

# KONCERNDANNELSE PAA EJENDOMS- MARKEDET UNDER PENGERIGELIGHEDEN

AF ERIK MORTENSEN

## I. *Indledning.*

**G**ENNEM Loven om midlertidig Begrænsning af Adgangen til at tinglyse Gæld paa fast Ejendom og Loven om Erhvervelse af fast Ejendom har det været Lovgivningsmagtens Ønske at modvirke en uholdbar Stigning i Priserne paa fast Ejendom, fremkaldt ved den ekstraordinære Stigning i Indkomster og Likviditet under Krigen.

Allerede forinden Forslaget til Gældsbegrænsningsloven var fremsat i Rigsdagen, havde Indenrigsministeriet rettet en Hensstilling<sup>1)</sup> til Kredit- og Hypotekforeningerne om i deres Laanepolitik at tage størst muligt Hensyn til den af Regeringen og Nationalbanken fulgte Penge- og Kreditpolitik og særlig understreget, at en Konjunkturbelaaning af ældre Ejendomme burde undgaas. Indenrigsministeriet pegede bl. a. paa, at Kreditinstitutterne ikke burde respektere den forbigaaende Stigning af Priserne paa visse Beboelsesejendomme eller Landbrugsejendomme »og navnlig ikke, saafremt denne maa søge sin Aarsag i Ængstelse hos visse Grupper af det kapitalanlæggende Publikum med Hensyn til Fremtidsudviklingen for Landets Penge- og Kreditvæsen«.

Nationalbanken fremkom umiddelbart herefter med en Anmodning<sup>2)</sup> til Indenrigsministeriet om i Overensstemmelse med de af Banken forud for Nedsættelsen af Diskontoen den 22. Maj 1940 fremsatte Synspunkter at gennemføre særlige Lovgivningsforanstaltninger med Hensyn til Begrænsningen af Adgangen til en for-

---

<sup>1)</sup> Skr. af 22/6 1940. Bilag 1 til Lovforslaget. Rigsdagstidende 1939/40. Tillæg A. Sp. 5053.

<sup>2)</sup> Skr. af 9/7 1940. Bilag 2, Sp. 5055.

# KONCERNDANNELSE PAA EJENDOMS- MARKEDET UNDER PENGERIGELIGHEDEN

AF ERIK MORTENSEN

## I. *Indledning.*

**G**ENNEM Loven om midlertidig Begrænsning af Adgangen til at tinglyse Gæld paa fast Ejendom og Loven om Erhvervelse af fast Ejendom har det været Lovgivningsmagtens Ønske at modvirke en uholdbar Stigning i Priserne paa fast Ejendom, fremkaldt ved den ekstraordinære Stigning i Indkomster og Likviditet under Krigen.

Allerede forinden Forslaget til Gældsbegrænsningsloven var fremsat i Rigsdagen, havde Indenrigsministeriet rettet en Hensstilling<sup>1)</sup> til Kredit- og Hypotekforeningerne om i deres Laanepolitik at tage størst muligt Hensyn til den af Regeringen og Nationalbanken fulgte Penge- og Kreditpolitik og særlig understreget, at en Konjunkturbelaaning af ældre Ejendomme burde undgaas. Indenrigsministeriet pegede bl. a. paa, at Kreditinstitutterne ikke burde respektere den forbigaaende Stigning af Priserne paa visse Beboelsesejendomme eller Landbrugsejendomme »og navnlig ikke, saafremt denne maa søge sin Aarsag i Ængstelse hos visse Grupper af det kapitalanlæggende Publikum med Hensyn til Fremtidsudviklingen for Landets Penge- og Kreditvæsen«.

Nationalbanken fremkom umiddelbart herefter med en Anmodning<sup>2)</sup> til Indenrigsministeriet om i Overensstemmelse med de af Banken forud for Nedsættelsen af Diskontoen den 22. Maj 1940 fremsatte Synspunkter at gennemføre særlige Lovgivningsforanstaltninger med Hensyn til Begrænsningen af Adgangen til en for-

---

<sup>1)</sup> Skr. af 22/6 1940. Bilag 1 til Lovforslaget. Rigsdagstidende 1939/40. Tillæg A. Sp. 5053.

<sup>2)</sup> Skr. af 9/7 1940. Bilag 2, Sp. 5055.

øget Behæftelse af faste Ejendomme, idet Henvendelsen til Kreditinstitutterne ikke kunde anses for tilstrækkelig.

Nationalbanken gjorde opmærksom paa, at den forventede Udvikling henimod Pengerigelighed kunde befrygtes at medføre en Stigning i Ejendomspriserne af ren pengemæssig Karakter og uden Modstykke i Ejendommenes virkelige Afkastningsevne. Banken hævdede, at Interessen for Placering af Penge i fast Ejendom allerede paa daværende Tidspunkt havde fremkaldt en synlig Tendens til Stigning i Priserne, og den lettere Adgang til at opnaa Laan i Forbindelse med den betydelige Opgang i Obligationskurserne gjorde det fristende for Køberne at gaa med til de stigende Priser.

Den 18. Juli 1940 fremsatte Indenrigsministeren sit Forslag til Lov om midlertidig Begrænsning af Adgangen til at tinglyse Gæld paa fast Ejendom og den 2. August 1940 blev Forslaget med enkelte Ændringer ophøjet til Lov, der siden stadig er blevet fornyet ved Gyldighedens Ophør. Loven indfører Begrebet Laanegrænse, der i Forslaget var defineret ens for Landbrugsejendomme og andre Ejendomme, men som i Loven blev sat til 100 pCt., resp. 90 pCt. af Ejendommens Vurderingssum til Ejendomsskyld efter Fradrag i Vurderingssummen af det Beløb, hvoraf der svares Grundstigningsskyld i Henhold til Lov af 20. Maj 1933. Ved Familiesalg forhøjes Laanegrænsen til 110 pCt. for Landbrugsejendomme og til 100 pCt. for andre Ejendomme. For Landbrugsejendomme, der pantsættes med Besætning og Inventar, forhøjes Laanegrænsen med 100 pCt. af den ved den senest foretagne Skatteansættelse ansatte Værdi af Ejendommens Besætning og Inventar. Hovedbestemmelsen i Loven er den, at Tinglysning af Gæld paa fast Ejendom fremtidig kun kan finde Sted, for saa vidt og i det Omfang Gælden med Tillæg af foranstaaende Hæftelser ikke derved kommer til at overstige Ejendommens Laanegrænse.

En detailleret Redegørelse for Lovens Indhold saavel som et Forsøg paa at vurdere dens Betydning som Helhed eller Mulighederne for dens Omgaaelse falder uden for de her stillede Rammer, hvor det blot indledningsvis skal fastslaas, hvilke Maal Lovgivningen om fast Ejendom under Krigen har haft for Øje, og hvilke Midler den har betjent sig af.

Med den stigende Forøgelse af Pengerigeligheden blev Begrænsningen i Pantsætningsfriheden naturligvis af aftagende Betydning. Indkomststigningen saavel i Landbruget som i visse Grene af Industrien og ved Handel og Entreprenørvirksomhed medførte en

forstærket Efterspørgsel efter fast Ejendom, og i samme Retning virkede den ekstraordinære Likviditet i de Grene af Næringslivet, hvor Lagermindskningen frigjorde Driftskapital. I sidste Fald rettede Efterspørgselen sig ofte mod større Beboelsesejendomme i Byerne. En Række Industriaktieselskaber har saaledes foretrukket at anbringe ledige Midler ved direkte Køb af fast Ejendom i Byerne i Stedet for ved Køb af Obligationer. Det siger sig selv, at i disse Tilfælde er Begrænsningen i Pantsætningsretten uden større Betydning, og det har ogsaa været Tilfældet ved mange af de senere Aars Køb af Landbrugsejendomme, hvor nyskabte Formuer skulde placeres. Der opstod derfor en stærk Stemning for at gennemføre videregaaende Restriktioner i Omsætningen af fast Ejendom, og det var i Landbrugskrise først og fremmest et udbredt Ønske at forhindre Landbrugsejendommens Afhændelse til Personer, der ikke tidligere havde haft direkte erhvervsmæssig Tilknytning til Landbruget.

I den af »Professorudvalget« i Marts 1943 afgivne Betænkning<sup>1)</sup> om Foranstaltninger mod Inflation fremhævedes Nødvendigheden af yderligere Foranstaltninger mod stigende Ejendomspriser. Ud over de stillede Forslag til Pengerigelighedens Formindskelse i Almindelighed, herunder en ekstraordinær Grundskyld paa Landbrugsejendomme, fandt Udvalget det »tvingende nødvendigt« tilige at gennemføre særlige Foranstaltninger vedrørende Omsætningen af Landbrugsejendomme f. Eks. ved en særlig kraftig Omsætningsafgift, der skulde udredes af Køberen ved Køb af en Landbrugsejendom i almindelig fri Handel (altsaa ikke ved Familiealg), og som direkte skulde tilsigte at standse Omsætningen foreløbig. Udvalget udtalte endvidere Ønsket om, at det over for de Pengeinstitutter, der giver Laan i fast Ejendom, indskærpedes, at Finansiering af Prisforhøjelsen af faste Ejendomme ikke bør finde Sted, jvf. den førnævnte Henvendelse fra Indenrigsministeriet til Kredit- og Hypotekforeningerne i 1940. Endelig foreslog Udvalget en Skærpelse af Maksimumsgrænsen for Belaaning af faste Ejendomme for derigennem at imødegaa Faren for, at Ejendommene under den herskende Pengerigelighed blev belastet med for stor Gæld.

