

KOLLEKTIV INVESTERING I AKTIER

BETÆNKNING
AFGIVET AF DET AF HANDELSMINISTERIET
NEDSATTE UDVALG VEDRØRENDE
INVESTERINGSVIRKSOMHED



BETÆNKNING NR. 505

1968

Indhold

Side

Forord

Udvalgets kommissorium, sammensætning og virksomhed 5

Kapitel I. Sammenfatning. Udvalgets indstilling..... 7

Kapitel II. Baggrunden for kollektiv investering i aktier. Værdifasthed og risikospredning

1. Kollektiv investering i aktier..... 14

2. Begrebet aktiers værdifasthed..... 14

3. Udvikling i aktieindex og detailpriser 1930-1967..... 16

4. Undersøgelser vedrørende aktiers værdifasthed siden 1948..... 18

5. Betydningen af aktieinvesteringernes varighed og fordeling..... 24

6. Betydningen af aktieinvesteringernes spredning..... 26

Kapitel III. Investeringsforeningernes hidtidige udvikling i Danmark

1. De eksisterende investeringsforeninger..... 30

2. De forvaltede formuers udvikling og fordeling..... 32

3. Medlemmernes økonomiske udbytte i visse investeringsforeninger ... 35

4. Investeringsforeningernes betydning for aktiemarkedet..... 37

Kapitel IV. Investeringsforeningerne og det danske kapitalmarked

1. Investeringsforeningernes fremtidige betydning..... 38

2. Aktiemarkedet..... 38

3. Aktiernes betydning for erhvervslivets finansiering..... 39

4. Investeringsforeningernes muligheder..... 42

Kapitel V. Beskatningsforhold

1. Afgifts- og beskatningsformer, der berører kollektiv investering i aktier..... 43

2. Afgifter ved udstedelse og omsætning af certifikater..... 43

3. Beskatningen af indkomst indtjent ved kollektiv investeringsvirksomhed..... 44

4. Beskatningen af personlig indkomst hidrørende fra deltagelse i kollektiv investeringsvirksomhed..... 47

Kapitel VI. Udkast til lov om investeringsforeninger..... 50

Bemærkninger til lovforslaget..... 57

Kapitel VII. Udenlandsk lovgivning om investeringsselskaber

Belgien..... 80

England..... 82

Frankrig..... 83

Schweiz..... 85

Tyskland..... 87

USA..... 88

Østrig..... 90

BILAG TIL BETÆNKNINGEN

Bilag 1 Skrivelse af 25. januar 1967 fra aktieselskabs-registeret..... 92

Forord

Udvalgets kommissorium, sammensætning og virksomhed.

Under 16. februar 1961 nedsatte handelsministeriet et udvalg til at undersøge og overveje, om det må anses for påkrævet at gennemføre lovbestemmelser, der fastsætter nærmere regler for den virksomhed, som udøves af foreninger og aktieselskaber, der retter opfordring til offentligheden om tegning af andele, således at der for det indbetalte beløb erhverves en hertil svarende andel af den af deltagerne gennem indbetalinger tilvejebragte formue af indkøbte værdipapirer. I givet fald forventedes det, at udvalget udarbejdede udkast til herpå sigtende lovbestemmelser.

Udvalget fik tillige til opgave at undersøge og redegøre for, hvilken betydning for erhvervslivets kapitalforsyning sådanne investeringsforetagender og dermed beslægtede virksomheder har og kan forventes at få.

Udvalget forudsattes under sit arbejde at søge kontakt med interesserede erhvervsorganisationer og sådanne personer, som må anses for særlig sagkyndige med hensyn til de foreliggende problemer.

Professor, dr. polit. Poul Winding udnævntes til formand for udvalget, der i øvrigt fik følgende sammensætning:

professor, dr. jur. A. Vinding Kruse
afdelingschef S. Aistrup, finansministeriet
kontorchef G. Backhaus, handelsministeriet
bankinspektør A. Eken, banktilsynet
sparekasseinspektør, senere direktør for tilsynet med banker og sparekasser. E Sveinbjørnsson, sparekassetilsynet
kontorchef, nuværende nationalbankdirektør, Svend Andersen.

I april måned 1964 udtrådte afdelingschef S. Aistrup af udvalget og i stedet indtrådte fuldmægtig, senere kontorchef Niels Ussing. Det økonomiske sekretariat, i udvalget.

I februar måned 1966 afgik formanden ved døden. Til formand for udvalget blev herefter udnævnt professor, dr. jur. A. Vinding Kruse, og nationalbankdirektør Svend Andersen udnævntes samtidig til udvalgets næstformand,

særligt med henblik på de økonomiske problemer i forbindelse med udvalgsarbejdet.

Efter at tilsynet med banker og tilsynet med sparekasser med virkning fra den 1. juli 1963 er overtaget af direktøren for tilsynet med banker og sparekasser, har bankinspektør A. Eken ikke deltaget i udvalgets arbejde.

Ekspeditionssekretær Arne Pedersen og ekspeditionssekretær T. Hiort-Lorenzen, handelsministeriet, har virket som udvalgets sekretærer.

Løsningen af de opgaver, der var stillet udvalget, måtte naturligt udskille sig i to - dog ikke skarpt adskilte — områder, nemlig overvejelser af og i givet fald udarbejdelse af lovbestemmelser, der regulerer den virksomhed, der udøves af foreninger og andre med henblik på kollektiv opsparing i værdipapirer, og den side af udvalgets opgave, der vedrører de kollektive investeringsvirksomheders betydning for erhvervslivets forsyning med kapital.

Arbejdet med de nævnte problemer har derfor fundet sted i to arbejdsudvalg, der har beskæftiget sig med henholdsvis de lovgivningsmæssige problemer og med problemer i forbindelse med erhvervslivets forsyning med kapital og de særlige økonomiske spørgsmål, der er forbundet hermed.

Udvalgets formand, professor Winding, deltog i begge de nævnte arbejdsudvalg. Arbejdsudvalget vedrørende de lovtekniske problemer bestod i øvrigt af professor A. Vinding Kruse og direktør Svend Andersen, medens arbejdsudvalget vedrørende de økonomiske problemer i øvrigt foruden af formanden bestod af direktør Svend Andersen og kontorchef Niels Ussing. Efter professor Windings død fortsatte arbejdet med de økonomiske problemer under ledelse af direktør Svend Andersen. En del af de problemer vedrørende erhvervslivets forsyning med kapital, udvalget i sin tid tog op, har siden fået udførligere behandling i den delbetænkning, handelsministeriets udvalg til revision af fondsbørsordningen har afgivet i begyndelsen af 1967 (Betænkning nr. 467: Børsen og Kapitalmarkedet).

Udvalget har udarbejdet et lovudkast, som

har været forelagt følgende af de eksisterende investeringsforeninger til udtalelse: Aktieforvaltnings-Instituttet, Forening af Ejere af Danske Aktier, Almindelig Investeringsforening, Forvaltningsforeningen for Kapitalanlæg, Investor, Dansk Aktieejers Trust, Forening af Ejere af Danske Værdipapirer, F.L.S.-Funktionæ-

reames Investeringsforening og Investeringsforeningen for Funktionærer i Ø.K. Endvidere har lovudkastet været forelagt repræsentantskabet for fondsbørsens medlemmer.

Udvalget har incl. møder i underudvalgene afholdt i alt 78 møder. Som resultat af udvalgets arbejde afgives nærværende betænkning.

København i juni 1968.

Svend Andersen

(Næstformand)

G. Backhaus

A. Vinding Kruse

(Formand)

E. Sveinbjørnsson

Niels Ussing

T. Hiort-Lorenzen

Arne Pedersen

Sekretærer

KAPITEL 1.

Sammenfatning. Udvalgets indstilling.

I de senere år er der i Danmark blevet oprettet et antal såkaldte investeringsforeninger til dels efter udenlandsk mønster. Formålet med sådanne foreningers virksomhed er at give navnlig mindre sparere mulighed for at anbringe deres opsparede midler på en måde, der dels tilvejebringer en vis grad af værdifasthed navnlig ved, at midlerne overvejende placeres i aktier, dels tilsikrer en begrænsning af risikoen for tab gennem spredning af placeringerne over aktiver i en række forskellige foretagender. For den enkelte sparer, der kun har et begrænset beløb til rådighed, kan det være vanskeligt at tilgodese begge disse formål, men gennem samarbejde mellem et større antal sparere lettes mulighederne i så henseende. Derudover vil man ved et sådant samvirke kunne opnå større sagkyndig bistand ved placeringen.

Virksomhed af denne art må antages at øge befolkningens forståelse for erhvervslivets trivsel og kunne fremme opsparingslysten. Endvidere vil investeringsvirksomhed af den her nævnte art ved at lede den stedfindende personlige opsparing ad andre veje end de traditionelle kunne få betydning som en faktor på kapitalmarkedet, således som det allerede er tilfældet i en række andre lande. En virksomhed af den anførte art vil således kunne øve indflydelse på omfanget af og formerne for erhvervslivets adgang til kapital, herunder i første række finansieringen af byerhvervenes kapitalbehov, som i de senere år er blevet forøget betydeligt. Det må antages, at dette behov fortsat vil være voksende, og det kan derfor blive nødvendigt for disse erhverv i højere grad end hidtil at få tilført kapital udefra - ikke blot som lån, men også som aktiekapital. Investeringsforeninger af den art, som betænkningen beskæftiger sig med, vil formentlig kunne bidrage mærkbart til dækningen af dette kapitalbehov.

Kollektiv opsparing i aktier m. v. kan finde sted under flere forskellige former. En mulig-

hed er aktieselskabsformen - investeringsaktieselskaber -, som imidlertid under de gældende regler medfører en dobbeltbeskatning, idet såvel de underliggende selskabers som investeringsaktieselskabets samt dets aktionærs indkomst fra de underliggende selskaber beskattes i alle led, og som derfor ikke kan antages at få større betydning. En anden mulighed er foreningsformen, som under visse betingelser kan påregnes at ville undgå dobbeltbeskatning; man henviser i denne forbindelse til fremstillingen i kapitel V om de skattemæssige årsager til, at kollektiv investeringsvirksomhed er blevet organiseret i foreningsformen.

