Financier, Baron Hirsch, flere Trustselskaber til Anlæg af Baner i Lilleasien og paa Balkanhalvøen.

Oprindelig er det Hensigten blot at financiere, d. v. s. at skaffe Penge, der saa udlaanes til et Lokalbaneselskab, som lader en Entreprenør bygge Banen, og selv driver den, eller overlader Driften til en Forpagter; iøvrigt har vi ved Smaabanedrift tydelig adskilte Fraktioner: ¹⁾ Finansieringen (besørget af Trusten), ²⁾ Bygningen (besørget af en Entreprenør), ³⁾ Besiddelsen (besørget af Lokalbaneselskabet) og ⁴⁾ Driften, ofte besørget af en Generalforpagter.

Men Trusten tvinges ofte til selv at anlægge Banen, og siden til selv at eje og drive en Lokalbane, selv om denne formelt bestaar som selvstændig, juridisk Person. Den samme Trust anlægger flere Baner: i Süddeutsche Eisenbahngesellschaft i Darmstadt har vi en Massetrust, der faktisk driver en Række Baner efter et Storselskabs Mønster, om end disse har en formel Selvstændighed. Trusten er Hovedselskab, Lokalbanelne og ofte Entreprenørselskaberne er da Datterselskaber, hvis Papirer det undertiden lykkes og ofte ikke lykkes

Trusten at afsætte. Nogle af disse Jernbanetruster lægger Vind paa at udstede Aktier, andre udsteder Obligationer. Det sidste levner Hovedaktionæren og Direktøren størst Gevinst, naar Foretagendet gaar. Men Betingelsen for Udstedelsen af Obligationer er rigtig nok den, at der er i alt Fald saa megen fast sikret Indtægt, at Obligationerne kan forrentes. Ved Krisen 1901—02 fallerede flere Jernbanetruster, fordi de ikke indtjente nok til at forrente Obligationerne. Foruden Jernbaner anlagdes der i 90'erne nogle Sporveje i Tyskland, hvis Kapital Trustselskaber som f. Eks. »*Algem. Local & Strassenbahngesellsch.*« i Berlin hidskaffede.

I Kleinbahntrusterne har vi da et Finansinstitut, hvis eneste Opgave er at skabe et Fællespapir, hvorpaa der kan rejses Kapital til at financiere en Mængde Smaaforetagender, der hver for sig enten er ukendt eller ikke nyder Tiltro. Naar Kleinbahntrusterne ikke havde Held med sig, skyldes det dels, at Smaabaner ikke plejer at betale sig, dels at Trusterne var overkapitaliserede og bebyrdede med store Gründerudgifter, og endelig at flere af dem selv overtog Driften af Smaabanerne, og ikke lejede dem ud til en Forpagter, som i sikker Forpagtningsafgift vilde betale i alt Fald saa meget, som skulde til for at forrente de af Trusten udstedte Obligationer.

VIII.

Truster af samme Type som Kleinbahntrusterne kendes ogsaa i Industrien. Edison har i Chicago en privat Trust til at financiere sig. Den i 1901 fallerede Leipzigerbank var f. Eks. Trust for nogle Masktørringselskaber; den tyske Montan- og Bryggeriindustri har

adskillige Trustinstitutter til Hjælp; men uadskillelig er Trusten knyttet til Fastlandets elektriske Industri.

Elektriciteten er 90'ernes Løsen, som Dampen var 70'ernes; Gründerperioden 1895—1900 gennemfører i Europa elektriske Lysanlæg og elektriske Transportmidler. De, der kommer først med at anlægge Fabriker for elektriske Dynamoer og Motorer, realiserer en stor Profit, og Aktieselskab dannes efter Aktieselskab. Imidlertid gælder det at faa disse elektriske Maskiner afsat, og for at fremme Afsætningen anlægges de elektriske Maskinfabriker selv Kraftcentraler, og da disse atter skal have noget at bestille, anlægges man Sporveje og Fabriker, der kan benytte Kraftcentralens Produkt, elektrisk Energi.

Men hertil kræves Kapital og atter Kapital, der skal fastbindes paa længere Tid. For Maskinfabriken er Dynamoen løs Kapital, der frigøres i Løbet af f. Eks. et Aar; for Kraftcentralen er Dynamoen fast Kapital, der først langsomt amortiseres. For at skaffe sig den vældige Kapital griber Dynamofabriken til Finanstrusten, der skal skaffe de Penge, der kan afkøbe Fabrikanten hans Maskine. Disse Finanstruster er emitterende, idet de udsteder Aktier i Kraftcentraler og elektriske Sporveje, som de selv beholder for til Gengæld at udstede og sælge Trustaktier. Den første Trust af denne Art var »Berliner Gesellschaft für elektrische Unternehmungen«, der som sit Formaal angav Tilførsel af Kapital til alle elektriske Foretagender, hvis Finansiering var vanskelig ad anden Vej.