---

<sup>1)</sup> Udvalg, nedsat af Finansministeren den 30. Januar 1943 til Overvejelse af Foranstaltninger til Imødegaaelse af den truende Inflationsfare. Nat.øk. Tidsskr. 1943. 4. Hefte.

Hverken Forslagene om ekstraordinær Grundskyld eller om en rent prohibitiv Omsætningsafgift blev taget op af Regeringen, og heller ikke Ønsket om en Skærpelse af Belaaningsreglerne blev taget til Følge. Derimod fremsatte Indenrigsministeren i Maj 1943 Forslag til Lov angaaende Erhvervelse af fast Ejendom, og dette Forslag, der den 8. Juli blev ophøjet til Lov, omfattede saavel Landbrugsejendomme som andre Ejendomme. Formaalet med Loven var at forhindre i første Række saadanne Ejendomshandeler, som alene tilsigtede en midlertidig Pengeanbringelse i Ejendommen fra Købers Side, og endvidere Aktieselskabers eller Interessentskabers Ejendomserhvervelse. For Landbrugsejendomme var det tillige Lovens Formaal at forhindre Handel med »afklædte« Ejendomme og Salg af Ejendomme til Købere, som ikke gennem direkte Erhvervsudøvelse eller ved Uddannelse til praktisk Landbrugsvirksomhed kunde betragtes som Landbrugere.

Ved Salg af Ikke-Landbrugsejendomme til Enkeltpersoner kræves der kun Tilladelse, saafremt Sælgers Adkomst er tinglyst den 28. Maj 1943 eller senere og der ved Anmeldelse til Tinglysning af Køberens Skøde ikke er forløbet 2 Aar fra Tinglysningen af Sælgerens Adkomst. Derimod gør Loven som Hovedregel Selskabers Ejendomserhvervelse betinget af Tilladelse fra et af Indenrigsministeren nedsat Udvalg, ligesom der i alle Tilfælde kræves Tilladelse, saafremt en fast Ejendom indskydes i et Aktieselskab, Interessentskab el. lign. Dette skyldes formodentlig, at man har villet forhindre en fortsat Udvikling af den Tendens, der har kunnet spores hos større Selskaber til at anbringe ledige Kapitaler i Beboelsesejendomme i Stedet for i Obligationer eller andre Kronekrav. I Lovens § 2, Stk. 2, er det yderligere fastslaaet, at Selskabers Køb af fast Ejendom kun bør tillades, naar ganske særlige Grunde taler derfor. Om Selskaber, hvis Hovedformaal er at eje fast Ejendom, siges, at det som Vilkaar for Tilladelse til at faa Adkomsten tinglyst kan stilles, at Aktierne eller Andelsbeviserne noteres paa Navn, samt at der i Aktierne eller Beviserne optages en Bestemmelse om, at Overdragelse eller Pantsætning af disse er ugyldig uden Tilladelse.

Disse Lovbestemmelser tager kun Sigte paa at hindre eller i hvert Fald bremse Selskabers Erhvervelse af Ejendomme fra Enkeltpersoner, men angaar ikke Omsætning af fast Ejendom fra et Selskab til et andet ved Salg af Aktierne eller ved Overdragelse af samtlige Aktiver og Passiver, jvf. Aktieselskabslovens § 70. Af

Bemærkningerne<sup>1)</sup> til Lovforslaget fremgaar klart, at man fra Indenrigsministeriets Side alene har ment at kunne forhindre, at Ejendomme fremtidigt i »unaturligt« Omfang overdrages Selskaber og Firmaer, hvorimod man ikke har ment at kunne forhindre bestaaende Selskaber i at afhænde Ejendomme til andre ved Salg af Aktierne eller ved Sammensmeltning af et Selskab med et andet. Afhændelse til andre Selskaber eller Firmaer ved Udstedelse af Skøde samt Afhændelse til Enkeltpersoner er derimod undergivet ganske de samme Regler, som hvis Sælgeren var en Enkeltperson. Det synes, som om man mere har lagt Vægt paa at forhindre, at Ejendomme, tilhørende Enkeltpersoner, blev afhændet til Selskaber end paa at forhindre Ejendommens Omsætning i det hele taget, skønt det fra de pengepolitiske Synspunkter vel maatte være det sidste, der var afgørende. Lovteknisk skulde det nok have været muligt at udvide Kontrollen ved Krav om Godkendelse fra Indenrigsministeriet af alle Sammensmeltninger i Henhold til Aktieselskabslovens § 70 eller af enhver Form for Kapitaludvidelse i bestaaende Ejendomsselskaber, uanset om det sker ved Aktieemission, Optagelse af Partialobligationslaan eller almindelige Obligationslaan inden for Pantsætningsgrænsen.

Da Prisudviklingen for Landbrugsejendomme saa afgjort har udgjort Hovedmotivet for den ekstraordinære Lovgivning om fast Ejendom under Krigen, er det muligt, at man ikke har ofret Omsætningen af de større Byejendomme, som fortrinsvis ejes af Selskaber, fornøden Interesse, uanset at de af Nationalbanken allerede i Juli 1940 fremsatte Betragtninger, jvf. foran, i lige saa høj Grad maatte gælde Bolig- og Forretningsejendomme som Landbrugsejendomme. Som det i det følgende skal paavises, har den Form for Erhvervelse af Ejendomme, hvortil Loven har ladet Selskaberne have fri Adgang, spillet en større Rolle, end man

<sup>1)</sup> Rigsdagstidende 1942/43 Tillæg A, Sp. 5101.

..... »Medens Kontrollen med Ejendommens Omsætning, naar disse ejes af Enkeltpersoner eller anpartsvis af Enkeltpersoner, kan ske gennem Tinglysningsvæsenet, vil en fast Ejendom, naar den ejes af et Aktieselskab el. lign., kunne omsættes ved en Overdragelse af Aktierne. Ligeledes vil en Ejendom, der ejes af et Interessentskab (Firma) kunne overdrages gennem Ind- og Udtræden af Interessentskabet. Man har imidlertid ikke ment at kunne skride til en Kontrol med Omsætningen af Aktierne i de Selskaber, der allerede nu ejer faste Ejendomme, men man har i Forslaget optaget Bestemmelser, der tilsigter at forhindre, at Ejendommene fremtidigt i unaturligt Omfang — særlig med det Formaal at omgaa Loven — overdrages til Selskaber og Firmaer« .....

antagelig fra Myndighedernes Side har regnet med. Selskabernes Betydning er formentlig begrænset til de større Boligkomplekser i de større Byer, og Undersøgelsen indskrænker sig i det følgende til Hovedstaden.

## II. Statistik over Omsætning af fast Ejendom i Hovedstaden.

Til Belysning af den samlede Omsætning af fast Ejendom i Hovedstaden anføres her Antal Salg og den totale Købesum for hvert af Aarene 1938/43 i Procent henholdsvis af det samlede Antal Vurderinger og den samlede Vurderingssum i Hovedstaden ved Ejendomsskyldvurderingen i 1936.

Tabel I.

*Procentvis Omsætning af faste Ejendomme i Hovedstaden 1938/43.*

	1938	1939	1940	1941	1942	1943
Antal Salg i pCt. af Antal Ejendomme ved Vurderingen i 1936	6,5	6,1	5,7	6,4	7,7	7,1
Købesum for Jord og Bygninger i pCt. af samlet Vurderingssum ved Vurderingen i 1936 . . . . .	3,8	3,9	4,5	5,7	6,8	5,2

For 1943 var de absolutte Tal 3445 Salg med en Købesum for Jord og Bygninger paa 272 Mill. Kr., og som det fremgaar af de relative Tal i Tabellen, viste Omsætningen i 1943 et Brud paa den kontinuerte Stigning gennem de foregaaende Aar, muligvis netop som Følge af Loven af 8. Juli 1943.

De anførte Totaltal er dog ikke meget illustrerende for den Omsætning af større Ejendomskomplekser, der har overvejende Interesse fra finansielle og sociale Synspunkter. De omfatter ikke blot Salg i almindelig fri Handel, men ogsaa Familiesalg og »Andre Salg«, og de angaar saavel ubebyggede som bebyggede Ejendomme, herunder Villasalg og Salg af rene Forretningsejendomme.

Omsætningen af bebyggede Ejendomme i fri Handel omfattede i 1943 i Hovedstaden 2350 Salg med en samlet Købesum for Jord og Bygninger paa 177 Mill. Kr. Heraf falder 294 Salg med en Købesum paa 57 Mill. Kr. paa de blandede Beboelses- og Forretningsejendomme og 200 Salg med en Købesum paa 43 Mill. Kr. paa rene Beboelsesejendomme med mindst 4 Lejligheder. Det er disse to sidstnævnte Grupper, der omfatter den langt overvejende Del af den erhvervmæssige Forsyning med Boliger og

Forretningslokaler i Hovedstaden, og det er derfor Omsætningen og Prisudviklingen indenfor disse Ejendomsgrupper, der fortjener særlig Opmærksomhed. Ved Vurderingen i 1936 omfattede de, som det fremgaar af Tabel II, 34 pCt. af det samlede Antal private eller kommunale Ejendomme i Hovedstaden med Beboelse eller Forretningslokaler, men 73 pCt. af Vurderingssummen for disse Ejendomme.