Det kan imidlertid ikke udelukkes, at investeringsforeningstanken på forskellig måde kan misbruges med den følge, at medlemmerne kommer til at lide tab, og med den mere indirekte virkning, at interessen for denne form for opsparing vil lide alvorlig skade. Under hensyn hertil har udvalget overvejet, hvorvidt det må anses for påkrævet, at der fastsættes generelle forskrifter med henblik på en vis regulering af sådanne foreningers virksomhed.

Udvalget er som resultat af sine overvejelser kommet til den opfattelse, at investeringsvirksomhed, som udøves i aktieselskabsformen, ikke behøver at blive underkastet anden lovregulering end den, der følger af aktieselskabslovgivningen.

Derimod har udvalgets flertal anset det for hensigtsmæssigt, at der gennemføres en lovgivning med henblik på investeringsvirksomhed, der drives i foreningsform. Man har herved bl. a. taget i betragtning, at en af de i Danmark etablerede investeringsforeninger er organiseret på en måde, der udelukker, at medlemmerne har indflydelse på valget af foreningens daglige ledelse. Det bemærkes dog herved, at udvalget er bekendt med, at den pågældende forening er i færd med at gennemføre ændringer af vedtægterne, således at den af generalfor-

samlingen valgte bestyrelse står frit med hensyn til udpegelse af foreningens administrator. Endvidere har det spillet en afgørende rolle for udvalgets flertal, at navnlig den gældende selskabsbeskatning har bevirket, at investeringsvirksomhederne nu har valgt foreningsformen fremfor aktieselskabsformen, og at det således er udelukket at anvende aktieselskabslovens regler på disse foretagender. Det har yderligere været af betydning for flertallets opfattelse, at to af de eksisterende investeringsforeningers aktiecertifikater noteres på Børsen, og at det ifølge praksis er en forudsætning for optagelse til notering på den officielle kursliste, at de pågældende papirer hidrører fra foretagender, hvis virksomhed er reguleret ved lov, jfr. f. eks. aktieselskabslovgivningen eller lovgivningen vedrørende kredit- og hypotekforeninger. Yderligere skal flertallet henvise til, at der ifølge lovgivningen om anbringelse af myndiges og umyndiges midler samt om anbringelse af båndlagt kapital i et vist omfang er åbnet mulighed for anbringelse af sådanne midler i aktiecertifikater udstedt af investeringsforeninger eller direkte i investeringsforeninger; det kan derfor være naturligt, at de investeringsforeninger, der opnår godkendelse til modtagelse af sådanne midler, er underkastet lovregler, der opstiller betryggende bestemmelser for deres virksomhed.

Endelig har flertallet ment, at der under hensyntagen til de stadig stigende beløb, som investeringsforeningerne administrerer, så vidt muligt bør gennemføres lovregler, der sikrer, at der ikke kan ske misbrug, og at foreningernes medlemmer har en rimelig indflydelse på ledelsen. En sådan regulering må desuden antages at ville styrke tilliden til disse foreninger og derigennem fremme interessen for opsparing på bred basis i denne form.

Et medlem af udvalget (Backhaus), der af de ovenfor anførte grunde er enig i, at der bør gennemføres en lovgivning for investeringsforeninger, er imidlertid af den opfattelse, at den påtænkte lovgivning på visse punkter skal have et andet indhold end det af de øvrige medlemmer foreslåede og afgiver derfor nedenstående mindretalsudtalelse herom.

Et andet medlem (Sveinbjørnsson) mener ikke, at der er behov for en særlig lovgivning for investeringsforeninger og har afgivet den ligeledes nedenfor anførte mindretalsudtalelse herom.

Ved udformningen af det af flertallet anbe-

falede lovudkast har man haft samtlige de eksisterende foreningers struktur og virkemåde for øje, og udvalget har søgt at formulere bestemmelserne på en sådan måde, at de kan anvendes på de nu kendte investeringsforeninger uanset disses form, og uden at lovudkastet tvinger disse til at gennemføre væsentlige ændringer i deres struktur.

Man skal herved pege på to principielt forskellige former: 1) en form, hvor de indbetalte beløb placeres efter ledelsens skøn med adgang til kontinuerlige omplaceringer af formuen, og 2) en form, hvor indbetaleren (medlemmet) erhverver et certifikat, som repræsenterer en bestemt andel af en på forhånd fastlagt og principielt uforanderlig portefølje af værdipapirer (seriesystemet).

En anden væsentlig forskel mellem de eksisterende investeringsforeninger ligger i de forskellige måder, hvorpå ledelsen hidtil har været udpeget. Udvalget har fundet det mest rimeligt og bedst stemmende med det fælles formål, at alle foreningers ledelse vælges af medlemmerne.

For de eksisterende kendte investeringsforeninger gælder endvidere, at de alle er juridiske enheder, der har en vis lighed med selskaber. Det er derfor anset for praktisk i betydeligt omfang at foreslå selskabsretlige principper og bestemmelser anvendt på virksomheder af den art, som lovforslaget tager sigte på. I denne henseende har en række bestemmelser af aktieselskabsretlig karakter været af betydning for udformningen af forslaget.

Udvalgets drøftelser af indholdet af en række af de i udkastet indeholdte bestemmelser har derfor bl. a. fundet sted på grundlag af almindelige selskabsretlige principper, som er indeholdt i den gældende lovgivning for aktieselskaber eller er blevet udformet i praksis. Med henblik på tilvejebringelse af et mere tidssvarende grundlag for overvejelserne har udvalget tillige taget hensyn til det af aktielovkommissionen udarbejdede forslag til en ny aktielov.

Man har imidlertid hverken følt sig bundet af den gældende aktieselskabslovs bestemmelser eller aktielovkommissionens forslag til en ny lov. I betragtning af, at der her er tale om sammenslutninger, der vel i deres virksomhed i mange henseender minder om aktieselskaber, men som netop har valgt ikke at benytte sig af aktieselskabsformen ved tilrettelæggelsen af deres organisation, har man indskrænket sig til at overføre sådanne principper, som man har fundet det naturligt at anvende på investerings-

foreningernes virksomhed, og man har følt sig frit stillet med hensyn til at formulere bestemmelserne på anden måde end i aktieselskabslovgivningen, hvor man har skønnet, at de for investeringsforeningerne gældende særlige forhold gør dette hensigtsmæssigt. Selv i tilfælde, hvor aktieselskabslovgivningens regler har kunnet overføres i uændret skikkelse, har man ikke - bortset fra reglerne om likvidation, der skønnes at være af ringe praktisk interesse - begrænset sig til at henvise til de tilsvarende aktieretlige lovbestemmelser, navnlig fordi man har fundet det vigtigt at lade de regler, som skal gælde for investeringsforeninger — der henvender sig til nye, bredere kredse af befolkningen — i videst muligt omfang klart og direkte fremgå af en enkelt lov fremfor at henvise til parallelle steder i andre love.

Udvalgets flertal er endvidere af den opfattelse, at en lovgivning, der er baseret på et anmeldelses- og offentlighedsprincip, suppleret med en række bestemmelser af materielt indhold, vil være hensigtsmæssig, men at man ikke bør tilstræbe et egentligt tilsyn. Man har i denne forbindelse fundet, at tilsvarende principper, som er gældende i henhold til aktieselskabsloven af 1930, vil være praktisk anvendelige på de her omhandlede investeringsforeninger i tillempet form. Efter den gældende aktieselskabslov er der ikke etableret noget egentligt tilsyn med aktieselskaberne, men disse er alene undergivet et offentlighedsprincip, som tilgodeses ved en registreringspligt for selskaberne, samt er forpligtede til at overholde visse materielle forskrifter, f. eks. om indholdet af vedtægter og aktiebrev, indbetaling af aktiekapitalen, regnskabsaflæggelse, lån til aktionærer m. v., til hvis overtrædelse der er knyttet civilretlige og strafferetlige virkninger.

Da overregistrator ved aktieselskabsregisteret foruden dette register fører foreningsregisteret, jfr. lov nr. 100 af 31. marts 1926 om foreningsregisteret, har man anset det for den praktisk bedste løsning, at det foreslåede register henlægges til samme registreringsmyndighed, men som et selvstændigt register, bl. a. fordi der i modsætning til andre foreninger pålægges investeringsforeningerne anmeldelsespligt. Da investeringsforeningerne udgør og formentlig må antages fortsat at ville udgøre et særdeles beskedent antal, og da forslaget som anført ikke indebærer en egentlig tilsynspligt, vil det næppe volde administrative besværligheder eller bryde med registerets hidtidige for-

valtningsmæssige opgaver, at administrationen af loven henlægges til overregistrator ved aktieselskabsregisteret.

Da lovforslaget således vil medføre en vis forøgelse af aktieselskabsregisterets opgaver, har udvalget i overensstemmelse med kommissoriet anmodet aktieselskabsregisteret om at udtale sig om registerets stilling til en ordning som den af udvalget foreslåede. Aktieselskabsregisteret har i den anledning over for udvalget peget på, at der evt. kunne etableres en ordning svarende til den for banker gældende, nemlig at tilsynet udøves af bank- og sparekassetilsynet, medens registreringsopgaverne varetages af aktieselskabsregisteret. Dette forslag hviler imidlertid på den opfattelse, at lovudkastet indebærer et egentligt tilsyn med investeringsforeningerne. Noget sådant er som anført ikke udvalgets tanke med lovudkastet, og udvalget finder, at administrationen af loven mest hensigtsmæssigt bør henhøre under aktieselskabsregisteret.

Om indholdet af lovgivningen i udlandet kan følgende anføres:

Der er i en række vestlige lande i nyere og nyeste tid gennemført ret detaljerede lovregler om investeringsselskaber. Det er et gennemgående træk i lovgivningen i de forskellige lande, at de gennemførte ordninger er baseret på et tilsynssystem eller et godkendessystem, der ofte er suppleret med en vidtgående pligt til offentliggørelse af regnskaber, af fortegnelse over værdipapirer med angivelse af disses erhvervelsespris, af emissions- og tilbagekøbspriser, om virksomhedens administration, ophør o. s. v. Det fremgår endvidere af de forskellige bestemmelser, at de regler, der gælder med hensyn til sikring af en rimelig og hensigtsmæssig risikospredning, gennemgående er langt strengere og langt mere komplicerede end de bestemmelser, som udvalget foreslår gennemført i så henseende. Endelig må som et karakteristisk træk i de forskellige ordninger nævnes, at selv om der i visse særlige henseender gives investorerne mulighed for at udøve en indflydelse, f. eks. i forbindelse med ændringer af bestemmelser i fondsreglementer eller lign., er dette kun undtagelsen.