Den elektriske Trust havde et erhvervsmæssigt, ikke et finansielt Maal. Oprindeligt skulde disse Truster skaffe Kapital til flere Fabriker; men efter-

haanden som de enkelte Maskinfabriker udvidede sig, fik hvert af de større Selskaber sin egen Trust. ja enkelte Selskaber lapsede sig med to à tre Truster. »Algemeine Elektrizitätsgesellschaft« i Berlin havde en Bank for elektriske Foretagender i Zürich, Siemens og Halske havde et Trustinstitut i Basel og et i Berlin, Schukert & Co. havde et i Nürnberg og et i Dresden, Union har to Truster i Brüssel og et i Berlin; Helios har Truster baade i Köln og Brüssel. Et mindre Selskab som Kummer & Co. i Dresden nøjes med én Trust. Disse Truster for de enkelte Fabriker har nok at gøre med at skaffe Penge til de Anlæg, hvortil deres Fabrik har Leverance af Maskiner. Firmaet Singer & Co. har en Trust, »Bank für electriche Industrie«, idet Firmaet er interesseret i at levere elektriske Maskiner til den mindre Industri.

Idet disse Truster forsyner elektriske Baner med Kapital, vil det i Virkeligheden blive det samme Selskab, der financierer, laver Maskiner, bygger Kraftcentraler, er Energileverant, anlægger, driver og ejer Sporveje og Lokalbaner samt raader over hele Industrier, der anvender enten Kraft fra Centralen eller har sin egen lille Station. Forholdet bliver her ret indviklet; Maskinfabrikens Tyngdepunkt bliver ikke længere Frembringelsen af Maskiner, hvortil den teknisk og finansielt er udstyret, men Drift af Sporveje, hvortil den ikke er saa godt beredt. Hvor store Summer der fastbindes, kan man se af, at syv elektriske Truster har en samlet Kapital af over 400 Mill. Mark. Et Selskab som »Electricitäts Aktiengesellschaft« har Hælvten af sin Kapital anbragt i Aktier i Sporvejsanlæg, hvoraf en Del ikke forrenter sig. Krisen af 1901 fandt disse Sel-

skaber i en sørgelig Stilling: Lahmeyers Trusts Aktier var faldne fra 134 til 70, Kummers Trust var fallit, Helios havde tabt Hælvten af sin Aktiekapital, alle Selskaber havde været overkapitaliserede og belastede med unyttige Udgifter, og de elektriske Anlæg havde ikke svaret Regning. Fabrikerne havde anlagt nye Sporveje, ikke fordi der havde været Trang til dem, men fordi Fabrikerne skulde holdes gaaende. Det var ikke den naturlige Efterspørgsel, der som en Snor havde trukket Udbuddet efter sig, det var Maskinfabrikernes Trang til at »skabe« Udbud af Dynamoer, der havde fremkaldt en kunstig og derfor uholdbar Efterspørgsel. Her var Hovedfejlen: den naturlige Rettesnor, Efterspørgslen, kom ikke for Dagens Lys; Udbyttet af Maskinfabrikationen viste sig ikke ved Salget af Maskinerne, thi disse betales med Kraftcentralens Aktier, heller ikke ved Udbyttet af Kraftcentralen, nej Udbyttet af Maskinfabrikationen skal først vise sig i Sporvejsaktiernes Dividende, der maaske falder længe efter at Maskinen er afleveret.

Bortset fra, at de forskellige Trin af Produktionen fra Frembringelse af Raastof eller Maskine til den færdige Konsumvare eller Tjenesteydelse ikke kræver samme tekniske Ledelse og Financieringsmaade, har denne Forbindelse af alle Trinene i Produktionen under én Virksomhed den store Ulempe, at man ikke kan afgøre, om hvert enkelt Led i Produktionsprocessen foregaar hensigtsmæssigt, idet Profitten jo ikke fremkommer ved hver enkelt Virksomhed, men først som det fjerne Enderesultat af den samlede Virksomhed, naar dennes sidste Proces er til Ende, og Konsumvaren er i Forbrugerens Hænder. Som før sagt, har ogsaa andre

tyske Industrier benyttet sig af Trusten for at skaffe sig Penge; i den sidste Spekulationsperiode opstod der en Række saakaldte Industribanker, der var rene Truster, Aktieselskabet for Montanindustri udstedte 12 Mill. Mark i Trustaktier, Bank für Bergbau i Berlin opererer i Østrig og Rumænien o. s. v. o. s. v.

Ogsaa disse Truster viste sig ved Krisen af 1900 at være i alt Fald slet financerede og havde kaldt Foretagender til Live, der ikke havde Eksistensberettigelse.