Tabel II.

*Ejendomsskyldvurderingen 1936 i Hovedstaden.*

	Antal	Vurderingssum i Mill. Kr.
Samtlige private og kommunale Ejendomme med Beboelse eller Forretningslokaler . . . .	38087	3790,4
heraf:		
a) rene Beboelsesejendomme med mindst 4 Lejligheder . . . . .	2396	420,1
b) bl. Beboelses- og Forretningsejendomme	10596	2343,4
Større Ejendomme ialt (a + b) . . . . .	12992	2763,5
pCt. af samtlige . . . . .	34 pCt.	73 pCt.

Den aarlige Omsætning af Ejendomme i de her fremhævede Grupper er belyst i omstaaende Tabel III, der viser en anselig Stigning under Krigen indtil 1943, hvor der er en tydelig Nedgang, som endda er væsentlig stærkere end for alle Ejendomme under det, jvf. foran. At Gruppen er ret uensartet sammensat, fremgaar af Forholdet mellem Antal Salg og Købesum, der varierer stærkt fra Aar til Aar (se f. Eks. 1940 og 1941), men med en Undergrænse paa 4 Lejligheder medregner Statistiken naturligvis Ejendomme, som det var ønskeligt at kunne udskille af de her sammenstillede Grupper af »større« Ejendomme. I Oversigtens sidste Kolonner er anført — særskilt for rene Beboelsesejendomme og for blandede Beboelses- og Forretningsejendomme — hvor mange Procent de omsatte Ejendommers Købesum for Jord og Bygninger afviger fra de samme Ejendommers Vurderingssum. Stigningen i Ejendomspriserne, navnlig i 1942 og 1943, fremtræder særdeles tydeligt og motiverer en nærmere Undersøgelse.

Statistiken giver imidlertid et ret mangelfuldt Billede af den samlede Omsætning, idet den er knyttet til Tinglysningen af Skøder og ikke medregner den Omsætning, der formidles gennem Salg af Aktierne i bestaaende Ejendomsselskaber eller Overdragelse af samtlige Aktiver og Passiver fra et ejendomsbesiddende Aktiesel-



Tabel III.

*Omsætningen af større Ejendomme i Hovedstaden.*  
(Rene Beboelsesejendomme med mindst 4 Lejligheder + bl. Beboelses- og Forretningsejendomme).

	Antal Salg		Købesum for Jord og Bygninger		Købesum højere end de omsatte Ejendommers Vurderingssum	
	ialt	i pCt. af Vurderinger i Gruppen 1936	i Mill. Kr.	i pCt. af Gruppens Vurderingssum 1936	Beboelses-ejend. 4 Lejligheder pCt.	bl. Beboelses- og Forretningsejend. pCt.
1938.....	359	2,8	78,8	2,85	3,5	÷ 1,3
1939.....	351	2,7	81,3	2,94	4,7	1,0
1940.....	403	3,1	114,8	4,16	2,8	4,0
1941.....	505	3,9	114,0	4,13	3,9	0,9
1942.....	659	5,1	138,5	5,01	8,6	2,8
1943.....	494	3,8	99,9	3,62	12,5	8,7

skab til et andet. Naar fast Ejendom overdrages ved Udstedelse af Skøde, er Køberen pligtig til samtidig med Anmeldelsen af Skødet til Tinglysning at give forskellige Oplysninger om Handelen, herunder Købesum, Prioritetsforhold og Udbetaling<sup>1)</sup> og disse Indberetninger danner Grundlag for Statistiken. De Omsætningsformer, der ikke registreres i Statistiken, er altsaa de samme, som forbliver upaavirket af Loven angaaende Erhvervelse af fast Ejendom, og som har spillet en ret stor Rolle i Hovedstaden under Krigen. Vil man danne sig et Skøn over den samlede Omsætning af fast Ejendom til de af de ekstraordinære Forhold betingede Priser, maa man derfor paa anden Maade søge Oplysning om Aktieselskabers Transaktioner med faste Ejendomme.

### III. KEFAS-Koncernens Skabelse.

Ud fra den i Indledningen omtalte Opfattelse, hvorefter man ansaa det for ønskeligt at modvirke de ledige Penges Indtrængen paa Ejendomsmarkedet, har det formentlig i Tilslutning til den foretagne Paavisning af den gennemførte Lovgivnings Ufuldstændighed sin Interesse nærmere at belyse de Transaktioner, der under Udnyttelsen af Pengerigeligheden har fundet Sted med københavnske Ejendomme i de sidste Aar. Ved Undersøgelse af Aktieselskabsregistrets Materiale samt ved Gennemgang af Tingbøger og andet offentligt tilgængeligt Materiale, herunder Dagspressens Op-

<sup>1)</sup> Jvf. nu § 18 i Lov Nr. 108 af 31/3 1938 om Landsskatteret og Tilsyn med Skatteligning, tidl. § 17 i Lov Nr. 352 af 7/3 1922 om Beskatning til Staten af faste Ejendomme.

lysninger har Forfatteren forsøgt at skaffe sig et Indblik i de omfattende Ejendomstransaktioner og Kapitalplaceringer, som en Række nystartede Aktieselskaber under Ejendomsadministrations-selskabet Københavns Ejendoms Forvaltning K. E. F. A. S. A/S, har foretaget, og som med enkelte Undtagelser netop er sket under saadanne Former, at de ikke indgaar i Statistiken.

KEFAS blev stiftet i August 1940 med en Aktiekapital paa 40.000 Kr. i Aktier à 1000 Kr. Hver Aktie giver een Stemme paa Generalforsamlingen, og Selskabet har Forkøbsret ved Overdragelse. Som Formaal anføres: Administration, Forvaltning og Finansiering af Ejendomme. Aktiekapitalen er iflg. A/S-Registeret udvidet i November 1941 til 100.000 Kr., i Maj 1942 til 200.000 Kr. og i Marts 1943 til 400.000 Kr. Hovedposterne blandt Aktiverne er Værdipapirer, Aktier i oprettede Datterselskaber og overvejende Aktier med særlig Stemmeret, B-Aktier, der giver Ret til 15 Stemmer pr. 1000 Kr. mod kun een Stemme for ordinære A-Aktier. En saadan Deling mellem A- og B-Aktier er gennemført i alle de af KEFAS oprettede Datterselskaber, og gennem Besiddelsen af i hvert Fald den overvejende Del af B-Aktierne (mindst 90 pCt.) har Moder-selskabet sikret sig det faktiske Herredømme.

Datterselskaberne er De forenede Ejendomsselskaber, stiftet i Maj 1941, og Hovedstadens Ejendomsselskab, der i sin nuværende Form kan betragtes som oprettet i April 1943 efter Erhvervelse og Omdannelse af et ældre Ejendoms-selskab. Et i Februar 1942 oprettet Selskab: Storkøbenhavns Ejendomsselskab er i 1943 overtaget af Hovedstadens Ejendoms-selskab. Man støder ved forskellige Kapitaltransaktioner yderligere paa A/S IKVEM, et Selskab af ældre Oprindelse, der fra Marts 1942 har fuldstændig Bestyrelsesfællesskab<sup>1)</sup> med KEFAS, men hvis Funktion som Led i Koncernen synes noget uklar.

De forenede Ejendomsselskaber<sup>2)</sup> stiftedes med en Aktiekapital paa 200.000 Kr. Et halvt Aar senere, November 1941, udvidedes Kapitalen til 600.000 Kr. og ved en Emission i Maj 1942 udvidedes den med en Million Kr. til ialt 1.600.000, heraf 80.000 Kr. B-Aktier mod 1.520.000 Kr. A-Aktier. Ved Sammensmeltning med en Række ældre Ejendomsselskaber i September 1942 blev Aktiekapitalen forhøjet til 5 Mill. Kr., hvoraf 250.000 Kr. B-Aktier. Disse 5 pCt. af Aktiekapitalen havde en Stemmevægt paa 44 pCt. under Forudsætning af, at samtlige A-Aktier afgav Stemme. Erfaringsmæssigt kan man imidlertid regne med, at ikke alle Aktionærer møder paa Generalforsamlingen, i Særdeleshed da A-Aktier kun giver Stemmeret,

<sup>1)</sup> Bestyrelsen bestaar dog kun af 3 Medlemmer. Formanden for K. E. F. A. S. er ogsaa Formand for A/S IKVEM.

<sup>2)</sup> I det følgende betegnet F. E. A/S.

hvis de i mindst 6 Maaneder har været noteret paa Navn i Selskabets Bøger. Aktionærer har iøvrigt kun Adgang til Generalforsamlingen, hvis de forud paa Selskabets Kontor har afhentet Adgangskort lydende paa Navn. B-Aktiernes faktiske Stemmevægt kan derfor stige en Del over de 44 pCt. Som Følge af en Aktion fra A-Aktionærernes Side er Antallet af B-Aktier forinden Regnskabsaflæggelsen pr. 31. Marts 1944 nedbragt til 100.000 Kr. (2 pCt. af Aktiekapitalen), idet 150.000 overførtes til A-Aktierne. Stemmevægten for B-Aktierne reduceredes herved fra 44 pCt. til 24 pCt. Minimum, beregnet under Forudsætning af, at alle A-Aktionærerne afgiver Stemme og uafhængigt af B-Gruppen. Et Krav fra A-Aktionærerne om fuldstændig Afskaffelse af Aktier med særlig Stemmeret lod sig derimod ikke gennemføre, skønt særlige Aktiesystemer ikke skulde anses for paakrævede, saafremt Administrationselskabet KEFAS' Interesse alene var begrænset til at sikre sig Administrationen af Datterselskabernes Ejendomme, og saafremt Ejendomsforvaltningen sker paa en for Aktionærerne betryggende Maade.