Som hovedregel har investorerne ingen direkte indflydelse på den pågældende forenings eller det pågældende selskabs virksomhed. Bortset fra de ovenfor nævnte fælles træk er den berørte lovgivning i det enkelte land i øvrigt præget af det pågældende lands retssystem

og tilpasningen til dette, ligesom forskellige motiver for at gennemføre en lovgivning har spillet ind.

Sikrer man imidlertid investorerne indflydelse og medbestemmelsesret på den pågældende investeringsforening, og gennemfører man det ovennævnte offentlighedsprincip, vil det efter udvalgets opfattelse være forsvarligt at indskrænke det offentliges kontrol med investeringsforeningerne i meget væsentlig grad, og man må endvidere kunne nøjes med et langt enklere retssystem, end det som anført er tilfældet i adskillige fremmede retsforfatninger. Disse synspunkter ligger til grund for flertallets udkast, og det afviger derfor en del fra mange af de lovkomplekser, man har gennemført i udlandet. Udvalget har således som anført koncentreret lovudkastet om at sikre, at indskyderne eller investorerne gøres til den øverste myndighed i den pågældende investeringsvirksomhed ved en ufravigelig regel om, at generalforsamlingen i en investeringsforening er den øverste myndighed i foreningen, og at foreningens medlemmer udøver denne myndighed. Derimod er udkastets bestemmelser om selve investeringsvirksomhedernes ledelse og forretningsgang gjort tilsvarende lempeligere. Udvalget har ved denne fremgangsmåde ved lovudkastets opbygning ment, at der herved er truffet en ordning, som bedst stemmer med dansk rets traditioner inden for selskabslovgivningen, og som samtidig skulle etablere det fornødne mål af sikkerhed mod misbrug af investeringsforeninger.

Man henviser i øvrigt til det i kapitel VI gengivne lovudkast med tilhørende bemærkninger.

Mindretalsudtalelser.

Et medlem (*Backhaus*) er enig med flertallet i, at det er hensigtsmæssigt at give lovregler om de i lovudkastets § 1 omhandlede investeringsforeninger, men kan ikke give tilslutning til lovudkastet som helhed og bemærker herom følgende:

Formålet med en lovgivning som den af flertallet foreslåede må bl. a. være at give regler om anbringelse af foreningernes midler og om anmeldelse af sådanne foreninger til et offentligt register, hvortil alle og enhver kan henvende sig for at få oplysning om foreningernes forhold.

Jeg er herefter enig i de i lovudkastets §§ 1, 2-5 samt § 38 indeholdte bestemmelser.

Reglerne i udkastets §§ 6-37, der formentlig i første række har til formål at sikre, at det er medlemmerne, som træffer afgørelse i alle foreningens forhold, er i væsentligt omfang hentet både fra den gældende aktieselskabslov og fra det forslag til en ny aktieselskabslov, der er udarbejdet af aktielovkommissionen. Nogle bestemmelser i lovudkastet er imidlertid forskellige både fra den gældende aktieselskabslov og fra det udarbejdede forslag til en ny aktieselskabslov, og endelig indeholder lovudkastet bestemmelser, som normalt alene optages i en forenings eller et selskabs vedtægter.

Jeg mener ikke, det er praktisk, at lovudkastet bygges op på regler, som dels hidrører fra gældende lov og dels er hentet fra et lovforslag, til hvilket folketinget ikke har taget stilling. Jeg anser det heller ikke for nødvendigt i samme lovudkast på en række punkter samtidig at give regler, der er forskellige fra den gældende lovs regler, og som i øvrigt heller ikke findes i det af aktielovkommissionen udarbejdede forslag til en ny aktieselskabslov. Jeg mener det lige så lidt nødvendigt, at regler, der naturligt hører hjemme i vedtægterne, her i stedet indarbejdes i selve lovforslaget.

De foreslåede bestemmelser (§§ 6-37) vil efter min opfattelse vanskeligt kunne håndteres af det investerende publikum, og administrationen af lovudkastets regler vil efter mit skøn også blive mere omfattende end nødvendigt er.

Da det er skattemæssige grunde, der har ført til, at investeringsvirksomhed drives under foreningsformen i stedet for aktieselskabsformen, og da der konstruktionsmæssigt ikke er forskel på aktieselskaber og på de af lovudkastet omfattede investeringsforeninger, foreslår jeg, at §§ 6-13 og 15-37 udgår af lovudkastet, og at der i stedet indsættes en bestemmelse om, at den (til enhver tid) gældende aktieselskabslov gøres anvendelig på de nævnte investeringsforeninger med de af forholdets natur følgende ændringer, eventuelt således at man udtrykkelig nævner de i gældende aktieselskabslov indeholdte bestemmelser, der skal finde anvendelse på de af lovudkastet omfattede investeringsforeninger.

Herved vil der ske en væsentlig forenkling af lovudkastet, og medlemmernes selvbestemmelsesret vil være lige fuldt tilgodeset ved en direkte anvendelse af bestemmelserne i den til enhver tid gældende aktieselskabslov.

Sveinbjørnsson bemærker:

I april 1966 gav jeg udtryk for mine synspunkter i nedenstående bemærkninger, der blev medsendt til investeringsvirksomhederne, samtidig med at udvalget anmodede disse om en udtalelse vedrørende det af udvalget udarbejdede lovudkast m. m.:

»Udvalget fik til opgave dels at overveje, om det må anses for påkrævet at gennemføre lovbestemmelser vedrørende investeringsforeninger — og i bekræftende fald udarbejde udkast til sådanne bestemmelser - og dels at undersøge den nuværende og forventede betydning af investeringsforeningernes virksomhed for erhvervslivets kapitalforsyning.

Det er min opfattelse, at det første spørgsmål må besvares benægtende, og jeg skal i det følgende redegøre hvorfor:

Allerede i 1928 stiftedes Aktieselskabet »*Investor*«, der i første række havde til formål at placere aktionærernes kapitalindskud i aktier i en flerhed af danske aktieselskaber, hvorved den enkelte gennem deltagelse i virksomheden kunne opnå en større spredning af risikoen ved aktiebesiddelse, end hvis han skulle anbringe sin kapital på egen hånd.

Årene efter sidste verdenskrig har som bekendt været præget af fortsat inflation. Dermed forstærkedes hos mange ønskerne om at placere deres midler i aktier i stedet for i obligationer, idet mange, således som forholdene udviklede sig, anså aktier for mere værdifaste i det lange løb end obligationer, en opfattelse - den være sig rigtig eller ikke - folk må have lov til at have. En virksomhed som A/S Investor sigtede med andre ord mod det dobbelte mål, at muliggøre det selv for mindre sparere at få anbragt deres midler med betydelig *spredning af risikoen* og, efter deres mening, *relativt værdifast*. Gældende *skattebestemmelser* virkede imidlertid hårdt over for et sådant selskab, hvis indtægter hidrørte fra aktier i selskaber, hvis indtægter i forvejen var beskattede hos de pågældende selskaber.

Som følge af beskatningsforholdene måtte interesserede personer, for at kunne realisere de nævnte formål bedst muligt, søge at finde frem til en anden *form* for sameje end den sædvanlige aktieselskabsform. Man er, udelukkende på grund af generende skattebestemmelser, kommet ind på at danne foreninger, hvis medlemmer indbetaler penge til vedkommende forening, der for de i fællesskab tilvejebragte midler køber aktier. Foreningen som sådan ejer ingen formue og har ingen indtægter. For-

eningen er alene administrator af medlemmernes midler. Ved slutningen af hvert år konstateres den samlede værdi af de erhvervede aktier, og denne totalværdi opdeles på de enkelte medlemmer i forhold til deres til foreningen indbetalte beløb. På tilsvarende vis fordeles hele udbyttet af de i fællesskab ejede aktier mellem medlemmerne. På denne måde kom man udenom dobbeltbeskatningen.

Denne konstruktion blev først bragt i anvendelse i 1952 af en kreds af personer, der var knyttet til en bestemt virksomhed, *F. L. Smidth & Co.* Medlemskredsen var begrænset til personer ansat i virksomheden. Medlemmerne har selv den øverste myndighed i *alle* foreningens anliggender, vælger bestyrelsen, bestemmer forvaltningsorganet og fastlægger selv, i foreningens vedtægt, hvorledes fællesformuen skal forvaltes.

Den, der havde taget initiativet til dannelsen af den nævnte begrænsede forening og som ledede dens virksomhed, fandt, at der var grund til at søge at oprette en forening, der ikke var begrænset, men som enhver, der mente at have interesse deri, kunne blive medlem af. I den anledning forhandlede vedkommende i 1956 med det daværende sparekassetilsyn, og samme år tog han initiativ til stiftelsen af »*Almindelig Investeringsforening*«.

Denne forening er organisatorisk opbygget på samme måde som den i 1952 stiftede begrænsede forening; det er også her således, at det er medlemmerne selv, der er øverste myndighed i *alle* foreningens anliggender.

Forhandlingerne i sin tid med sparekassetilsynet tog sigte på at få klarlagt, om foreningens virksomhed skulle være undergivet tilsyn fra det offentlige side. At denne tanke opstod skyldtes, at denne forening henvendte sig til *offentligheden*. Henvendelse til offentligheden om modtagelse af indskud er forbeholdt banker og sparekasser samt foreninger, som er undergivet tilsyn i henhold til den særlige lov af 2. maj 1934. Sparekassetilsynet var af den opfattelse, som blev tiltrådt af handelsministeriet, at der i dette tilfælde *ikke* var tale om *indskud*. Der var derimod tale om indbetalinger gjort med det formål at erhverve aktier som fælles-eje for deltagerne, noget som kunne give deltagerne gevinst eller tab, alt efter forholdene.

Under disse omstændigheder måtte det fastslås, at den påtænkte investeringsforening *ikke* var tilsyn undergivet.