De tyske Trustselskaber er da Institutter, der oprindelig skal skaffe Kapital til Foretagender, der er vanskelige at financiere, og som senere i højere Grad, end deres Formaal kræver, udvikler sig til Emisionsbanker, hvorved deres erhvervmæssige Opgave tvinges til Side af Spekulationsinteresserne. Iøvrigt har de tyske Truster udøvet den samme kontrollerende Indflydelse paa de dem undergivne Selskaber som de amerikanske Truster og forenet Produktionen, ikke saa meget paa langs — ved at forene ensartede og konkurrerende Virksomheder — som paa tværs ved at forene de forskellige Trin i en afsluttet Produktionsproces.

IX.

I Amerika er det de store mellemstatlige Færdselsaarer, der sammenbindes og kontrolleres af Trusten. Enkelt-Staterne i U. S. of A., der nyder en meget stor Selvstændighed, har hver sine indbyrdes forskellige Trafiklove, saa at Jernbanelinjer, der som den store Southern Pacificbane gennemløber en halv Snes Stater, maa have en halv Snes forskellige Bevillinger. For at

bevare Enheden i Ledelsen af alle Sektionerne i Linjen oprettede Mr. Huntington Trustselskabet »Southern Pacific Co«, der ejede Aktierne i de enkelte Selskaber, der hver ejede sin Sektion af Linjen.

Af hel ny Dato er »Northern Securities Co«, et Trustselskab, der ejer Størstedelen af Aktierne i »Great Northern«, »Northern Pacific« og »Burlington Railroad«, og saaledes kontrollere 32000 Kilometer Banelinje eller over 10 Gange saa meget som samtlige danske Stats- og Privatbaner tilsammen. »Northern Securities« Direktører er d'Hr. Hill og Morgan, eller rettere var, thi nu er Kontrollen overgaaet til en anden Finansgruppe.

Dette Trustselskab er iøvrigt berømt, fordi det gav Anledning til den store Børskamp mellem Hill og Morgan og en anden Finansgruppe, der vilde kontrollere Burlington-Quincy-Linjen, en Kamp, der endte i en Børskrise i Wallstreet. Iøvrigt søger de forenede Staters Regering at lægge Jernbanetrusterne al mulig Hindring i Vejen. Staten Minnesota forbyder saaledes, at to parallelt løbende Linjer maa ejes af samme Selskab (ledet af Ønsket om at bibeholde Konkurrencen), og da Northern Pacific og Great Northern løber parallelt fra Minnesota til Stillehavskysten, har Minnesota lagt Sag an mod Morgans Jernbanetrust for »Restraint of trade«, for at lægge Baand paa den fri Omsætning, en Retssag, der ved dette Aars Begyndelse endnu verserede.

Af andre Jernbanetruster er »Pensylvania Co.« indflydelsesrig; iøvrigt holdes de fleste Jernbaneselskabers Aktier nu af Kontroltruster, der tillader Børskongerne

med Fastbinden af en relativt lille Formue at være ene- raadende over Millionselskaber.

De fleste Trusters Domicil er Staten New Jersey, der har en Parodi af en Aktielov. Da alle Trusterne er overkapitaliserede og Midler til en ofte ublufærdig Spekulation, gælder det at være registreret i en Stat, der ikke stiller generende Spørgsmaal som Betingelse for Registrering. Da de faktisk ofte opererer udenfor New Jersey, vil deres Domicil der ofte være en Formalitet, og Finansgrupperne har derfor i New Jersey dannet en »Corporation Trust«, hvis eneste Opgave er at være Domicil for — 1200 Selskaber. New Jersey har stor Indtægt af sin Selskabsregistreringsafgift: denne Stat spiller samme Rolle for Gründerne som Gretna Greens berømte Smed for andre Forførere.

Den største Finanstrust er Mr. Morgans »United States Steel Co«, som satte Kronen paa den Trustbevægelse, der allerede havde samlet de store Grupper indenfor Staalindustrien. Disse »mindre« Truster, som Morgan nu amalgerede, var bl. a. Carnegietrusten, Staaltraadstrusten, Pladetrusten og »Federal Steel Co«; de var alle overkapitaliserede, hvad man kan se af, at f. Eks. Staaltraadstrustens Præferenceaktier i det Aar svingede fra 71 til 86, og »American Tinplate Co's« Præferenceaktier svingede mellem 77 og 92 o. s. v.

Ikke desto mindre nøjedes Morganrusten ikke med af sine Aktier at give 100 mod 100 af Smaatrusterne Aktier, men fortsatte Overkapitaliseringen og Aktiesplitningen; »Federal Steel«, hvis Aktiver ikke havde en Værdi af 50 Ml. \$ og hvis Aktiekapital ikke desto mindre var 100 Ml. \$, fik herfor 60 Ml. i Præference- og 50 Ml. i Stamaktier. Carnegie var endnu klogere

og fik for sine Aktier lige saa mange 5 % Obligationer. Da Morgantrustens Værdier i hvert Fald opvejer de af den udstedte Obligationer, er Carnegies store Donationer, der gives i disse Obligationer, virkelig værdifulde og mere værd end hvis de var givne i Trustens Aktier.