Foruden ved de gentagne Udvidelser af Aktiekapitalen har Selskabet skaffet sig Virkemidler ved Optagelse af en Række betydelige Partialobligationslaan i Løbet af Regnskabsaaret 1942/43. Bortset fra det første, der var et 5 pCt.s Laan, som er blevet konverteret til  $4\frac{1}{2}$  pCt. i 1944, har Partialobligationslaanene alle været  $4\frac{1}{2}$  pCt.s Laan. Restgælden paa disse Laan udgjorde ifølge Status pr. 31. Marts 1944 1.591.000 Kr., hvoraf 178.000 Kr. er dækket ved Pantebreve i andre Ejendomme end Selskabets. Selskabets Bestand af Ejendomme var bogført til 25 Mill. Kr. mod en Ejendomsskyldværdi paa 19 Mill. Kr. Behæftelsen beregnet paa Basis af Status udgjorde 84 pCt. af Ejendomsskyldværdien.

Formaalet er ifølge Vedtægterne i første Række Anlæg af Pengemidler i fast Ejendom, herunder Køb, Administration og evt. Realisation af Aktier i Ejendomsselskaber, samt Finansiering af og Udlaan (herunder Køb af Pantebreve) til Ejendomsselskaber, hvori Selskabet er Aktionær. Administrationen er dog uanset Formaaalsparagraffen overladt KEFAS. Bestyrelsen bestaar af 6 Medlemmer, hvoraf de 5 har Sæde i KEFAS Bestyrelse, mens 4 af Medlemmerne gaar igen i Bestyrelsen for det andet Datterselskab, Hovedstadens Ejendomsselskab A/S. Den ene af Moderselskabets Direktører er tillige Enedirektør i de 2 Datterselskaber.

Hovedstadens Ejendomsselskab A/S<sup>1)</sup>, hvis Finansieringsforhold og Ejendomserhvervelser skal belyses noget mere indgaaende, er Resultatet af to betydelige Fusioner af bestaaende Ejendomsselskaber i Løbet af 1943. Efter at KEFAS har erhvervet Interesser i A/S Birkedommergaarden, ændres Navnet i April 1943 til Hovedstadens Ejendomsselskab A/S, og Formaaalsparagraffen bringes paa Linie med F. E. A/S's, dog at Finansiering og Udlaan ikke udtrykkelig begrænses til Ejendomsselskaber, hvori Selskabet er Aktionær, men blot til fast Ejendom. Der sker en betydelig Udvidelse af Aktiekapitalen fra 60.000 Kr. til 360.000 Kr. i April

<sup>1)</sup> I det følgende betegnet som H. E. A/S.

1943<sup>1)</sup> og allerede i Maj samme Aar til 1.050.000 Kr. Systemet med A- og B-Aktier indføres ogsaa her, og B-Aktierne har 15 Gange større Stemmevægt end A-Aktier med samme Paalydende. Endvidere gælder, at Selskabet har Forkøbsret til B-Aktierne, og at disse skal være noteret paa Navn i Selskabets Bøger. Af Bestyrelsens 5 Medlemmer er 3 Gengangere fra KEFAS og 4 fra F. E. A/S.

Samtidig med at KEFAS har erhvervet Interesser i det gamle A/S Birkedommergaarden, har det skaffet sig Majoriteten i en Række andre ældre Ejendomsselskaber, hvor Personer fra KEFAS overtager Ledelsen og faar vedtaget Beslutning om Overdragelse af Aktiver og Passiver til H. E. A/S, jvf. § 70 i Aktieselskabsloven. I November samme Aar vedtages tilsvarende Forslag om Overdragelse til H. E. A/S af Aktiver og Passiver i det foran omtalte Datterselskab Storkøbenhavns Ejendomsselskab A/S<sup>2)</sup>, der var stiftet af KEFAS i Februar 1942 med en Aktiekapital paa 1 Mill. Kr., samt i yderligere 2 bestaaende Selskaber, hvoraf Ejendomsaktieselskabet »Sundet« var det betydeligste.

Selskabets Tilblivelse gennem Emissioner og Fusioner kan herefter belyses gennem følgende Oversigt:

Aktiekapital i A/S Birkedommergaarden	60.000 Kr.	
Udvidelse April 1943 ved Navneskiftet .....	300.000 »	360.000 Kr.
<b>Fusion I April 1943.</b>		
A/S Fordreshus, Aktiekapital .....	300.000 Kr.	
A/S Grøndalshus, Aktiekapital .....	150.000 »	
A/S Gl. Kongevejsgaarden, Aktiekapital .....	500.000 »	
A/S Brigadegaarden, Aktiekapital .....	500.000 »	1.450.000 Kr.
Samlet Aktiekapital pr. 20. April 1943 .....	1.810.000 Kr.	
Emission Maj 1943 .....	690.000 »	
Samlet Aktiekapital ultimo Maj 1943 .....	2.500.000 Kr.	
<b>Fusion II November 1943.</b>		
Storkøbenhavns Ejendomsselskab A/S,		
Aktiekapital .....	1.000.000 Kr.	
Ejendomsaktieselskabet Sundet, Aktiekapital..	450.000 »	
Ejendomsaktieselskabet af 20. Juli 1938,		
Aktiekapital .....	50.000 »	1.500.000 Kr.
		Ialt Aktiekapital ultimo 1943.... 4.000.000 Kr.

<sup>1)</sup> Ifølge Aktieselskabsregistret havde Aktiekapitalen i A/S Birkedommergaarden været uændret siden December 1934, da den blev udvidet fra 30.000 til 60.000 Kr.

<sup>2)</sup> I det følgende betegnet som S. E. A/S.

Selskabets Bestand af Ejendomme er bogført til 10,2 Mill. Kr. mod en Ejendomsskyldværdi paa 9,3 Mill. Kr. Behæftelsen beregnet ud fra Status udgør 78 pCt. af Ejendomsskyldværdien.

En Undersøgelse af de sammensluttede Selskabers Kapitalforhold viser, at der umiddelbart før Sammensmeltningen, men efter at KEFAS har sikret sig Ledelsen, er foretaget en betydelig Udvidelse af Aktiekapitalen, ganske som i A/S Birke-dommergaarden. I Aktieselskabsregistret er saaledes i Marts 1943 registreret følgende Udvidelse af Aktiekapitalen i de af Fusion I omfattede Selskaber: A/S Fordreshus fra 90.000 til 300.000 Kr., A/S Grøndalshus fra 46.000 til 150.000 Kr., A/S Brigadegaarden fra 96.725 Kr. til 500.000 Kr. og A/S Gl. Kongevejsgaarden fra 100.000 til 500.000 Kr., sidstnævnte dog i December 1942. Af de 2,5 Mill. Kr.s Aktiekapital ultimo Maj 1943 var 2,1 Mill. Kr. nytegnede Kapital, uden at Selskabernes Bestand af Ejendomme var forøget.

Af de under Fusion II omfattede Selskaber havde A/S Sundet ved Emission i November 1943 gennemført en Udvidelse af Aktiekapitalen fra 109.000 Kr. til 450.000 Kr., og S. E. A/S var som tidligere anført stiftet i Februar 1942 med en Aktiekapital paa 1 Mill. Kr. For sidstnævnte Beløb var dog erhvervet nye Aktiver i de af Selskabet overtagne Ejendomme, men Værdien heraf stod ingenlunde i Forhold til den store Aktiekapital. Det kan saaledes anføres, at Aktiekapitalen udgjorde 58 pCt. af Ejendomsskyldværdien af de erhvervede Ejendomme mod henholdsvis 43 pCt. og 26 pCt. i H. E. A/S og F. E. A/S ved sidste Statusopgørelse efter Sammensmeltningerne.

De foretagne Udvidelser, der som nævnt beslattes og gennemføres af KEFAS Repræsentanter, er næsten alle sket til Pari eller 2 pCt.s Overkurs, men samtidig er der ud over Stempelafgift og Registreringsgebyr betalt et Konsortium, repræsenteret ved KEFAS, 4 pCt. af Tegningsbeløbene i Provision for at garantere Tegningen. Selv ved Emissionen af 300.000 Kr. nye Aktier i H. E. A/S, hvoraf de 75.000 Kr. var B-Aktier, som paa Forhaand var overtaget af KEFAS, er der beregnet 4 pCt. Garantiprovision af hele Tegningsbeløbet, nemlig til KEFAS af de 225.000 Kr. A-Aktier og til det tidligere omtalte A/S IKVEM af de af KEFAS fast overtagne B-Aktier. Tegningsretten har været knyttet til de gamle Aktier i Selskaberne, bortset fra H. E. A/S's Emission i Maj 1943, hvor 190.000 af de 690.000 Kr. nytegnede A-Aktiekapital var Genstand for offentlig Tegning til Kurs 108. Af denne Emission er der undtagelsesvis kun beregnet 2 pCt. Garantiprovision til KEFAS.