Det skal her bemærkes, at foreningens le-

deise for så vidt ikke havde det mindste imod, at foreningen kom under statsligt tilsyn, men der var som nævnt ingen lovhjemmel til at henhøre foreningen under eksisterende tilsyn, og man fandt dengang heller ikke, at det havde offentlig interesse at blande sig i, hvorledes foreningens medlemmer, gennem de af dem selv valgte organer, ønskede at søge at realisere deres formål.

Senere, i 1959, opstod *Aktieforvaltningsinstituttet* i 1960 *Dansk Aktieejers Trust* og i 1962 omdannedes af skattemæssige grunde *A/S Investor* til en investeringsforening af samme navn.

Med undtagelse af *Dansk Aktieejers Trust* bygger alle disse foreninger på det princip, at medlemmerne selv bestemmer over alle foreningens forhold. I *Dansk Aktieejers Trust* derimod, var der fra begyndelsen indsat et *uafsætteligt* administrationsorgan (*A/S Ultim*). Et sådant forhold må betegnes som uheldigt, og det var stærkt medvirkende til udvalgets nedsættelse. I denne forbindelse bemærkes, at denne virksomheds ledelse selv er klar over det mindre heldige i en sådan ordning. Det nævnte forhold, i forbindelse med eksistensen af andre foreninger - hvor medlemmerne selv havde den øverste ledelse og ikke var »tvangsindlagt« i nogen henseende - har formentlig været afgørende for, at *Dansk Aktieejers Trust* ikke har haft fremgang, således som de andre foreninger, men har været i tilbagegang og nu er under afvikling.

Det skal her yderligere nævnes, at *Aktieforvaltningsinstituttet* adskiller sig fra de øvrige virksomheder derved, at de indbetalte beløb ikke udgør én samlet fællesformue, men er opdelt i *serier*, hver omfattende et bestemt antal aktier fordelt på nogle bestemte aktieselskaber. Når foreningens ledelse har erhvervet et passende antal aktier i et passende antal selskaber - som regel 10 - udsteder foreningen certifikater, der repræsenterer en bestemt andel af værdien til enhver tid af de af vedkommande serie omfattende aktier, og disse certifikater udbydes til salg til en pris, der udregnes på grundlag af børskursen på de af serien omfattede aktier. De forskellige seriers certifikater handles daglig på Københavns Børs.

Der er således i de forløbne år tilvejebragt forskellige former, under hvilke man, uden at blive udsat for dobbeltbeskatning, kan søge at realisere sit formål: Sikring af risikospredning og en vis værdifasthed, under betryggende le-

delse af de af deltagerne *selv* valgte organer og efter de af dem *selv* bestemte retningslinier.

Der er under disse forhold ikke, efter min mening, noget behov for en særlig lovgivning, for så vidt angår de eksisterende foreninger, og det har, har jeg forstået, heller ikke været tanken med det af flertallet i udvalget udarbejdede lovudkast, at der deri skulle være noget, der greb ind over for de bestående virksomheder - bortset fra den under afvikling værende »Aktieejers-Trust« — således at der med andre ord ikke er noget - i hvert fald ikke noget væsentligt - at rette hos de bestående foreninger. Det er altså i realiteten tanken på eventuelt kommende nye foreninger, der kan motivere udarbejdelsen af udkastet.

Der er endvidere, mener jeg, ikke grund til at forvente, at yderligere virksomheder af denne art skulle opstå; men skulle noget sådant alligevel ske, er der rimelig grund til at vente, at sådanne eventuelle nye virksomheder, for at kunne få tilgang af medlemmer, må følge de bestående virksomheders måde at arbejde på, navnlig sikre, at medlemmerne *selv* har hele den afgørende indflydelse i alle forhold. Det må nemlig erindres, at de mennesker, der interesserer sig for at deltage i pengeanbringelser af denne art, er mere end sædvanligt tænksomme.

Ud fra de foran anførte betragtninger må jeg, som nævnt, være af den opfattelse, at det første spørgsmål til udvalget må besvares benægtende.

Udviklingen i de mange år — nu fem — der er forløbet siden udvalgets nedsættelse, har yderligere bestyrket mig i rigtigheden af de synspunkter, jeg fremførte allerede ved udvalgsarbejdets begyndelse, gående ud på, at det efter alt foreliggende var upåkrævet at lovgive om disse foreninger. Det havde nok været rimeligt at søge dette spørgsmål afklaret, inden man begav sig ud på at udarbejde lovudkast og udførlige bemærkninger.

Angående det foreliggende lovudkast skal jeg kun bemærke, at eftersom etablering af tilsyn efter min mening er upåkrævet, finder jeg det rimeligt, at eventuelle lovbestemmelser i hvert fald højst bliver af formel karakter og tjener til at sikre den offentlighed vedrørende virksomheden og - navnlig - medlemmernes fri selvbestemmelsesret i alle forhold, som forningerne selv har anset som selvfølgelig.

Det er endvidere af betydning for mig at understrege, at de registreringsspørgsmål, der

eventuelt måtte blive tale om, ikke henlægges til tilsynet med banker og sparekasser, og dette synspunkt er der taget hensyn til ved udarbejdelsen af lovudkastet. Bank- og sparekassetilsynet har helt andre opgaver, som det er afgørende ikke at få sammenblandet med forholdet til virksomheder, hvis sigte er et ganske andet end bankers og sparekassers, hvor forholdet er det, at indskyderne skal kunne være sikre på altid at kunne regne med, at deres indskud i pengeinstitutterne er intakt, hvilket man ikke kan være sikker på, når man via en investeringsforening anbringer sine penge i aktier. Jeg kan tilføje, at bankernes og sparekassernes organisationer, efter det for mig oplyste, er ganske enige i disse synspunkter.

Med hensyn til det andet spørgsmål, som udvalget blev anmodet om at overveje, bemærkes, at det utvivlsomt skyldes en lang række forhold, at aktiemarkedet i Danmark er så forholdsvis beskeden. Jeg er enig i, at dette antagelig af flere grunde vil ændre sig fremover. Af særlig betydning i den forbindelse er naturligvis en række skattemæssige forhold. Generelt må det siges, at dersom man vil øge interessen her i landet for køb af aktier - og det er vel et af de hensyn, der har ligget bag udvalgets nedsættelse - så må der på det skattemæssige område træffes foranstaltninger, der fremmer interessen for sådanne erhvervelser. Eksempelvis skal nævnes, at udbyttebegrænsninger og kapitalvindingsskatter ikke er egnede til at animere til aktiekøb, tværtimod. Derved modarbejdes også de synspunkter, der ligger til grund for investeringsforeningerne, gennem hvilke man netop har villet åbne adgang for sparere til at søge at sikre sig mod inflationens virkninger gennem aktiekøb. Det er ikke logisk at ville befordre dannelsen af investeringsforeninger og samtidig bevare sådanne skattebestemmelser.

At investeringsforeninger kan komme til at spille en rolle i den fremtidige udvikling, er en så rimelig antagelse, at nogen længere redegørelse herfor ikke synes nødvendig. I givet fald er de bestående foreninger - uden nye, mere eller mindre overflødige, formelle lovbestemmelser og registreringsforskrifter - utvivlsomt i stand til at medvirke, såfremt der fra aktieselskabernes side vises øget interesse for at få placeret aktier i andre og videre kredse end de sædvanlige.«

Til de foranstående bemærkninger har jeg nu i juni 1968 kun det at føje, at det er mit indtryk, at det er den form for deltagelse i en fælles aktiebesiddelse, som *Dansk Aktieejers Trust* valgte i 1960, der er den mest smidige og praktiske, og som to år senere blev bragt i anvendelse af *Investor*. Den form, der anvendes af *Aktieforvaltningsinstituttet*, er behæftet med den svaghed, at de enkelte certifikater repræsenterer en del af en ganske bestemt, uforanderlig post aktier i et stærkt begrænset antal selskaber. Dette er nok baggrunden for stedfindende forhandlinger om at sammenslutte nævnte institut med *Investor*. *Alm. Investeringsforenings* form for virksomhed er behæftet med den svaghed, at man kun med et halvt års varsel til en 1. januar kan få sit tilgodehavende udbetalt. Noget sådant kan der vel i nogen grad rådes bod på på forskellig vis, men det skulle ikke undre mig, om foreningen engang gik ind i et samarbejde med *Investor*. Skulle dette ske, ville der kun blive én offentlig investeringsvirksomhed tilbage - idet *Dansk Aktieejers Trust* formentlig vil blive endelig afviklet om relativt kort tid — og dette understreger, for mig, kun yderligere, at der ikke er behov for nogen særlig lovgivning, når henses til den fornuftige måde, på hvilken man allerede har indrettet sig, byggende på fuld offentlighed og medlemskredsens bestemmende indflydelse.

KAPITEL II.

Baggrunden for kollektiv investering i aktier.

Værdifasthed og risikospredning.

1. Kollektiv investering i aktier.

Kollektiv investering navnlig i aktier under forskellige former har længe været kendt og allerede før 2. verdenskrig udbredt både i USA og Storbritannien. I Danmark har tilsvarende virksomhed været drevet af et enkelt aktieselskab siden 1928. Efter krigen har denne investeringsform fået et betydeligt opsving og har vundet indpas i de fleste vesteuropæiske lande. I USA androg de samlede investeringer i de såkaldte Mutual Funds i 1960 ca. 110 mldr. kr. eller ca. 600 kr. pr. indbygger, og i Storbritannien beløb investeringerne i de såkaldte Unit Trusts i 1964 sig til ca. 8 mldr. kr. eller ca. 150 kr. pr. indbygger.

Her i landet har kollektiv opsparing i aktier i de senere år ligeledes fået en vis udbredelse, selvom det i sammenligning med tilsvarende investeringsforetagender i en række andre lande endnu kun er forholdsvis beskedne beløb (ca. 30 kr. i gennemsnit pr. indbygger), der på denne måde er placeret. Som nærmere omtalt i kapitel V, har især skatteforhold bevirket, at denne investeringsvirksomhed i Danmark drives under foreningsformen, og der er i de senere år dannet 7 investeringsforeninger, som i 1968 i alt forvaltede et beløb på ca. 150 mill. kr.