Da Udgifterne ved Morgantrustens Financiering og Start androg flere Ml. \$, blev dens nominelle Kapital 14—1500 Ml. \$, ligelig fordelt mellem Præferenceaktier, Stamaktier og Obligationer. Den reelle Værdi af Trustens Ejendele kan ansættes til en Tredjedel af den samlede Kapital. I Aaret 1903 svingede da ogsaa Trustens Stamaktier mellem 22 og 40, og dens Præferenceaktier, skønt de var garanterede 7 %, akkumulativt (d. v. s. hvis de det ene Aar ikke fik 7 %, skulde de næste Aar have hvad der manglede i 7 %, foruden dette Aars 7 %, førend Stamaktierne kunde faa Dividende), stod svingende fra 69 til 88.

Morgantrusten koncentrerede Industrien baade paa langs og paa tvers, idet den opkøbte et Flertal af Aktierne i de Baner og Kystdampskibsselskaber, der skulde transportere dens Varer, samt næsten alle Jernminerne i Lake superior-Distriktet. Trusten kunde saaledes dirigere Produktionen af Staalvarer, lige fra Jernertsen var ud dragen af Jorden, til den var bleven forvandlet til Staal-skiner og rullende Materiel; til Overflod fremdrog den selv sit Kul og besørgede selv sin Transport.

Atlantehavstrusten fulgte efter Staaltrusten; en Finanstrust oprettedes til Opkøb af et Flertal af Aktierne i »White Star«, »Dominion«, »American line«, »Atlantic Transport« og Leylandslinjerne, der tilsammen ejede

over 1 Mill. Tons eller 4 Gange saa meget som hele Danmarks samlede Dampflaade. Selvfølgelig overkapitaliseredes ogsaa denne Trust; bedst betalt blev Mr. Morgan selv, der som Hovedaktionær i Leylandlinjen fik 50 Mill. \$ kontant for 36 Mill. i Aktier. Londonerbladet Financial Times har udregnet, at Indtægten for Selskaberne i Gennemsnit var $1\frac{1}{2}$ £ pr. Ton, mens Trusten for at forrente sin Kapital maa tjene 3 £ pr. Ton. Aktierne, der introduceredes paa Markedet til 20 Dollars for Stam- og 75 Dollars for Præferenceaktierne, noteredes den 11. Juni 1903 i henholdsvis $4\frac{1}{2}$ og 19 Dollars.

Financier'ernes Napoleon havde i Atlanterhavstrusten fundet sit Russerfelttog; i Skibsbygnings-trusten skulde han finde sit Waterloo. For at skaffe Kunder til sine Staalplader havde Morgan i 1902 startet »U. S. Shipbuilding Co« med en nominel Kapital af 20 Mill. \$; gennem et Par inferiøre Bankinstitutter skulde Skibsbygningstrusten yderligere afsætte 16 Mill. 5 % Obligationer. Samtidig opkøbte Trusten Aktierne i det mindre Betlehem Steel Co.; herved var Skibsbygningstrustens nominelle Kapital vokset til 81 Mill. Dollars, hvoraf de 36 Mill. var fast forrentelige Obligationer. Denne Overkapitalisation var for grov; thi straks efter maatte Selskabet likvidere, et nyt Selskab blev dannet, og det gamle Aktieselskabs Aktier nedskrevne til en Tiendedel.

Nu var Morgan besejret, en Række Retssager førte til, at Morgan maatte trække sig tilbage og hans højre Haand, Mr. Swab, kom paa Anklagebænken for mislige Transaktioner.

Disse amerikanske Kæmpetruster havde det dob-

belte Formaal, at sætte Kronen paa den industrielle Sammenslutning og at skaffe visse Finansgrupper Kontrollen over Foretagender, hvis Aktier androg for store Summer til at de kunde have købt dem. Vi har her Æskesystemet: oprindelig de enkelte Selskaber, der sammensluttedes i en Række specialiserede Truster — en for Skinner, en for Plader, en for Staaltraad o. s. v., og igennem en Trust, der ved at eje de mindre Trusters Aktier kontrollerede det hele.

Men disse fire Morganske Trustselskaber: »Northern Securities«, »U. S. Steel Co.«, »U. S. Shipbuilding Co.« og Atlanterhavstrusten, der tilsammen havde udstedt over 2 Milliarder Dollars i Trustpapirer, var selv den fiksøste Financieringskunst for meget. Der kunde ikke blive Købere nok til dem. For at faa dem afsatte, oprettede Morgangruppen nye Trustbanker af den oprindelige Façon som Trustkompagnier, hvis væsentligste Forretning var Administration af Formuer og Sparekassevirksomhed. Disse Trustbanker, baade de ny oprettede og de bestaaende, maatte anlægge deres Deposita i Morgans Trustaktier. Herved hidførtes den Række Kriser, der fra 1900 til nu med Haardnakkethed hjemsøger New Yorks Børs. En af disse Kriser er bleven beskrevet af Prof. Scharling i dette Tidsskrift*). Alle disse »udvandede« Papirer banede sig Vej overalt, i Banker, Sparekasser, paa Enkeltmands Hænder; ja Mr. Raffalovich paastaar, at Forsikringsselskaber som Equitable og Mutual Life i sine Portefeuller besidde betydelige Mængder af Trustaktier.