Selv om den tilførte Aktiekapital i fuld Udstrækning var anvendt til Indfrielse af de dyrere Prioriteter — hvad ikke synes at være Tilfældet, jvf. nedenfor — maatte Udvidelse af Aktiekapitalen til Kurser, der ikke opretholder Relationen mellem Aktiekapital og Reserver, betyde en Forringelse af Aktiernes Værdi, og det maa derfor være berettiget at betegne det skete som en Udsvælgning. Om man uddeler Friaktier eller Aktier til Underkurs er jo kun en Gradsforskel.

For 2 af de opslugte Selskabers Vedkommende kendes den af Koncernen foretagne Vurdering af Aktiernes Værdi før Kapitaludvidelsen. Af Dommen i Straffesagen mod bl. a. den tidligere Formand i A/S Brigadegaarden, der blev dømt for Modtagelse af Returkommission i Forbindelse med Overdragelse af Aktierne til KEFAS, fremgaar, at Overdragelseskursen var 150, men at Aktierne ifølge Anklagemyndighedens Paastand kunde være afhændet til anden Side til Kurs 160<sup>1)</sup>. Overdragelsen til Kurs 150 maa antages at være gennemført i November 1942, og det er i Marts 1943, at der nytægnes 403.000 Kr. til Kurs 100, idet der for hver Aktie paa 100 Kr. nytægnes 400 Kr. Hvis man kan gaa ud fra, at Kurs 150 har været et Udtryk for den »sande Værdi«, og man til den herudfra beregnede Værdi af den gamle Aktiekapital 145.088 Kr. ( $96.725 \times 1,5$ ) lægger den nytegnede Kapital (med et Fradrag paa 6 pCt. til Dækning af Tegningsomkostninger og KEFAS Garantiprovision) 379.079 Kr., faar man en beregnet Værdi af ialt 524.167 Kr. svarende til den nominelle Aktiekapital paa 500.000 Kr., hvis beregnede Kurs herefter kan ansættes til 105, alt andet lige. Aktierne ombyttes ved Sammensmeltningen i April 1943 med Aktier i H. E. A/S, hvis Kurs i Begyndelsen af Maj, da den første Gang ses angivet under unoterede Papirer, var 115. Da Hovedparten af Emissionen

<sup>1)</sup> »..... tiltales ... .. til at lide Straf for:

principalt Mandatsvig efter Straffelovens § 280 ved som Medlemmer af Bestyrelsen for Aktieselskabet »Brigadegaarden« indtil den 22. November 1942 at have handlet mod det af dem ledede Selskabs Tarv, idet Tiltalte N. N. i August 1942 med Tilslutning af de øvrige Tiltalte har truffet Aftale med Københavns Ejendomsforvaltnings Aktieselskab om Støtte til dettes Overtagelse af Aktieselskabet »Brigadegaarden«s Aktier til Kurs 150 mod en nærmere fastsat Godtgørelse, i Henhold til hvilken Aftale Tiltalte N. N. ialt har faaet udbetalt 10.150 Kroner, hvoraf han selv har oppebaaret 7.750 Kroner, medens de øvrige Tiltalte hver har oppebaaret 800 Kroner, og der paaførtes Aktionærerne i »Brigadegaarden« Tab, idet Aktierne paa dette Tidspunkt kunde have været solgt til Kurs 160,

subsidært for Overtrædelse af Straffelovens § 299 Nr. 2 ved at have modtaget de fornævnte Godtgørelser, der har været holdt skjult for Aktionærerne i »Brigadegaarden«.

..... ubetænkeligt at ..... slaa fast, at Tiltalte har truffet Aftale med K. E. F. A. S. allerede i August 1942 og i Henhold hertil arbejdet for K. E. F. A. S.'s Overtagelse af Aktierne i Selskabet, og modtaget det ovennævnte Beløb som Vederlag herfor.

Det findes derimod betænkeligt at anse det for godtgjort, at der er paaført Aktionærerne i Selskabet noget Tab og i hvert Fald at anse det for godtgjort, at dette har staaet Tiltalte klart, og Tiltalte vil derfor, idet det maa anses for fastslaaet, at den af Tiltalte oppebaarne Fordel er holdt skjult for Aktionærerne, være at anse i Overensstemmelse med den subsidiære Paastand.«

som Følge af, at Tegningsretten var knyttet til de gamle Aktier, er blevet tegnet af Koncernen og eventuelle bagved staaende Interesser, har der for denne Inderkres været en betydelig Fortjeneste ved at gennemføre Sammensmeltningen, især naar man tager senere Kursstigning efter Sammensmeltningen i Betragtning.

For A/S Sundet foreligger mere detaljerede Oplysninger. Den gamle Aktiekapital paa 109.000 Kr. var delt i en Gruppe Haandværkeraktier paa 55.000 Kr. og Lejeraktier til et Beløb af 54.000 Kr. (300 Kr. pr. Stk.). I Efteraaret 1942 erhvervede KEFAS Haandværkeraktierne (Kursen ubekendt), overtog Administrationen og tilbød Lejerne at afkøbe dem deres Aktier til Kurs 175. De overtagne Aktier noteredes paa Navn for A/S IKVEM. Efter nogen Modstand<sup>1)</sup> erhvervede KEFAS ogsaa en Del af Lejeraktierne, og Aktiemajoriteten besluttede paa ekstraordinær Generalforsamling den 26. November 1943 at udvide Aktiekapitalen fra 109.000 Kr. til 450.000 Kr., saaledes at der for hver Aktie paa 300 Kr. kunde nytegnes 900 Kr., mens 14.000 Kr. samt det Beløb, der ikke tegnedes af de gamle Aktionærer indenfor deres Tegningsret, var fast overtaget af et Konsortium repræsenteret af H.E. A/S<sup>2)</sup>. I en Forhaandsmeddelelse blev det meddelt, at saafremt de hidtidige Aktionærer ikke maatte ønske at tegne nye Aktier, vilde de kunne sælge deres Tegningsret, for hvilken H.E. A/S var villig til at tilbyde en Kurs af 40 pCt., d. v. s. 120 Kr. kontant for 300 Kr. Aktier. Paa tilsvarende Maade som for A/S Brigadegaarden beregner vi Værdien af Aktierne efter Emissionen som Gennemsnit af Kursen af de gamle Aktier og Emissionskursen med Fradrag af Omkostninger. For Lejeraktierne havde KEFAS som foran nævnt budt Kurs 175 og Emissionskursen var 102, hvoraf »Overkursen« i dette Tilfælde synes at dække Omkostningerne. Om Garantiprovision foreligger intet. Vi har da 109.000 Kr. Aktiekapital à 1,75<sup>3)</sup> = 190.750 Kr. og 341.000 Kr. à 100 = 341.000 Kr. eller tilsammen 450.000 Kr. nominal Aktiekapital med en beregnet Kursværdi 531.750 Kr. eller Kurs 118, hvad der svarer til den Kurs, hvortil H.E. A/S's Aktier handledes i December 1943. Dette er af Betydning, idet der den 13. December 1943 besluttedes Sammensmeltning af A/S Sundet med H.E. A/S, mod at Aktionærerne i Sundet faar deres Aktier ombyttet med Aktier i H.E. A/S til samme paalydende Beløb. Kapitaludvidelsen er saaledes sket i et Omfang og til en Kurs, der sikrer omtrent samme »Vandstand« i de to Selskaber. For Aktionærer, der benytter Tegningsretten, er der for saa vidt intet sket, bortset fra Tab af Emissionsomkostningerne. Men hvad med de gamle Lejer-Aktionærer, der ikke har ønsket eller ikke med den meget korte Frist har kunnet skaffet Penge til at nytegne tre Gange saa stor Kapital, som de besad Aktier til? De ejede efter Sammensmeltningen Aktier med Kurs 118 mod oprindelig Kurs 175. For en Lejeraktie paa de

<sup>1)</sup> I Skrivelse af 20/3 1943 fra KEFAS til Beboerne i Ejendommen »Sundet« hedder det bl. a., »som Repræsentanter for Aktiemajoriteten i Selskabet garanterer vi paany de Beboere, der har solgt deres Aktier, at deres Stilling ikke er forringet, snarere det modsatte«.

<sup>2)</sup> Tegningsindbydelsen var dateret den 26. November 1943, samme Dag som Generalforsamlingen, og Tegningen skulde finde Sted den 27. November Kl. 10—12 paa H. E.s Kontor.

<sup>3)</sup> Det forudsættes her, at Kurs 175 var et korrekt Udtryk for alle de gamle Aktiers Omsætningsværdi.

sædvanlige 300 Kr. var der saaledes sket et Fald i Værdi fra 525 Kr. til 354 Kr. eller med 171 Kr., hvorfra gaar 120 Kr., saafremt Tegningsretten rettidig blev solgt til H. E. A/S. For dette Selskab derimod var det en god Forretning at betale 120 Kr. for Retten til at tegne 900 Kr. ny Aktiekapital til Kurs 102. Disse Aktier stod jo H. E. i 1038 Kr. (918+120), d. v. s. svarende til Kurs 115 og Omsætningskursen var som ovenfor anført ca. 118<sup>1)</sup>.