Formålet med sådanne foreningers virksomhed er at give navnlig mindre sparere mulighed for at anbringe deres opsparede midler på en måde, der på den ene side tilvejebringer en vis grad af værdifasthed derved, at midlerne placeres i aktiver, hvis værdi må antages nogenlunde at variere med prisniveauet, og på den anden side tilsikrer en begrænsning af risikoen for tab gennem spredning af placeringerne over aktiver i en række forskellige foretagender. For den enkelte sparer, der kun har et begrænset beløb til rådighed, kan det være vanskeligt

samtidig at tilgodese begge disse formål, men gennem samarbejde mellem et større antal sparere lettes mulighederne i så henseende.

I praksis har danske investeringsforeninger navnlig søgt at opnå deres formål gennem placering i aktier, og i de følgende afsnit er det derfor søgt illustreret, i hvilken grad aktieinvestering her i landet har kunnet give en sådan sikring.

2. Begrebet aktiers værdifasthed.

Begrebet aktiers (eller andre værdipapirers) værdifasthed er ikke entydigt. For at belyse spørgsmålet om værdifastheden må man foretage en sammenligning mellem udviklingen i på den ene side et udtryk for pengeværdien af vedkommende aktiebesiddelse og/eller dens afkast og på den anden side et mål for prisniveauets højde. Det er imidlertid ikke uden videre givet, hvilke af de forskellige mulige udtryk for disse størrelses ændringer der er mest relevante. Afgørende i så henseende må være, hvad man tilsigter at belyse med den foretagne sammenligning.

Hvis man betragter investeringen i aktier fortrinsvis som en *permanent* anbringelse og lægger vægt på at opgøre udviklingen i realværdien af de herfra stammende *løbende indkomster*, vil det formentlig være mest nærliggende at sammenligne udviklingen i det løbende afkast med et udtryk for leveomkostningernes variationer. Dette kræver atter en nøjere fastlæggelse af begrebet løbende afkast.

Mest nærliggende synes det at være simpelt hen at definere det løbende afkast som den udbetalte dividende.

Imidlertid modtager aktionærerne undertiden ydelser af økonomisk værdi i anden form end som udbytte, nemlig dels reservefondsaktier (friaktier), dels adgang til, når selskabet fo-

retager en udvidelse af kapitalen, ved emission af nye aktier at tegne disse til en kurs, der ligger under dagskursen (tegningsrettigheder).

Udstedelse af reservefondsaktier er imidlertid blot en omlægning af selskabernes egenkapital fra reservefonds til aktiekapital, der principielt ikke influerer på aktionærernes værdier i selskaberne. Normalt reduceres aktiernes kurs og udbytteprocenterne svarende til forholdet mellem aktiekapitalen før og efter udstedelsen af reservefondsaktier. Tilsvarende skulle der teoretisk ske en reduktion i kursværdien, når et selskab udvider sin aktiekapital til underkurs; men da udbytteprocenten ved sådanne emissioner som regel opretholdes uændret, indtræffer der ikke et tilsvarende fald i kurserne, idet forventningen om uændret (eller omtrent uændret) udbytte kan betinge uændret (eller omtrent uændret) kurs eller bevirke, at kursen ikke reduceres så meget, som underkursen ved emissionen skulle betinge. Herved får retten til tegning af de nye aktier en markedsværdi (tegningsretsværdi) svarende til forskellen mellem kursværdien af aktiekapitalen før og efter aktieudvidelsen med fradrag af det beløb, der betales for de nye aktier.

Det fremgår heraf, at reservefondsaktier normalt ikke kan medregnes under aktiernes løbende afkast. Afhænder aktionæren den tildelte aktie, vil han normalt have reduceret kursværdien af sin aktiebeholdning og det fremtidige udbyttebeløb tilsvarende. Anderledes forholder det sig i praksis normalt med tegningsretsværdier. Således som danske selskabers udbyttepolitik traditionelt er, vil afhændelse af tegningsretten normalt ikke reducere kursværdien af aktiebeholdning før udvidelsen eller reducere det fremtidige dividendebeløb eller kun reducere disse i mindre omfang, således at emission til underkurs i realiteten træder i stedet for en regulær dividendeforhøjelse. Tegningsretsværdier kan derfor ud fra dette synspunkt betragtes som en løbende indtægt på linje med dividenden.

Man kan imidlertid lige så vel tænke sig, at aktionæren udnytter sin tegningsret, hvorved hans formue vokser med tegningsretsværdien, nemlig med kursværdien af hans aktiebeholdning før og efter tegningen minus det beløb, han har betalt for de nye aktier. Således betragtet er tegningsretten ensbetydende med en formue tilvækst på linje med en kursstigning. Denne betragtningsmåde ligger normal til grund for beregninger af kursindex for aktier, hvor den noterede kurs reguleres med **tegningsret-**

værdierne, ligesom der foretages regulering af den noterede kurs for kursnedgang som følge af udstedelse af reservefondsaktier. Betragtes tegningsretsværdien som formue tilvækst, bør der i de løbende indkomster medregnes det opnåede merudbytte pr. investeret krone af de nytegnede aktier sammenlignet med udbyttet af tilsvarende aktier tegnet til normalkurs, som tegningsretten muliggør.

Medregnes tegningsretsværdier under aktiernes løbende afkast, bliver dette stærkt svingende fra år til år for de enkelte selskabers aktier; men for et større antal selskabers aktier under ét vil disse svingninger i nogen grad udlignes. Ved opstilling af de løbende indtægter kunne også mellemformer komme på tale, f. eks. derved at vedkommende aktionær i år med udbytte ud over visse grænser antages at anvende det overskydende beløb til erhvervelse af nye aktieposter. Generelt gælder det, at man ikke på logisk tvingende måde kan afgøre, hvilken afgrænsning af begrebet løbende afkast der er rigtigst.

Anlægger man i stedet den betragtning, at midlernes placering i aktier *ikke er permanent*, men på et vilkårligt tidspunkt kan tænkes ændret, således at der i stedet erhverves andre aktiver, er en sammenligning mellem løbende udbytte og detailprinsniveau uden større relevans. I dette tilfælde må det være mere naturligt at sammenligne et udtryk for aktieanbringelsens værdi på forskellige tidspunkter med index for priserne på realkapital, eventuelt en særlig form for realkapital, f. eks. et index for maskinpriser, for ejendomspriser eller eventuelt et byggeomkostningsindex.

Spørgsmålet er imidlertid, hvad der skal forstås ved aktieanbringelsens værdi. Forudsætter man, at aktieejeren udtager hele det løbende afkast (bortset fra eventuelle reservefondsaktier - jfr. ovenfor) og anvender det til forbrug (eller investerer det på anden måde end i aktier), vil et index for aktiekurserne (reguleret for kursnedgange som følge af reservefondsaktieudstedelse) være et relevant udtryk for værdiudviklingen. Anvendes eventuelle opnåede tegningsretsværdier til køb af aktier, vil et kursindex reguleret for aktieudvidelser til underkurs eller det almindeligt anvendte aktieindex give udtryk for værdiudviklingen. Imidlertid kunne man i stedet forestille sig, at det investerede beløb én gang for alle er sat til side med henblik på, at det senere skal kunne frigøres og reinvesteres på anden måde, f. eks. i fast ejen-

dom eller i selvstændig erhvervsvirksomhed. Under denne - mere specielle - forudsætning måtte man definere aktieanbringelsernes værdi som det akkumulerede beløb, der i tidens løb er fremkommet ved at investere hele det løbende afkast i aktier til det til enhver tid gældende kursniveau. Det bemærkes, at denne beregningsmetode i grove træk svarer til den fremgangsmåde, der i de fleste tilfælde benyttes af medlemmerne i et par af de eksisterende investeringsforeninger — de såkaldte kontoførende foreninger — ligesom den kan have interesse ved sammenligninger med mere specielle former for pengeanbringelse, som ikke afkaster noget løbende udbytte, f. eks. erhvervelse af byggegrunde.

Endelig skal det fremhæves, at *valget af såvel basisperiode som sluttidspunkt* for de foretagne sammenligninger er af væsentlig betydning for de resultater, man når frem til. Tages udgangspunktet i et år eller en årrække, hvor

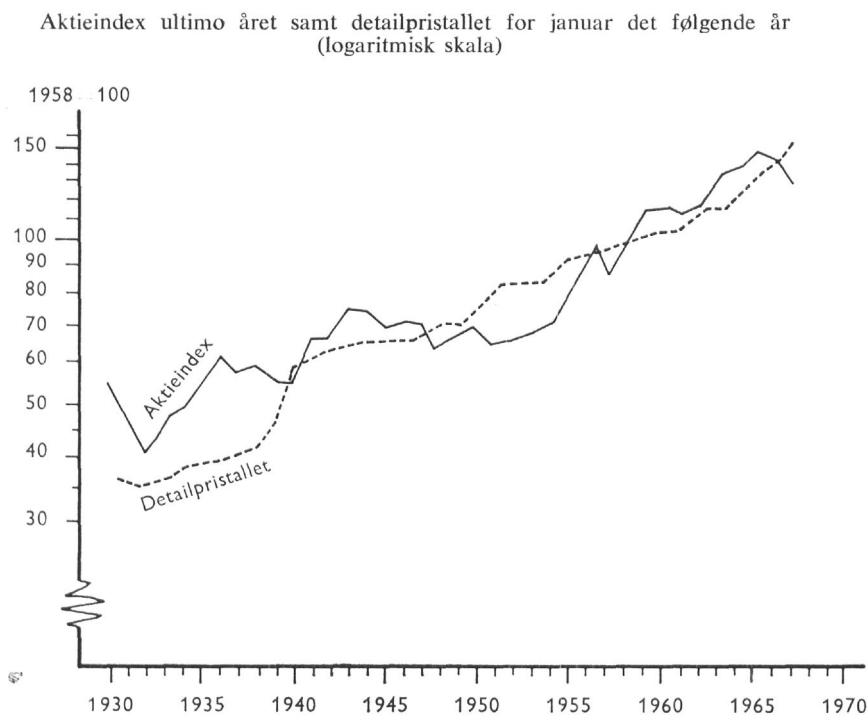
aktieafkastet, henholdsvis aktiekurserne har ligget særlig lavt, vil beregningerne vise en stærk realværdiforøgelse ved investering i aktier, medens det modsatte vil være tilfældet, såfremt man har valgt et år med høje aktieværdier som basis.