*) Aargang 1903, Side 1 ff.

X.

Trusten viser sig da at være et Finansselskab, hverken mere eller mindre, som i et finansielt, eller kontrollerende, eller endelig teknisk koncentrerende Øjemed ene har den bestemte Opgave at have Aktier i flere andre Foretagender, og med disse Aktier som Basis selv udstede egne Aktier og Obligationer. Det er en Art Bank, Trusten driver. Ikke den almindelige Bankforretning, thi dens Maal er ikke hurtig Omsætning af de Værdipapirer, hvori den har anbragt sine Midler. Som dette Finansinstitut kan den efter sin Oprindelse være en Trustbank, en Blanding af en Sparekasse og et privat Formynderi, den kan være en Anbringelsesanstalt, der anlægger Penge i anden Klasses Sikkerheder og udskiller Risikoen derved; den kan være en Finanstrust, d. v. s. en Spekulant paa Aktier, der tjener ved Kursgevinst, den kan være en Emissionsbank, der endog deltager med rigtige Banker i Gründunger, ofte af anden Klasses Foretagender. Den kan være et Kontrolinstitut til at beskytte legitime Aktionærinteresser, eller et Kontrolinstitut til at sikre en Finansgruppe Magten i et eller flere industrielle Foretagender. Den kan være et Middel til at bevare Magten i et Selskab, samtidig med at man frigør en Del af sin Kapital, og den kan være et Middel til at tilvejebringe ensartet Ledelse i flere Selskaber indenfor samme Industri, og oftest en aldrig hvilende Papirmølle i Financierens og Gründernes Hænder.

Det er som Middel til Sammenslutning at den er kendt af de fleste. Og ved en Overførelse af Navnet paa det finansielle Organisationsmiddel — Trust — til

selve den industrielle Sammenslutning, der kan gennemføres ved at benytte dette særlige Finansinstitut, faar industrielle Sammenslutninger i daglig Tale Navn af Truster.

Men det mærkelige er, at i det Øjeblik Koncentrationen virkelig er naaet til sin Fuldkommenhed og den saakaldte Trust har naaet sit Maal, navnlig naar der kun er ét Selskab, hvad enten nu det større Selskab har opkøbt alle de smaa Selskabers Aktier og ombyttet dem med sine egne, eller kontant har afkøbt deres Ejendele, naar der altsaa kun er et stærkt industrielt Selskab, der leder en hel Industri i koncentreret Drift -- ja i samme Øjeblik dette er sket, og en fuldstændig Fusion indtraadt, saa eksisterer Trusten ikke mere. Der er da ikke Behov for et særligt Finansselskab; dette opløses f. Eks. som i tyske Truster ved at det industrielle Selskab opkøber og tilintetgør sine Trusters Aktier.

Trusten er da et Finansselskab, der kan bruges som et Hjælpemiddel i den tekniske Koncentrations Tjeneste, men i samme Øjeblik som Koncentrationen naar sit Maal, i samme Øjeblik har Trusten ophørt at eksistere — og kun Navnet er bleven tilbage.

I den oprindelig fornuftige Trustinstitution — enten nu dens Formaal var Anbringelse af mindre Kapitalisters Penge (Trusten af Sparekassetypen) eller Financieringen af en ny Industri (Hypotekbanktypen) eller Kontrollen og Sammenslutningen af flere Foretagender under én Ledelse (Standard Oil-Typen), — i denne Institution er der overalt gaaet Spekulationens Orm. Trusten oprettes ikke i egentlige økonomiske Formaals Tjeneste, hvori den opfylder en Samfundsopgave,

men ene som en aldrig hvilende Papirmølle, hvis Flod af Papirer, Aktier og Obligationer drukner al Tillid til den finansielle Ledelse, og hvor kun Gründergrupperne har Fordelen.

I Morgan-Trusterne krængedes et System ud i sin egen Karrikatur.

XI.

Vi har nu fulgt Trustens Udvikling — fra at være en beskeden Anbringelses- og Administrationsbank til at være identisk med en industriel Fusion. Livet har atter her vist, at det bryder sig fejl om Lovene og de retslige Institutioner, idet det med »Sædvanens« Fil omdanner Institutioner, oprettede i et Øjemed, til at benyttes i et ganske andet Formaa's Tjeneste. Vi har gennemgaaet Trustens Financieringsmetoder og Organisationsform. Tilbage staar blot en Betragtning af de af Trusten udstedte Papirer, det være Certifikater og Andelsbeviser eller Præference- og Stamaktier eller Obligationer og andre Skyldbreve.