Gennem de indviklede, men fint udtænkte Emissions-Transaktioner, hvoraf de her fremdragne næppe er de mest interessante, men blot af tilfældige Grunde de bedst belyste, synes der at være skabt betydelige Fortjenester (Gründerprofit) for Inderkresen og eventuelle finansielle Bagmænd. Det er antagelig ogsaa her, man skal søge Forklaringen paa den Ejendommelighed, at der er foretaget voidsomme Kapitaludvidelser i bestaaende gamle Ejendomsaktieselskaber forinden Sammensmeltningen med H. E. A/S i Stedet for udelukkende at emittere dettes Aktier og anvende Midlerne til Køb af de andre Selskabers Aktier eller at ombytte Aktiebrevne i omvendt Forhold til deres Kurs. De anvendte Metoder medfører midlertidig en udstrakt Besiddelse af egne Aktier eller Besiddelse af Datterselskabers Aktier<sup>2)</sup>.

Ved en Undersøgelse af Gründervirksomheden maa man undre sig stærkt over den Rolle, det omtalte Selskab IKVEM spiller. Selskabet fremtræder ikke officielt som Led i Koncernen, men dets foran omtalte Deltagelse i Kapitaltransaktionerne omkring H. E. A/S, der antagelig ikke er et isoleret Tilfælde, og som antagelig modsvares af en lignende Virksomhed ved F. E. A/S's Ejendoms-erhvervelser, gør det dog naturligt at betragte Selskabet som et endog særdeles vigtigt Organ i det samlede Æskesystem. Dette understreges ogsaa derved, at Selskabet har Formand fælles med KEFAS, og at det ene af de to øvrige Bestyrelsesmedlemmer er Selskabernes juridiske Konsulent. I Modsætning til de øvrige Selskabers er IKVEM's Regnskab ikke offentligt tilgængeligt. Selskabet

<sup>1)</sup> Ultimokursen naaede Maksimum Januar 1944 med 721 Points. Senere har Kursen været jævnt faldende til 114 Points ultimo November 1944.

<sup>2)</sup> I Beretningen for H. E. A/S for 1943 hedder det bl. a.:

»Driftsregnskabet viser saavel Indtægter som Udgifter, der er af ekstraordinær Karakter, og som ikke vil gentage sig i det normale Aars Drift. Det drejer sig paa Indtægtssiden om realiseret Kursavance paa reciproke Aktieinteresser, samt om de ved Aarets Emissioner indbetalte Udbytteudligningsbeløb . . .«. Det kan tilføjes, at Overskudet i 1943 var 268.600 Kr., hvoraf 165.000 Kr. hidrørte fra Kursfortjeneste, Renteindtægt og Udbytteudligning; 6 pCt.s Dividende beslaglagde 240.000 Kr.



har benyttet sig af den i Aktieselskabslovens § 45 givne Hjemmel til at forbyde Offentliggørelse af Regnskaber i Selskaber med under 10 Aktionærer. Det kan i denne Forbindelse være af Interesse at oplyse, at Aktiekapitalen ifølge Vedtægterne er fordelt paa 99 Aktier à 1000 Kr., 1 Aktie à 800 Kr. og 2 Aktier à 100 Kr. Besiddelsen af de 99 Aktier à 1000 Kr. er sikkert stærkt koncentreret. Hvorvidt KEFAS besidder disse Aktier, kan ikke konstateres paa Grundlag af dets offentliggjorte Status.

Ud fra de amerikanske Koncerndannelser, der utvivlsomt har dannet Mønster for KEFAS-Koncernen, vilde det være nærliggende at formode, at IKVEMs Opgave inden for Systemet er at være Opsamlingssted for den Gründerprofit, hvis Optagelse paa KEFAS' Regnskab maatte befrygtes at skabe Vanskeligheder eller Mistillid blandt Datterselskabernes menige Aktionærer.

Dette kunde tænkes organiseret derved, at KEFAS og IKVEM havde samme Aktionærer (eventuelt Hovedaktionærer), men ved en Arbejdsdeling tilsikrede IKVEM en større eller mindre Part af Byttet. Noget sikkert lader sig dog ikke fastslaa, men der synes ikke at være andre naturlige Funktioner for dette ekstra Led i eller Appendiks til Koncernen.

#### IV. Den store Kapitaltilførsel og dens Anvendelse.

Det vil herefter være naturligt at rejse Spørgsmaalet om Anvendelsen af den betydelige Kapital, der er tilført bl. a. ved de omhandlede Emissioner.

Af Oversigten S. 378 fremgaar, at Aktiekapitalen ialt er udvidet med 3,4 Mill. Kr., nemlig 2,4 Mill. i de gamle Selskaber og 1,0 Mill. i det af Koncernen i Februar 1942 stiftede Storkøbenhavns Ejendomsselskab A/S. Det ses endvidere, at der er optaget nye Laan mod Pant i Ejendommene for 443.000 Kr. Heri er ikke medregnet de i Ejendommene før eller efter Sammenslutningen tinglyste Laan, hvor H. E. A/S selv er Kreditor<sup>1)</sup> (Ejer — Panthaver). Derimod er medregnet 637.000 Kr. af et 4½ pCt.s Partialobligations-

<sup>1)</sup> Pantebreve i H. E. A/S Ejd., hvor Selskabet selv er Kreditor.

Fordreshus tinglyst 23. Juni 1943 .....	103.700 Kr.	4½ pCt.
Grøndalshus tinglyst 3. Juni 1943 .....	42.300 »	4½ »
Brigadegaarden tinglyst 13. December 1943.....	435.900 »	4½ »
Ordrupvej 71—73 tinglyst 23. Juni 1943 .....	55.000 »	4½ »
	636.900 Kr.	
Sundet tinglyst 15. April 1943 .....	100.000 Kr.	6 pCt.

laan paa 1,2 Mill. Kr., idet nævnte Del af Laanet ifølge Status pr. 31. December 1943 var dækket ved Pantebreve i egne Ejendomme, formentlig de i Noten anførte  $4\frac{1}{2}$  pCt.s Laan. Den øvrige Del af Partialobligationslaanet er dækket ved Pantebreve i fremmed Ejendom og holdes derfor udenfor. Den samlede Kapitaltilførsel har herefter været 4,5 Mill. Kr.

Til Indfrielse af Laan i Ejendomme tilhørende sammensmeltede ældre Selskaber er anvendt ca. 2 Mill. Kr. Arten af de indfriede Laan skal omtales senere. Endvidere er der til Erhvervelse af de tre Ejendomme, der i 1942 er købt af S. E. A/S, anvendt 637.000 Kr., jvf. den i Noten Side 379 meddelte Specifikation, hvoraf tillige ses at Ejendomme, der har en samlet Vurderingssum paa 1,725 Mill. Kr. er erhvervet for en Købesum, der ligger 12,6 pCt. over Vurderingssummen. Købesummen for Ejendommen »Nakskovhus« ligger endda 17,5 pCt. over Vurderingen. Som det fremgaar ved Sammenligning med Tabel III, er Overprisen stor i Forhold til det i Statistiken over Ejendomssalg anførte Gennemsnit for større Ejendomme i 1942.

*Oversigt over Kapitaltilførsel og Indfrielse af Laan m. v.  
i Hovedstadens Ejendomsselskab A/S.*

Tilført Kapital.

Udvidelse af Aktiekapital:

Hovedstadens Ejendomsselskab April 1943 .....	300.000	Kr.
» » Maj 1943 .....	690.000	»
A/S Fordreshus Marts 1943 .....	210.000	»
A/S Grøndalshus Marts 1943 .....	104.000	»
A/S Brigadegaarden Marts 1943 .....	403.000	»
A/S Gl. Kongevejsgaarden December 1942 .....	400.000	»
A/S Sundet November 1943 .....	341.000	»

2.448.000 Kr.

Storkøbenhavns Ejendomsselskab A/S stiftet Februar 1942.. 1.000.000 »

Tilført Aktiekapital ialt.... 3.448.000 Kr.

Optagne Laan med Pant i Ejendommene

tinglyst 15. April 1943 Ejd. Sundet: Landmandsbanken 5 pCt. ....	300.000	Kr.
tinglyst 26. Maj 1943 Ordrupvej 71—73: Østifternes Kreditf. $3\frac{1}{2}$ pCt. ....	120.000	»
tinglyst 12. Januar 1943 Gl. Kongevejsg. Husej. Kreditk. Tillæg ved Konvertering .....	23.000	»
	443.000	Kr.

Partialobligationslaan

dækket ved Pant i egne Ejendomme .....

637.000 »

4.528.000 Kr.

Transport..... 4.528.000 Kr.

Aflyste Laan i Ejendommene (Restgæld)

Birkedommergaarden .....	46.000 Kr.
Fordreshus .....	296.000 »
Grøndalshus .....	105.000 »
Brigadegaarden .....	678.000 »
Gl. Kongevejsgaarden .....	400.000 »
Sundet .....	380.000 »
Ordrupvej 71—73 .....	166.000 »

2.071.000 Kr.

Anvendt Egenkapital i de af Storkøbenhavns

Ejds. A/S erhvervede Ejendomme .....	637.000 » <sup>1)</sup> 2.708.000 »
--------------------------------------	-------------------------------------

1.820.000 Kr.

Man spørger herefter om Anvendelsen af den saaledes konstaterede Difference mellem Kapitaltilgang og -Afgang paa ca. 1,8 Mill. Kr., hvilket Tal næppe er behæftet med nogen større Fejlmargin. Er der erhvervet Aktiver for dette Beløb ud over den gamle Bestand af Ejendomme i de sammensmeltede Selskaber?