På grund af denne flertydighed af værdifasthedsbegrebet har man i det følgende forsøgt at belyse de omhandlede spørgsmål på flere måder. Det skal herved understreges, at for de fleste, der overvejer at placere i aktier, vil såvel det løbende afkast som realisationsværdien af placeringen være af betydning.

3. Udviklingen i aktieindex og detailpriser 1930-1967.

Ændringerne i aktiernes værdi over en længere periode kan illustreres med bevægelserne i Danmarks Statistiks aktieindex, som vist på figur 1 for tidsrummet 1930-1967.

Figur 1. Danmarks Statistiks aktieindex og detailpristallet 1930-1967.



Kilde: Aktieindex (fuldt optrukket kurve) Danmarks Statistiks aktieindex omregnet. Detailprisindex (stiplet) Det statistiske Departements »detailpristal« 1930-1963 omregnet suppleret med Danmarks Statistiks index for forbrugerpriser 1964-1967 (jfr. note til tabel 1).

I aktieindexet¹⁾, som omfatter et antal børs-noterede aktier, indgår foruden kursudviklingen beregnede værdier af tegningsrettigheder og regulering for kursfald som følge af udstedelse af reservefondsaktier. Indexet er således udtryk for stærkere stigning end stigningen i aktiekurserne, jfr. foran. Aktieindexet bliver derved udtryk for den formueændring udtrykt i kroner, der bliver resultatet af investering i aktier, bortset fra de løbende indtægter i form af udbytter, men incl. de ændringer, der skyldes modtagelse af reservefondsaktier og tegningsrettigheder.

I figur 1 er ligeledes indtegnet udviklingen i detailpristallet. Som det fremgår af det foran anførte, er sammenligningen mellem aktieindex og detailpristal umiddelbart af begrænset interesse, idet det første udtryk vedrører en kapitalværdi, medens det andet har relation til leveomkostningerne. Indirekte har en sammenligning dog betydning, hvortil kommer ønskeligheden af at kunne sammenholde materialet

Tabel 1. Stigning i aktieindex og de tailpris t alle t²⁾

	Stigning i aktieindex	Stigning i detail- pristallet
	pct.	pct.
Fra ult. 1930 til ult. 1932	- 26	- 6
» » 1932 » » 1938	48	17
» » 1938 » » 1940	- 7	41
» » 1940 » » 1945	25	12
» » 1945 » » 1950	1	17
» » 1950 » » 1957	23	27
» » 1957 » » 1960	36	5
» » 1960 » » 1965	27	27
» » 1965 » » 1967	- 13	16

Kilde: Beregnet på grundlag af Danmarks Statistiks aktieindex og detailpristallet.

¹⁾ Danmarks Statistiks aktieindex er frem til 1958 beregnet på grundlag af kursudviklingen for 44 dagligt noterede selskaber. I 1958 udvidedes grundlaget til 71 selskaber vejet efter aktiekapitalerne.

²⁾ Som udtryk for langtidbevægelser i forbrugerpriser er man henvist til at benytte »detailpristallet«, der beregnedes i henhold til lov nr. 154 af 7. juni 1958 om lønninger og pensioner til statens tjenestemænd og indeholder skatter og afgifter til forskel fra de forskellige lønregulerende pristal efter 1951. Med udgangen af 1963 ophørte beregningen af »detailpristallet« og er her for de efterfølgende år anslået på grundlag af bevægelserne i Danmarks Statistiks index for forbrugerpriser, der også indeholder afgifter, men ikke direkte skatter.

med tidligere undersøgelser af lignende karakter.

Figur 1 giver indtryk af, at der taget over en længere årrække (25-30 år) har været nogenlunde overensstemmelse mellem prisudviklingen og aktieindexets bevægelser (f. eks. fra 1940 til 1966), men at udviklingen i aktieværdierne over kortere perioder kan afvige væsentligt fra prisudviklingen.

I tabel 1 er de mere markante ændringer i aktieindex og detailpristallet illustreret. Bl. a. vises det stærke fald i aktiekurserne, som kriseseårene 1930-1932 forårsagede og den efterfølgende opgang frem til 1938. Krigsudbruddet og besættelsen fremkaldte meget stærke prisstigninger, hvilket har været hovedårsagen til, at stigningen i leveomkostningerne, som detailpristallet er udtryk for, i perioden 1930-1950 har været langt stærkere end stigningen i aktieindexet. I disse år blev detailpristallet fordoblet, medens aktieindexet kun steg 30 pct. Det er tydeligt, at aktierne ikke har kunnet bevare deres værdi over for forbrugerpriserne i den årrække, som omfattede krigstidens afspærring og efterkrigstidens knaphedsøkonomi, og at de også havde svært ved at følge med detailpristallets stigning i den første del af 1950'erne, som var præget af økonomisk vækst i moderat tempo, hvad der hang sammen med det dårlige bytteforhold i udenrigshandlen. Dette er også baggrunden for, at det af finansministeren i 1954 nedsatte udvalg i sin betænkning om værdifaste obligationer måtte konstatere, »at aktier her i landet i den undersøgte periode (1935-1954) kun delvis har fulgt prisbevægelserne, men dog har givet en beskedn grad af værdifasthed³⁾, idet stigningen i detailpriserne i denne periode havde været ca. 125 pct., medens stigningen i aktieindex kun var ca. 30 pct.

Det erfaringsmateriale vedrørende aktiekursernes udvikling og prisudviklingen, man nu - 11 år senere - har til rådighed, giver imidlertid grundlag for en anden vurdering af aktiernes værdifasthed. Fra 1950 til 1965 er aktieindexet således fordoblet, medens detailpriserne er steget ca. 80 pct., og særlig i perioden fra 1957 til 1960, da den kraftige realøkonomiske ekspansion tog sin begyndelse, var aktiekursernes stigning væsentlig stærkere end detailpriserne. Fra 1960 til 1965 var der omtrent sam-

³⁾ Side 17 i betænkning nr. 146, 1956: Betænkning om værdifaste obligationer m. v.

me stigning i aktieindex som i detailpriser, men i løbet af 1966 og 1967 faldt aktieindex i alt 13 pct., medens detailpriserne (incl. afgifter) steg 16 pct.

4. Undersøgelser vedrørende aktiers værdifasthed siden 1948.

For nærmere at belyse udviklingen i danske noterede aktiers kursudvikling og afkast til brug for en bedømmelse af aktiernes værdifasthed ud fra de forskellige synspunkter, der er omtalt i afsnit 2 i nærværende kapitel, har udvalget ladet foretage opgørelser over et stort antal aktiers kursudvikling, udstedelse af reservefundsaktier, udbytter og tildeling af tegningsrettigheder fra 1948 til 1967.

Oplysningerne vedrørende aktieudbytter, tegningsretsværdier og gennemsnitskurser for 1948-1953 stammer fra oplysninger fra Statistisk Departement i bilag til den tidligere omtalte betænkning vedrørende værdifaste obligationer, hvori der er givet oplysninger om gennemsnitlige udbytteprocenter og tegningsretsværdier for 79 selskabers aktier, der noteres officielt på Børsen og 20 selskabers aktier, der omsættes på Efterbørsen. Gennemsnittet er vejlet efter de pågældende selskabers indbetalte aktiekapital i 1935. For 1954-1967 hidrører oplysningerne fra beregninger foretaget i Handelsministeriet på grundlag af børslisten m. v. over 110⁴⁾ officielt noterede selskabers aktier og 27 selskabers aktier, der noteres på Efterbørsen. For disse år er gennemsnittet vejlet efter de pågældende selskabers aktiekapitaler ved hvert års begyndelse.

Hovedresultaterne af undersøgelsen er anført i tabel 2. I tabellens kol. 1 er anført gennemsnitskurser for de behandlede aktier. Kurserne er reguleret for overførsel af frie reserver til aktiekapital, således at reservefundsaktiernes værdi reduceres med den gennem friaktierne (reservefundsaktier) foranledigede kursnedgang. Der er derimod ikke i denne kolonne taget hensyn til tegningsrettigheder. Udstedelse af reservefundsaktier har kun haft betydning for den gennemsnitlige kursberegning i enkelte år og beløb sig til henholdsvis 1,8 pct., 1,3 pct. og 2,3 pct. af de samlede kursværdier ved årets begyndelse i 1962, 1965 og

1966. Inden 1962 bevirkede beskatningsreglerne, at udstedelse af reservefundsaktier kun forekom undtagelsesvis. I visse perioder bl. a. i 1963 og 1964 har der bestået forbud mod udstedelse af reservefundsaktier.

Tabel 2. Kursudvikling og tegningsretsværdier for et større antal børsnoterede aktier.

	Gnst. kurs ultimo	Gnst. nom. udbytteprocenter	I pct. af kursværdi v. årets begyndelse			
			Udbytte	Kursændring	Tegningsretsværdier	Kursændring og tegningsretsværdi i alt
	1.	2.	3.	4.	5.	6.
1948.	173					
1949.	184	9,0	5,2	6,4	0,1	6,5
1950.	187	9,4	5,1	1,7	1,5	3,2
1951.	173	9,7	5,2	- 7,3	0,6	- 6,7
1952.	172	10,6	6,1	- 0,5	1,8	1,3
1953.	174	10,8	6,3	1,5	0	1,5
1954.	183	11,3	6,5	4,8	0,9	5,7
1955.	204	11,1	6,1	11,5	1,4	12,9
1956.	234	11,0	5,4	15,1	1,8	16,9
1957.	205	11,9	5,1	- 12,0	2,1	- 9,9
1958.	238	11,4	5,6	15,3	2,6	17,9
1959.	278	11,8	5,0	17,2	1,3	18,5
1960.	277	12,0	4,3	- 0,7	3,1	2,4
1961.	263	12,0	4,3	- 5,3	4,8	- 0,5
1962.	264	12,2	4,6	0,4	2,7	3,1
1963.	275	12,0	4,6	4,0	2,0	6,0
1964.	275	11,7	4,3	- 0,1	4,2	4,1
1965.	275	11,4	4,2	- 0,2	4,6	4,4
1966.	265	12,1	4,4	- 3,7	2,5	- 1,2
1967.	232	11,8	4,5	- 12,6	1,8	- 10,8

Anm.: 1948-1953 er baseret på Statistisk Departements oplysninger i bilag til Betænkning om værdifaste obligationer m. v. (Betænkning nr. 146 1956) og omfatter 79 officielt noterede og 20 efterbørsnoterede selskabers aktier vejlet efter de pågældende selskabers indbetalte aktiekapital i 1935. 1954-1967 hidrører fra Handelsministeriets beregninger baseret på børslisten m. v. og omfatter 110 officielt noterede og 27 efterbørsnoterede selskabers aktier (i alt 175 aktier) vejlet efter de pågældende selskabers aktiekapitaler ved hvert års begyndelse. Kol. 2, kol. 4 og kol. 5 er optalte vejlede gennemsnit. I kursværdierne (kol. 1) er foretaget regulering for kursnedgang som følge af udstedelse af reservefundsaktier (de noterede kursværdier er forhøjet med en til reservefundsaktie-udstedelsen svarende procent). Kol. 3, udbytte i pct. af kursværdi er beregnet på grundlag af de optalte gennemsnitlige nominelle udbytteprocenter divideret med de beregnede kursgennemsnit. Det bemærkes, at et vejlet gennemsnit af optalte udbytter i pct. af kursværdier på grund af beregningernes karakter ligger på et noget højere niveau (gennemgående Vi pct.-point højere) end de her anførte.