Trustpapiret viser sig at være et »*Omnium*«, d. v. s. en Art Generalnævner, hvori en Række industrielle Foretagenders Aktier faar et fælles og af alle kendt Udtryk. Som Penge forholder sig til Varer — naar vi ser paa Pengenes Egenskab af at være Generalnævner for Værdierne, — forholder Trustaktien sig til en almindelig industriel Aktie.

Trustaktien repræsenterer ikke bestemte konkrete Kapitalgoder, ikke Jord, ikke Maskiner, ikke Huse, ikke Varer, den repræsenterer blot andre Papirer, om hvis Bonitet Trustaktiens Ejer vil have Vanskelighed ved at dømme. Da nu end ikke det nominelle Beløb af

en almindelig industriel Aktie i vore Dage er et Udtryk for den virkelig anbragte Kapital (de reelle Kapitalgoders Anskaffelsesværdi), men kun et (ofte galt formuleret) Udtryk for Adgangen til en mulig Dividende, en mulig genkommende Indtægt, vil Trustaktien med sin Papirbasis i end højere Grad kun være et Adkomstbrev, der hjemler en Andel i Trustens Udbytte. Da tilmed Trustaktien er fremkommen ved »stock-splitting«, d. v. s. ikke en Gang udstedt i Forhold til Værdien af det Papir, der er dens Basis, men i Virkeligheden i Forhold til det Udbytte, Trusten indtjener ved at holde, sælge og købe Aktier i de industrielle Foretagender, vil man bekræftes i sin Ret til at betragte Trustaktien — ikke som en Driftsherreandel, der repræsenterer en given Værdi af Kapitalgoder, men kun som Bærer af en Ret til under visse Betingelser at faa en (varierende) Dividende.

Men herigennem faar vi ogsaa Øjet op for, at Forskellen mellem Obligation og Aktie kun er formel. De har det fælles, at de begge er Bærere af en Ret til Udbytte, de er begge undergivne Risiko, og ingen af dem kan paa Anfordring ombyttes med Penge hos Selskabet; naar de kan ombyttes med Penge, er det kun under den Forudsætning, at en eller anden vil udløse deres Ejer. Et Skøn over deres Udbyttes Størrelse, Sikkerhed og Varighed vil for begge Papirer afgøre, til hvilken Pris de kan omsættes. Og denne Pris stiger ikke i Forhold til Paalydende, men ene i Forhold til Udbyttet, og varierer tilmed efter Rentefod, Kapitalrigelighed og Tilliden til vedkommende Papirs Fremtid. Et Trustpapir vil saa godt som aldrig staa i Pari: en Truststamaktie gaar sjælden op over 35 pCt. af Pari.

Der er en Forskel, men denne er en Grads-, ikke en Artsforskel. Det er Forskellen i Risikoen og i Udbyttet. Aktien bærer større Risiko end Obligationen og forholder sig til denne som en 2den Prioritet til en 1ste. Obligationens Udbytte er fast, Aktiens er varierende, og Aktien kan intet faa, førend Obligationsejeren har faaet sin faste Rente — hvis der da er nok til denne. I Opstaaelse er der iøvrigt ingen Forskel heller, idet det ofte vil være en Tilfældighed — d. v. s. Markedets Tilstand, der vil afgøre om Papiret, Trusten udsteder, kaldes Akt e eller Obligation.

Vi har da som foreløbigt Resultat:

- a) Der er ingen reel Forskel paa Trustaktie og Trustobligation: de er begge Skyldbreve, kun at den sidste har en fortrinlig Retsstilling fremfor den første.
- b) Ingen af dem er Repræsentant for reelle konkrete Kapitalgoder af samme Værd som deres Paalydende, men de kunde ligesaa godt lyde paa en gammel Støvle som paa 100 Kr.; de er blot Bærere af en Ret til under visse Betingelser at faa Udbytte og i Værdi ene bestemte efter dette Udbyttes Art, Sikkerhed og Varighed.
- c) Dette Udbytte er ikke hidskaffet direkte fra en producerende Virksomhed, men kun indirekte, idet Udbyttet gennemløber Trustselskabets Kasse. Trustaktionæren vil da savne ethvert Overblik over den Produktion, hvori hans Indskud er anbragt, og hvorfra han i al Fald faar sit Udbytte. Trustaktionæren kan da ikke kaldes Driftsherre.