Af sidste offentliggjorte Status fra H. E. A/S pr. 31. December

<sup>1)</sup> Storkøbenhavns Ejendomsselskab A/S: Ejendoms køb — Anvendt Egenkapital.

Nyvej 16. Ejendomsskyld 350.000 Kr.

Skøde lyst 7. December 1942. Købesum 380.000 Kr. (108,6 pCt.

af Ejds.) heraf kontant .....	104.000 Kr.
indfriet Overformynderiets 6 pCt.s Laan .....	79.500 »

183.500 Kr.

23. December 1942 lyst 4½ pCt.s Pantebrev til De forenede

Ejendomsselskaber .....	65.500 »
-------------------------	----------

anvendt Egenkapital ..... 118.000 Kr.

Nakskovhus. Ejendomsskyld 560.000 Kr.

Skøde lyst 22. Oktober 1942. Købesum 638.000 Kr. (117,5 pCt.

af Ejds.), heraf kontant .....	235.000 Kr.
Forhøjelse af 1. Pr. ved Omprioritering c. ....	8.000 »

anvendt Egenkapital ..... 227.000 »

Lundingsgade 3—11. Ejendomsskyld 815.000 Kr.

Skøde lyst 23. November 1942. Købesum 905.000 Kr. (111,0 pCt.

af Ejds.), heraf kontant .....	409.000 Kr.
--------------------------------	-------------

23. December 1942 lyst 4½ pCt.s Pantebrev til De forenede

Ejendomsselskaber .....	117.000 »
-------------------------	-----------

anvendt Egenkapital ..... 292.000 »

ialt anvendt Egenkapital ..... 637.000 Kr.

(Aktiekapital 1 Mill. Kr.)

Samlet Købesum 1.943.000 Kr., heraf anvendt Egenkapital 32,8 pCt.

1943 fremgaar, at der ud over Ejendommene med Inventar er opført følgende Aktiver<sup>1)</sup>:

Egne Aktier nom. 165.000 Kr. ....	200.000 Kr.
Diverse Pantebreve .....	354.000 »
Beholdning af Obligationer vedr. Omprioritering .....	105.000 »
Diverse Debitorer .....	317.000 »
Varmeregnskab .....	42.000 »
Mellemregning med KEFAS A/S .....	446.000 »
	<hr/>
	1.464.000 Kr.

Af disse Poster skal c. 400.000 Kr. tjene til Dækning af Passivposterne Diverse Kreditorer og Udbytte for 1943. Man maa blandt Pantebrevene endvidere vente at finde det 6 pCt. Ejer-Pantebrev i »Sundet« med paalydende Værdi 100.000 Kr., der ikke er henlagt til Dækning af det føromtalt Partialobligationslaan, jvf. Note 1. S. 377 og som modsvares af samme Post under Prioritetsgælden i Passivsiden. Det er saaledes i hvert Fald 500.000 Kr. af de anførte 1.464.000 Kr., som ikke kan forklare den konstaterede Kapitaltilførsels Anvendelse<sup>2)</sup>. Interessen maa særlig samle sig om Posterne Diverse Debitorer og Mellemregning med KEFAS, hvoraf den første Posts Størrelse maa forekomme ejendommelig for et Ejendomsselskab. Beretning og Regnskab giver dog intet Grundlag for at vurdere dette Aktiv nærmere. Muligvis skjuler der sig her en Forbindelse til et af de andre Selskaber indenfor det samlede Æskesystem, som Koncernen har etableret. Den store Mellemregning med KEFAS giver vel ikke umiddelbart Anledning til Forbavelse, men denne indtræder dog, naar man ved Gennemgang af KEFAS' Statusopgørelse af samme Dato ikke finder en tilsvarende Passivpost<sup>3)</sup>. Muligvis drejer det sig ogsaa her om en For-

<sup>1)</sup> Afrundede Beløb.

<sup>2)</sup> Partialobligationslaanet paa Passivsiden modsvares paa Aktivsiden af de til Sikkerhed for Laanet henlagte Pantebreve, og der er derfor her set væk fra begge Poster.

<sup>3)</sup> KEFAS' Status pr. 31. December 1943 viser Passiver ialt paa 1 Mill. Kr., hvoraf 400.000 Kr. er Aktiekapitalen og 390.000 Kr. Gæld vedr. Ejendommen Vestre Boulevard (bl. a. Restgæld paa Prioriteter: 70.400 Kr. Københavns Kreditforening 4 pCt., 174.100 Kr. Pensionsforsikringsanstalten A/S 4½ pCt., og KEFAS selv 135.000 Kr. 5 pCt.). Mellemregning med associerede Selskaber udgør kun 12.051 Kr. og Diverse Kreditorer 76.600 Kr. Disse Poster giver tilsammen ca. 880.000 Kr. og de resterende Smaaposter kan følgelig ikke dække det, der mangler i de nævnte 446.000 Kr. »Mellemregning med KEFAS«.

bindelse til et andet Selskab indenfor Koncernen — via KEFAS —, men Regnskabet er i saa Fald typisk for, hvor ufuldstændige Oplysninger der kan meddeles Aktionærer i Selskaber med »fine Navne« i Bestyrelsen. Til Sammenligning skal anføres, at i Status for F. E. A/S udgør Posterne Diverse Debitorer og Mellemregning med KEFAS kun henholdsvis ca. 19.000 Kr. og 4000 Kr., skønt dette Selskabs Aktivmasse er dobbelt saa stor som H. E. A/S. (Status opgøres iøvrigt ikke paa samme Tidspunkt i F. E. A/S som i KEFAS og H. E. A/S, men den 31. Marts).

Som Konklusion af denne Undersøgelse kan man herefter kun udtale, at af den store Kapitaltilførsel i H. E. A/S paa ca. 4,5 Mill. Kr. er ca. 2 Mill. benyttet til Prioritetsindfrielse og 637.000 Kr. til Erhvervelse af nye Ejendomme gennem S. E. A/S, mens Restbeløbet ca. 1,8 Mill. Kr. er anvendt til Erhvervelse af nogle Aktiver, hvis Værdi ikke lader sig vurdere paa Grundlag af de i det trykte Regnskab meddelte Oplysninger, samt til Betaling af Overkurs ved Køb af Aktier i de bestaaende Ejendomsselskaber. Da Aktiekapitalen i disse imidlertid — før de af Koncernen foranstaltede Kapitaludvidelser — kun har udgjort ialt 552.000 Kr.<sup>1)</sup> maa man gaa ud fra, at der i nogle Tilfælde er betalt en overordentlig høj Kurs. Med de tidligere omtalte Kurser, der i et Par Tilfælde er betalt for Lejeraktier<sup>2)</sup>, er der i hvert Fald ikke tilnærmelsesvis givet en Forklaring paa den tilførte Kapitals Anvendelse.

Angaaende de indfrieede Prioriteter paa ca. 2 Mill. Kr. er det af Interesse at fremhæve, at det i første Række drejer sig om kommunale Laan samt om Statsboligfondsloan<sup>3)</sup>, altsaa om Laan, hvortil der kan være knyttet Huslejeklausuler, som rækker ud over Huslejelovgivningens i normale Tider. Restgælden af de over for Københavns Kommune og Statsboligfonden indfrieede Laan udgør saaledes henholdsvis ca. 1.163.000 Kr. og 277.000 Kr., tilsammen 1,44 Mill. Kr. Bortset fra et enkelt større Laan fra en Pensionskasse repræsenterer de øvrige indfrieede Laan, d. v. s. ca. 0,5 Mill. Kr.,

1) Sundet .....	109.000 Kr.	Grøndalshus .....	46.000 Kr.
Ordrupvej 71—73 ...	50.000 »	Gl. Kongevejsg. ....	100.000 »
Birkedommergaarden	60.000 »	Brigadegaarden ....	97.000 »
Fordreshus .....	90.000 »		

<sup>2)</sup> Jvf. Retssagen om A/S Brigadegaarden, Kurs 150, og Tilbud til Lejerne i A/S Sundet, Kurs 175.

<sup>3)</sup> Lov Nr. 551 af 29. December 1922 om Laan til Boligforanstaltninger med flg. Love.

Haandværkerinteresser. I denne Forbindelse kan derimod nævnes, at der i de af S. E. A/S erhvervede Ejendomme gennem Udbetalingen er frigjort Kapital tilhørende Haandværkere. Umiddelbart før Skødets Udstedelse er der saaledes i dette Selskabs Ejendomme afløst ældre Haandværkerprioriteter. Ved Køb af Aktierne i de erobrede Selskaber er det naturligvis ogsaa i overvejende Grad Haandværkere, der har faaet Penge frigjort.

Af den afløste Restgæld af kommunale Laan paa ca. 1.163.000 Kr. udgør 303.000 Kr. Skattelempelseslaan, tinglyst 1930—32. Disse Laan hidrører fra, at Kommunen har indrømmet en vanskeligt stillet Ejendom Henstand med f. Eks. de i det første Tiaar forfaldende Ejendomsskatter, og Henstanden er ofte givet til et Tidspunkt, der ligger 25—30 Aar frem i Tiden. Til Sikkerhed faar Kommunen Pant i Ejendommen for et Beløb svarende til de af Henstanden omfattede Skattebeløb med Tillæg af Rente og Rentes Rente til Henstandens Ophør. I »Lempelsestiden« erlægges af formelle Grunde en aarlig Rente paa 1 Krone, men ingen Afdrag.