I kol. 2 er anført gennemsnitlige nominelle udbytteprocenter. Udbyttensiveauet er steget fra ca. 9 pct. omkring 1950 til 11-12 pct. i de

⁴⁾ Samtlige officielt noterede selskaber med undtagelse af D.D.L., F. E. Bording, Rustfri Stålmon-tage og Gosch & Co., der af tekniske grunde ikke er medtaget.

senere år. Der har været lovmæssige udbyttebegrænsninger i 1957 og i 1963-64, der synes at have givet sig udtryk i et svagt fald i de udbetalte gennemsnitsudbytter i 1958 samt i 1964 og 1965. Udbytterne i pct. af kursværdi (kol. 3) har som følge af kursudviklingen været nedadgående i 1950'erne og har siden holdt sig nogenlunde uændret på ca. 4,5 pct.

I kol. 4 er anført kursændringer i de enkelte år beregnet i pct. af kursværdien ved årets begyndelse. Det vil ses, at der i de enkelte år forekommer betydelige udsving. Der har således været kraftige kursfald i 1951, 1957 og 1967 og betydelige kursstigninger i 1955, 1956, 1958 og 1959. Kol. 5 i tabellen viser de værdier af de rettigheder til tegning af aktier under den noterede kurs, som aktionærerne har fået tildelt i de enkelte år, beregnet som pct. af kursværdien ved årets begyndelse. Som tegningsretsværdier er ikke taget de faktiske omsætningsværdier; men tegningsretsværdierne er udregnet som forskellen mellem tegningskurs og ultimokurs det år, emissionen har fundet sted, vejret efter udvidelsen i forhold til aktiekapitalen før udvidelsen. Tegningsrettighederne har fået stigende betydning i de senere år. Således udgjorde tegningsretsværdier i årene 1936—1948 (gennemsnitlig) mindre end en halv procent årligt af kursværdierne, men fra 1949-1967 2—3 pct. årligt og i de seneste år 3-4 pct. årligt. Tegningsrettighederne varierer i omfang betydeligt fra år til år og fra selskab til selskab og har i visse år (1961, 1964 og 1965) i gennemsnit givet fordele for aktionærerne af samme størrelse som udbytteudlodningen. I almindelighed har kapitaludvidelser til underkurs (omkring parikurs) ikke været ledsaget af tilsvarende fald i kursen for den pågældende aktie. I 1967 er der dog eksempler på betydelige emissioner, for hvilke tegningsrettighedsværdien praktisk talt er opvejet af tilsvarende kursfald.

Med udgangspunkt i de i tabel 2 angivne beregninger over de gennemsnitlige udbytter, tegningsrettigheder og kursændringer er der i tabel 3 givet eksempler på udviklingen i formuedannelse og indkomster ved investering i et større antal børsnoterede aktier.

De tre eksempler i tabel 3 viser former for indkomst- og formuedannelse ved investering i et større antal aktier, som forekommer i de eksisterende danske investeringsforeninger.

Eksempel 1 svarer således til formueudvikling og afkast fra certifikater på såkaldte luk-

Tabel 3. Eksempler på formuedannelse og indkomster 1949—1967 ved investering i et større antal børsnoterede aktier.

1949 = 100	Eksempel 1: Tegningsret og udbytter realiseres løbende		Eksempel 2: Tegningsretsværdier geninvesteres		Eksempel 3: Udbytter og tegningsretsværdier geninvesteres
	Index for formue ved årets begyndelse	Index for indkomst	Index for formue ved årets begyndelse	Index for indkomst	Index for formue ved årets begyndelse
	1.	2.	3.	4.	5.
1949.	100	100	100	100	100
1950.	105	131	107	105	112
1951.	108	118	110	110	121
1952.	100	149	102	119	119
1953.	99	118	104	126	128
1954.	100	140	105	131	138
1955.	105	149	111	130	155
1956.	118	160	126	131	184
1957.	136	185	147	144	225
1958.	119	184	133	143	214
1959.	137	163	157	151	265
1960.	159	222	187	155	327
1961.	159	273	191	158	349
1962.	152	209	190	168	362
1963.	152	189	196	174	390
1964.	159	255	207	171	431
1965.	159	264	216	175	468
1966.	159	207	225	191	508
1967.	153	182	223	193	524
1968.	134		199		491

Anm.: Beregnet på grundlag af de i tabel 2 anførte værdier (jfr. noter til denne tabel). Kol. 1: Index for kursudvikling (reguleret for reservefondsaktier) = kol. 4 i tabel 2 akkumuleret. Kol. 2: Index for udbytter og tegningsretsværdier (kol. 3 + kol. 5 i tabel 2 multipliceret med kol. 1 i tabel 3 ved årets begyndelse). Kol. 3: Index for kursudvikling og tegningsretsværdier (kol. 4 + 5 i tabel 2 akkumuleret). Kol. 4: Index for udbytter af oprindelig investering og af de for tegningsretsværdierne erhvervede aktier (kol. 3 + kol. 5 i tabel 2 multipliceret med kol. 3 i tabel 3 ved årets begyndelse). Kol. 5: Index for kursgevinst, tegningsretsværdier og udbytter (kol. 3 + kol. 4 + kol. 5 i tabel 2 akkumuleret).

kede serier, for hvilke der årligt udloddes de på en bestemt aktieportefølje faldende udbytter og tegningsretsværdier, medens formueudviklingen bestemmes af de pågældende aktiers gennemsnitskurs. Kursudviklingen i eksempel 1 er reguleret for tildelinger af reservefondsaktier, der i denne type investeringsforeninger tilskrives seriernes nominelle værdier. Eksempel 1 viser en ret svag formuestigning, i gennemsnit 2,3 pct. årligt fra udgangen af 1948 til udgangen af 1966. Kursfaldene i 1967 bevir-

ker, at der fra 1948 til 1967 kun har været en gennemsnitlig formuestigning på 1,6 pct. årligt (på rentes rentebasis). Den hertil svarende indkomstudvikling har på grund af de stærkt varierende tegningsrettigheder været ujævn. I gennemsnit for de viste år har indkomsterne fra udbytter og tegningsrettigheder beløbet sig til ca. IV2 pct. årligt af de investerede beløb.

I eksempel 2 er forudsat, at tegningsretværdierne geninvesteres. Formueudviklingen er således bestemt af kursudvikling incl. tegningsretværdier, og indkomsterne består af udbytterne fra den oprindelige investering og fra de aktiekøb, tegningsretværdierne har muliggjort. Formueudvikling og afkast svarer til, hvad der er tilfældet for certifikatudstedende såkaldte »åbne« investeringsforeninger, der fortsat investerer bl. a. i forbindelse med tegningsret og udbetaler udbytte af certifikaterne svarende til de opnåede udbytteindtægter fra foreningens aktiebeholdning. Den gennemsnitlige årlige formuestigning fra 1948 til 1966 har i eksempel 2 været 4,6 pct. og fra 1948 til 1967 3,7 pct. (rentes rentebasis). Den gennemsnitlige årlige indkomst i de viste år har været ca. 5Vi pct. af de investerede beløb.

Eksempel 3 viser den akkumulerede formuestigning, såfremt både udbytter og tegningsretværdier geninvesteres, svarende til hvad der kan finde sted i de såkaldte kontoførende investeringsforeninger, der lader de samlede gevinster incl. udbytte indgå i fælles-formuen, medmindre medlemmerne udtrykkeligt forlanger udbyttet udbetalt. Det er ikke ualmindeligt, at medlemmerne - med henblik på opsparing på længere sigt - undlader at hæve udbytter og andre indkomster fra investeringen i en længere arrække.

Eksempel 3 viser, at en formue anbragt i 1948 vil være steget til det femdobbelte ved udgangen af 1967, svarende til, hvad et beløb indsat til en årlig rente på 8,8 pct. med renter og renters rente ville være øget til i løbet af samme periode (9,7 pct. fra 1948 til 1966). Denne forrentnings realværdi er søgt illustreret i tabel 4, der viser, hvor stor en del af det samlede afkast fra investering i de undersøgte aktier i form af udbytter, tegningsretværdier og kursgevinster, der modsvares af stigninger i leveomkostninger (detailpristallet) i den undersøgte periode. Af den nævnte årlige samlede forrentning på 8,8 pct. i perioden 1948-1967 modsvares 4,2 pct. af prisstigninger, således at der er opnået en »realrente« på 4,6 pct. p.a.

(5,8 pct. fra 1948 til 1966). I visse år har stigningen i detailpristallet været større end aktieafkastet. I 1967 oversteg kursfaldet som tidligere nævnt de udbetalte udbytter og tegningsretværdierne med ca. 6 pct. Da prisstigningerne beløb sig til ca. 10 pct., har der i 1967 været en negativ »realrente« på godt 16 pct. Det bemærkes, at der i beregningerne over indkomster og gevinster ved investering i aktier ikke er taget hensyn til den beskatning, sådanne indtægter er underkastet. Dette spørgsmål er nærmere behandlet i kapitel V.

Tabel 4. »Realrente« ved investering i et større antal børsnoterede aktier 1948-1967.