Oprindelig sondrede Økonomien mellem Herre og Arbejder; senere splittedes Herren i Jordejer

og Kapitalist; denne sidste spaltetes igen i Kapitaltilskyder og Driftsherre; den sidste i Driftsleder (Direktøren) og Aktionæren. Tendensen i Livet som i Videnskaben har været den at udsønde Driftslederen som en selvstændig Person. Aktionæren er da kun en risikobærende Kapitaltilskyder; men heri skiller han sig ikke fra en almindelig Laangiver; ligesom denne kan han ikke tabe mere end det indskudte Beløb, ligesom denne kan han ogsaa tabe saa meget. (Her tager vi endda ikke det under Overvejelse, at mangen en Aktie slet ikke repræsenterer et Kapitalindskud, men kun en Gründer- eller Financier-Andel; Aktionæren er i saa Fald ganske vist Udbyttedyder, men højst uegentlig Kapitaltilskyder.)

For Trustaktionæren gælder dette mere end for nogen anden Aktionær; han har absolut intet med den producerende Virksomhed at gøre, idet Trusten har skudt sig ind som Mellemand mellem det kapitalanbringende, udbyttedydende Publikum og de producerende Virksomheder, der benytter Kapitalen og skaber Udbyttet.

- d) Men just herved aabenbares det, at de producerende Virksomheder, naar de først en Gang er skabte, er selvstændige sociale Organismer, der i meget ligner andre saadanne Organismer som f. Eks. Kommunerne. Det industrielle Selskab, Minen, Fabriken, Jernbanen, bestaar uden Hensyn til Aktionæren, der selv har skaffet Kapitalen eller udløst den Person, der har skaffet Kapitalen; Aktionærens Formaal er blot Udbyttet. Forsaavidt staa Aktionæren i samme Forhold til den producerende

Virksomhed som Ejeren af en af Kommunen udstedt Obligation staar til Kommunen, kun at Kommunens Kreditor staar uendelig sikrere og bedre end den Aktieselskabets Kreditor, som kaldes Aktionær.

- Vi har da visse sociale Organismer, hvis Samfundsopgaver det er at producere givne Varer. Disse Organismer trækker fornøden Kapital til sig ved at laane, og giver derfor en Udbytteret, der deponeres hos Trusterne. Paa Basis af disse Udbytterettigheder og uden Hensyn til den faktisk indbetalte Kapital udsteder Trusten Aktier og Obligationer som Bærere af en Ret til en Del af det Udbytte, Trusten faar af sine Aktionærer. Trustaktionæren bliver derfor en Person, der kun er af Interesse for de virkelig producerende Virksomheder i de Øjeblikke, han fournerer dem med Kapital, men derefter kun staa som en til Tider besværlig Kreditor, men ikke — selv om det retlig ser saaledes ud — som en Medejer eller Deltager i Driftsledelsen.
- e) Endelig forstaar vi, at i de Virksomheder, der berøres af Trusten, maa den klassiske Sondring mellem Jordejer, Kapitalist og Arbejder opgives og afløses af en Sondring mellem vedkommende Aktie- (eller Andels-) Selskabs Embedsmænd og Arbejdere paa den ene Side, og en dividende-nydende passiv Klasse, omfattende Ihændehavere af Aktier og Obligationer, paa den anden Side.

XII.

Gennem vor Forstaaelse af, at de industrielle Storkirksomheder er selvstændige sociale Organismer, der i meget kan ligestilles med f. Eks. Kommunerne, og

af, at Trustaktien i Realiteten ikke er Bærer af en Medejerret, men kun af en Udbytteret (i Lighed med den kgl. Obligation), faar vi et Streiflys kastet ind paa den Strid, der stander mellem Socialisterne i deres Spaadom om Staten som eneste Driftsherre og den liberalistiske Hævdelse af Enkeltmandsdrift og privat Eje over Produktionsmidlerne.

Ser vi paa de Virksomheder, til hvis Financiering Trusten benyttes, Storindustrien og Transportvæsenet, finder vi, at her er Striden mellem privat og social Drift løst i den sidstes Favør. Ikke Enkeltmænd, men særlig ad hoc dannede, af Enkeltmænd uafhængige sociale Organismer varetager paa disse Omraader Produktionen. Det er et Misbrug af Ord, at tale om Privatdrift ved en Institution som Staalrusten. Dette er en særlig Organisme — i Betydning, Opgaver og Magt større end mangan en Stat.

Ser vi derefter paa Trustaktien som Udbytteandel, maa vi indrømme, at Trustaktionæren hverken kan siges at eje eller at raade over Produktionsmidlerne. Disse er i kollektivt Eje, i Eje og Brug af de særlige sociale Organismer. Enkeltmand har kun Udbytteret.

Altsaa indenfor disse store Erhvervsgrene, der berøres af Trusten, finder vi, at de har Uret, der hævder privat Eje over Produktionsmidlerne og privat Drift som en Nødvendighed.

Men — bortset fra Handel, Landbrug og den mindre Industri, der stadig arbejder under en Ordning, betinget af Enkeltmandsdrift og Enkeltmands private Eje over Produktionsmidlerne — har Tiden ikke givet Socialisterne Ret i deres Haab om Staten som eneste Driftsherre og Kapitalejer.