Hvis Laanet indfries før Udløbet af den Periode, for hvilken Henstand var givet, opgøres de til Indfrielsesdagen forfaldne Skatter, der omfattes af Henstanden, med Tillæg af 4 pCt.s Rente, og med det saaledes beregnede Beløb indfries Laanet. I de her undersøgte Tilfælde udgjorde Indfriessummen 303.473 Kr., mens der var givet Pant for 602.000 Kr. Henstanden har med andre Ord været beregnet for en længere Tid fremefter, i Reglen til et Tidspunkt, hvor andre Prioriteter vil være indfriet, og hvor Afdrag af Skattelempelseslaanet derfor skulde kunne paabegyndes, uden at f. Eks. Huslejen maa forhøjes.

Ved de skete Ændringer i Prioriteringen er en Del Laan til 5 pCt., 5<sup>1</sup>/<sub>4</sub> pCt., 5<sup>1</sup>/<sub>2</sub> pCt. og 6 pCt. afløst med Laan, forrentet med 4<sup>1</sup>/<sub>2</sub> og 5 pCt. Ved Konverteringer er en Række 4<sup>1</sup>/<sub>2</sub> pCt.s Laan dernæst ombyttet med 4 pCt.s, i et enkelt Tilfælde endog 3<sup>1</sup>/<sub>2</sub> pCt.s. Disse Ændringer er naturligvis af stor Betydning for Selskabets Drift i Øjeblikket, men den Lettelse i de aarlige Ydelser, der fremkommer ved Omskrivning af Restgæld til Hovedstol, vil paa længere Sigt kunne betyde en mindre Opsparing i Selskabet.

#### V. Konklusion.

Konverteringen af ældre og dyrere Laan og Oprettelsen af et særligt Selskab for Ejendomsadministration er imidlertid Træk af mindre væsentlig Betydning ved Koncerndannelsen, idet begge

kunde være gennemført ganske uafhængigt af denne og formentlig med ligesaa stor Dygtighed. Hvis Administrationen forudsættes bedre end den, Sagførere eller andre kyndige Administratorer formaar at gennemføre, skulde det ikke af Hensyn til Administrationsselskabets Trivsel være paakrævet samtidig at optræde som Finansselskab, der gennem Datterselskaber kontrollerer en hel Koncern. Lidt Reklame maatte anses for tilstrækkelig til at bringe et passende Antal Ejendomme ind under en saa fortræffelig Administration. Administrationsselskabet KEFAS er da ogsaa grundlagt i 1938, men det er først ved Omdannelsen til Aktieselskab i August 1940, at det antog Finansieringsselskabets Karakter og paa-begyndte de foran skildrede Transaktioner, der i saa udpræget Grad er betinget af den under Krigen fremkaldte Pengerigelighed.

Med den store Likviditet i mange Virksomheder og den stærke Indkomststigning i visse Grene af Næringslivet, parret med en vis Inflationsfrygt, har der været stor Interesse for faste Ejendomme. Mange Erhvervsvirksomheder har selv foretaget Køb af Boligejendomme for at anbringe ledige Penge, og Aktier i en Ejendoms-koncern vil paa samme Maade være Genstand for Interesse hos Ejerne af de ledige Penge, maaske endda større, idet Koncernens Aktier naturligvis ikke blot er lettere omsættelige end fast Ejendom, men ogsaa mere omsættelige end Aktierne i Smaaselskaber. Som Anlægspapir kan Aktier i saavel store som smaa Ejendoms-selskaber formentlig besidde de samme Fordele som direkte Køb af fast Ejendom, men som Spekulationspapir og som Anbringelsesform for midlertidigt ledig Kapital er Aktier i en større Koncern at foretrække, fordi den lette Omsættelighed her er af afgørende Betydning.

For Gründervirksomhed er det ogsaa en Nødvendighed, at Papirerne opnaar stor Omsættelighed, idet Gründeren skal kunne udstøde sine Beholdninger af ordinære Aktier paa Markedet, naar Kursen er gunstig.

Gennem Skabelsen af de nye Børspapirer, Datterselskabernes Aktier, er der utvivlsomt tilført Ejendomsmarkedet Penge, som ellers havde ligget uvirksomme hos Forretningsfolk eller deres Bankforbindelse. Man kan ikke uden videre gaa ud fra, at »de nye Penge« uden nogen Bivirkninger blot har fortrængt »de gamle Penge«, idet de frigjorte Midler i mange Tilfælde paany vil søge Anbringelse paa Ejendomsmarkedet, og der kan saaledes være opstaaet en Pengestrøm, som forstærker Omsætningen af Ejendomme eller Aktier i Selskaberne og virker i Retning af Prisstigning.

Koncernens Hovedvirksomhed er udfoldet i Aarene 1942 og 1943, og altsaa paa et Tidspunkt, hvor der trods den indtraadte Stabilitet i Prisudviklingen som Helhed fremdeles næredes Ængstelse for Pengeværdiens Opretholdelse og fra Myndighedernes Side gennemførtes nye Foranstaltninger til Modvirkning af Inflation. I en saadan Periode er der særlig stor Sandsynlighed for, at Salgsprovenuet ved Afhændelsen af gamle Ejendomsselskabers Aktier saavel som Midler, der frigøres ved Indløsning af Haandværkerprioriteter, søger ny Anbringelse som aktiv Kapital paa Ejendomsmarkedet. Kommunen har formentlig anbragt sine frigjorte Midler i Obligationer, opkøbt af Boligstøtte-Fonden, og Spørgsmaalet bliver saa, hvorledes Obligationssælgerne disponerer over deres Midler. Lejer-Aktionærernes Salgsprovenu er derimod sikkert udelukkende anvendt til Forbrug eller til Sparekasseindskud, men dermed er Kresløbet jo heller ikke afsluttet.

Koncernens Erhvervelse af Ejendomme til et Beløb af ca. 35 Mill. Kr. i Løbet af 1942 og 1943 repræsenterer en betydelig Omsætning i Forhold til den, der, jvf. Tabel III, er registreret af Statistiken, og da der muligvis ogsaa af andre Selskaber er foretaget lignende Transaktioner, og i hvert Fald sikkert er omsat en Del Aktier i ældre Ejendomsselskaber, vilde det ud fra de Synspunkter, der har ligget til Grund for Krigsaarenes Lovgivning have været ønskeligt, at der paa et langt tidligere Tidspunkt end i Juli 1943 var gennemført Restriktioner vedrørende Omsætningen af fast Ejendom, og at Kontrollen trods de af Indenrigsministeriet fremhævede Vanskeligheder ogsaa var blevet udstrakt til bestaaende Ejendomsselskabers Dispositioner, herunder Aktiernes Afhændelse eller Pantsætning. Havde man dengang haft mere Kendskab til den af KEFAS Koncernen gennem næsten 2 Aar drevne Virksomhed, vilde der sikkert baade i Regering og Rigsdag have været Stemning for noget strengere Regler end nu gennemført.

Koncernens Virksomhed synes ogsaa at have bekræftet, at Gælds-begrænsningsloven er et mindre egnet Middel til at begrænse Efterspørgselen efter fast Ejendom, hvor Aktieselskabsformen er mulig. Naar man under de sidste Aars Pengeforhold uden Vanskelighed har kunnet erstatte Panthaveren uden for Laanegrænsen med en Aktionær uden Rettigheder, har Loven ingen Virkning i Retning af at begrænse Efterspørgselen paa dette Omraade. Set i Relation til Inderkresen, B-Aktionærerne, som repræsenterer den egentlige Egenkapital, hvortil Rettighederne er knyttet, er A-Aktionæren kun en Indskyder af Kapital, endog uden den Beskyttelse, som



selv en daarligt stillet Prioritetshaver nyder. Han har imidlertid bidraget til at finansiere den Omsætning til Overpris, som det var et af Gældsbegrænsningslovens Maal at forhindre, og han har bidraget til at sikre Gründeren en Profit ved Koncerndannelsen, som er lige saa uheldig i sine Virkninger, som megen anden uproduktiv Indkomstskabelse i disse Aar. Kan Konverteringer og højere Kapitalisationsfaktor i Forening ikke gøre de betalte Ejendomspriser forsvarlige, kan han næppe forvente nogen Velvilje fra Myn-dighedernes Side over for eventuelle fremtidige Ønsker om Leje-forhøjelse eller Skattelempelser.

Det Indblik man ved den her foretagne Undersøgelse har erhvervet i en Spekulantgruppes Muligheder for gennem et Æske-system af Aktieselskaber at manipulere med endog meget store Pengemidler paa en Maade, der næppe er i Overensstemmelse med de menige, men ret indflydelsesløse Aktionærers Interesse, rejser tillige Spørgsmaalet, om Aktieselskabsloven og særlig dens Krav til Regnskabsaflæggelse er fyldestgørende.

Aktionærene er næppe altid fuldt tilfredsstillende beskyttede gennem den regnskabsmæssige Indsigt hos de Bestyrelsesmedlemmer, hvis væsentligste Opgave udadtil er at styrke Indtrykket af Soliditet og høj Forretningsmoral.

Det ligger imidlertid uden for de her afstukne Rammer at komme nærmere ind paa denne Side af Sagen.