Ikke som eneste Kapitalist; thi Statsdrift lader sig meget vel forene med privat Udbytteret, idet Aktionæren omformes til Ejer af Statsobligationer; om den Retstitel, hvorefter jeg faar 4 pCt. i aarlig Dividende, kaldes en Sporvejsaktie eller en Kommuneobligation, er mig ligegyldigt.

Heller ikke som eneste Driftsherre; thi — i berettiget Tvivl om, hvorvidt de i politiske Formaal skabte sociale Organismer, Stat eller Kommune, virkelig egne sig til at varetage Produktionen — har man vedblivende ladet den industrielle Produktion besørge af selvstændige sociale Organismer, dannede med økonomiske Virksomheder for Øje.

Socialismen er paa Forhaand umulig i de Erhverv og paa de Omraader, hvor Faamandsdrift og privat Eje over Produktionsmidlerne er gældende: den er mulig der, hvor Faamandsdrift er afløst af Drift af selvstændige sociale Organer og den private Ejeret er afløst af en Udbytteret. Men den socialistiske Produktionstankes Realisation er stadig fjærn, saalænge Striden staar — ikke om privat contra social Drift — men om det skal være den politiske Organisme eller særlige økonomiske Organismer, hvem Produktionens Opgaver er betroet.

Og denne Strid lempes ikke ved, at det demokratiske Valgprincip hersker i de politiske, det aristokratiske og oligarkiske i de økonomiske Organisationer, rent bortset fra, at den økonomiske Organismes Grænser ikke falder sammen med den politiske, den historiske Stats Grænser.

Til Foredraget knyttede sig en Diskussion, hvoraf vi fremhæver følgende Udtalelser:

Professor N. C. Frederiksen fremhævede, at det ved Bedømmelsen af det hele Trust-Spørgsmaal var af Vigtighed ikke at sammenblande de finansielle Trusts med de store industrielle Selskaber. Det var ikke Trustbankerne, der havde dannet de store Sammenslutninger; Trustbankerne var tvært imod meget forsigtige Instituter, der ikke gav sig af med at spekulere. »Northern Securities Co« var et Undtagelsestilfælde. — Trusterne var i Virkeligheden ikke andet end en umaadelig Udvidelse af Aktieselskabs-Principet. Hvorfor blev den store Staal-Trust dannet? Fordi Morgan var nødt til det; han var saa haardt trængt i Konkurrencen med Carnegie, at han var ved at opgive Ævred; ved Dannelsen af Trusten reddede Morgan Situationen. Taleren ansaa Trusterne for et uhyre Fremskridt; at Promotor tjente mange Penge, var sandt, men heri var der intet urimeligt, det var Betaling for en overordentlig samfundsnyttig Virksomhed. I Mod-sætning til Indlederen ansaa Taleren Staten New Jersey's Aktielov for den bedste af alle.

Kontorchef Emil Meyer bemærkede i Anledning af Dr. Bircks Slutningsudtalelser, at det næppe var ganske rigtigt at opstille en Forskel mellem Trust-Aktier og almindelige Aktier ud fra den Tankegang, at Trustpapirerne ikke repræsenterer Værdier men kun andre Papirer; denne Forskel var kun af formel Natur. Ogsaa paa et andet Punkt havde Indlederen efter Talerens Opfattelse uddybet Forskellen mellem Trusten og Aktieselskabet mere end berettiget, nemlig ved særlig at fremhæve Trustaktionærene som kun udbytte-nydende, men uden reel Indflydelse paa Selskabets Ledelse; Trustselskabets Aktionærer indtog i saa Henseende ikke nogen ejendommelig Stilling; det anførte gjaldt i Virkeligheden mere eller mindre alle store Aktieselskabers Interessenter. Endelig troede Taleren, at Indlederen gav Overkapitaliseringen ved Dannelsen af Aktieselskaber et videre Omfang end berettiget. Det kunde ikke indrømmes, at Anskaffelsesværdien var den reelle Værdi; Anskaffelsesværdien kunde være større end den reelle Værdi (f. Eks. hvis man byggede et Hus for dyrt), men den kunde ogsaa være mindre end den virkelige Kapitalværdi; denne sidste maatte

beregnes ved at kapitalisere Udbyttet, og om Overkapitalisering var der kun Tale, hvor man paa dette Punkt viste Letsindighed.

I sine Slutningsbemærkninger indrømmede Indlederen overfor Kontorchef Meyer, at det kunde være meget tvivlsomt, hvad der rettest burde anses for Overkapitalisering; det kom an paa, fra hvilket Synspunkt man bedømte Sagen; Taleren var for sit Vedkommende mest tilbøjelig til at søge den egentlige Værdi i Reproduktionsomkostningerne.