I pct. af henholdsvis kursværdi og detailpristal ved årets begyndelse	Kursgevinst, udbytte og tegningsret værdi	Stigning i detailpristallet	»Realrente«
1	2.	1.-2.	
1949	11,7	1,1	10,6
1950	8,3	10,3	-2,0
1951	-1,5	7,0	-8,5
1952	7,4	2,3	5,1
1953	7,8	-0,8	8,6
1954	12,2	3,2	9,0
1955	19,0	7,0	12,0
1956	22,3	4,1	18,2
1957	-4,8	1,1	-5,9
1958	23,5	2,2	21,3
1959	23,5	2,2	21,3
1960	6,7	0,3	6,4
1961	3,8	4,5	-0,7
1962	7,7	6,4	1,3
1963	10,6	1,0	9,6
1964	8,4	5,2	3,2
1965	8,6	7,9	0,7
1966	3,2	5,1	-1,9
1967	-6,3	10,3	-16,6

Årsgennemsn. (på rentes rente-basis)

4,2 4,6

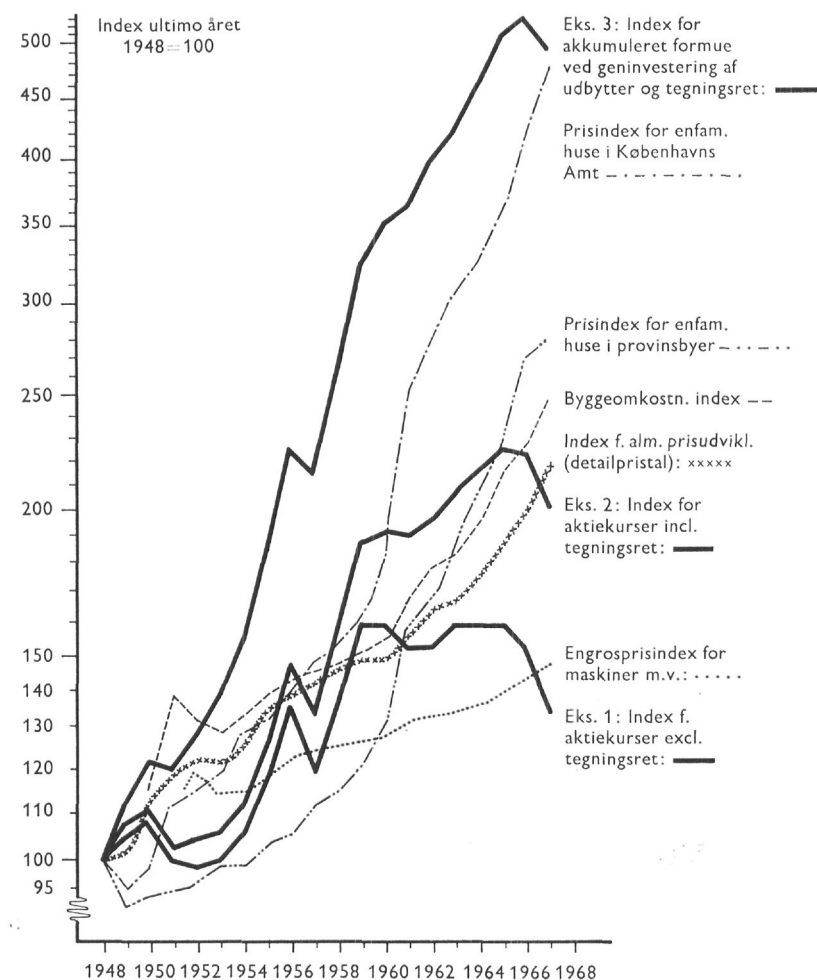
Anm.: Kol. 1: Samlet afkast af de undersøgte aktier. (kol. 3 + kol. 4 + kol. 5 i tabel 2 - jfr. noterne hertil). Kol. 2: 1948-1962 stigning i detailpristallet incl. skatter og afgifter, 1963-1967 stigning i forbrugerprisindex incl. afgifter (jfr. noter til tabel 1).

For at illustrere indkomst- og formueudvikling ved investering i et større antal aktier sammenlignet med prisudviklingen er der i figur 2 vist formueudviklingen og i figur 3 vist indkomstudviklingen svarende til de tre eksempler i tabel 3 sammenlignet med forskellige prisindikatorer årligt.

I figur 2 er kursudviklingen dels excl. tegningsrettigheder (eksempel 1) dels incl. tegningsretværdier (eksempel 2) og endelig den samlede formueudvikling, såfremt både tegningsretværdier og udbytter geninvesteres, (ek-

sempel 3) i perioden 1948-1967 sammenholdt med en række prisindikatorer, der kan være relevante til vurderingen af den opnåede værdifasthed ved anbringelse i et større antal børsnoterede aktier.

Figur 2. Forskellige prisindikatorer sammenlignet med formuedannelse ved investering i et større antal børsnoterede aktier 1948-1967.
(logaritmisk skala)

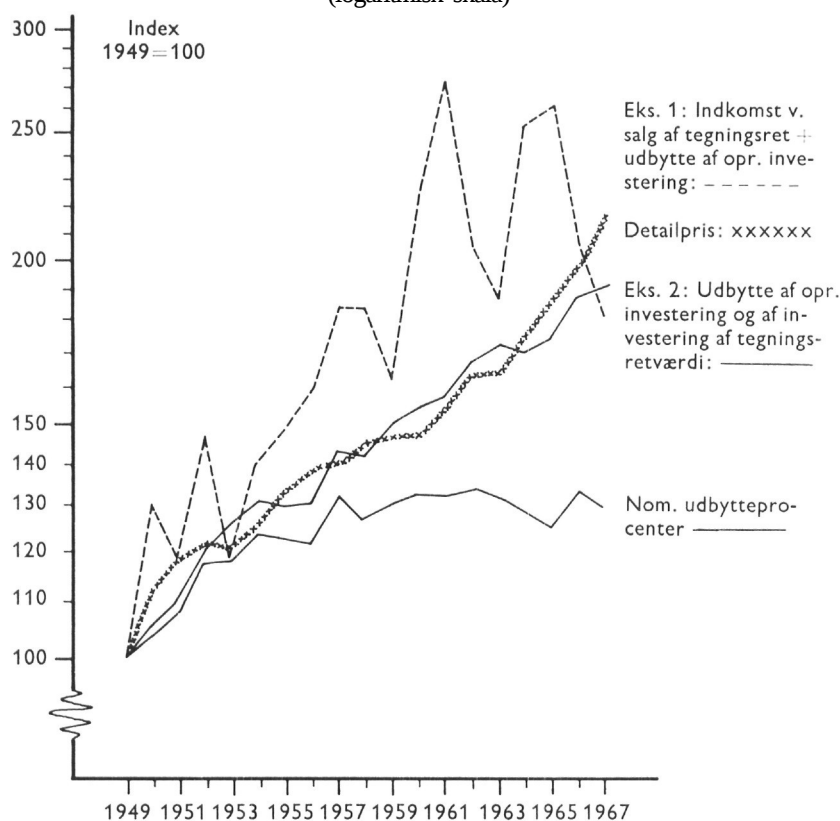


Anm. til figur 2: Eksempel 1, 2 og 3: jfr. noter til tabel 2 og 3. Prisindex for enfamiliehuse beregnet på grundlag af Statens Ligningsdirektorats ejendomssalgssstatistik. Detailprisindex jfr. noter til tabel 1. Byggeomkostningsindex og engrosprisindex beregnet på grundlag af Danmark Statistiks prisindex.

I figuren er indtegnet et index for udviklingen i detailpristallet (jfr. noter til tabel 1). Det skal bemærkes, at forløbet af dette index ikke adskiller sig væsentligt fra udviklingen i forholdet mellem bruttonationalproduktet i løbende priser og i faste priser som et udtryk for

den almindelige prisudvikling i den anførte periode. Sammenholdt med den almindelige prisudvikling har aktiekurserne incl. tegningsretværdier overvejende vist samme eller stærkere stigninger, afbrudt af enkelte år med kurstillbageslag - senest i 1967. Medregnes ikke

Figur 3. Løbende indkomster ved investering i et større antal børsnoterede aktier 1949—1967.
(logaritmisk skala)



Anm. til figur 3: Eksempel 1, 2 og 3 jfr. noter til tabel 2 og 3. Detailprisindex jvf. note til tabel 1.

tegningsretsværdier, har aktierne ikke i de senere år kunnet holde trit med prisudviklingen. På figuren er ligeledes vist udviklingen i det af Danmarks Statistik beregnede byggeomkostningsindex, der stort set har haft samme forløb som det omtalte prisindex. Da byggeomkostningsindexet er en kombination af byggematerialepriser og timelønninger i byggeriet overvurderer indexet utvivlsomt de faktiske byggepriser f. eks. for fabriksbyggeri og andet byggeri, hvor mekaniseringen har spillet en rolle. Der synes derfor grund til at antage, at værdistigningen ved anbringelse i aktier (når tegningsret medregnes) har været større end pristigningen for bygninger o. l. i en længere årække. Det samme gør sig endnu i højere grad gældende, når aktieværdierne sammenlignes med udviklingen i engrospriser for maskiner, lastbiler o. l., der som det fremgår af figuren har haft en relativ svag prisudvikling siden 1952.

Sammenligning med udvikling i ejendomspriser giver imidlertid et andet billede af aktiernes værdifasthed. Navnlig viser prisudviklingen for enfamiliehuse i Københavns omegn langt stærkere stigning end aktieværdierne, også når tegningsretsværdierne medregnes, idet der er tale om en 5-dobling af gennemsnitspriserne for sådanne ejendomme fra 1948 til 1967. I ejendomspriserne kan forbedring af husenes gennemsnitlige kvalitet og størrelse spille ind, men det er først og fremmest stigningen i grundpriserne, der er årsag til den stærke stigning i ejendomspriserne. Således er priserne på byggegrunde i Københavns amt 12-doblet fra 1950 til 1967 og 6-doblet fra 1958 til 1967. Prisudviklingen for enfamiliehuse i provinsbyerne, der ligeledes er vist på figur 2, har som helhed i den viste periode været mindre kraftig og frem til 1965 ikke stærkere end stigningen i aktieværdierne (incl. tegningsret), men stigningstakten har dog fra 1960 været langt stær-

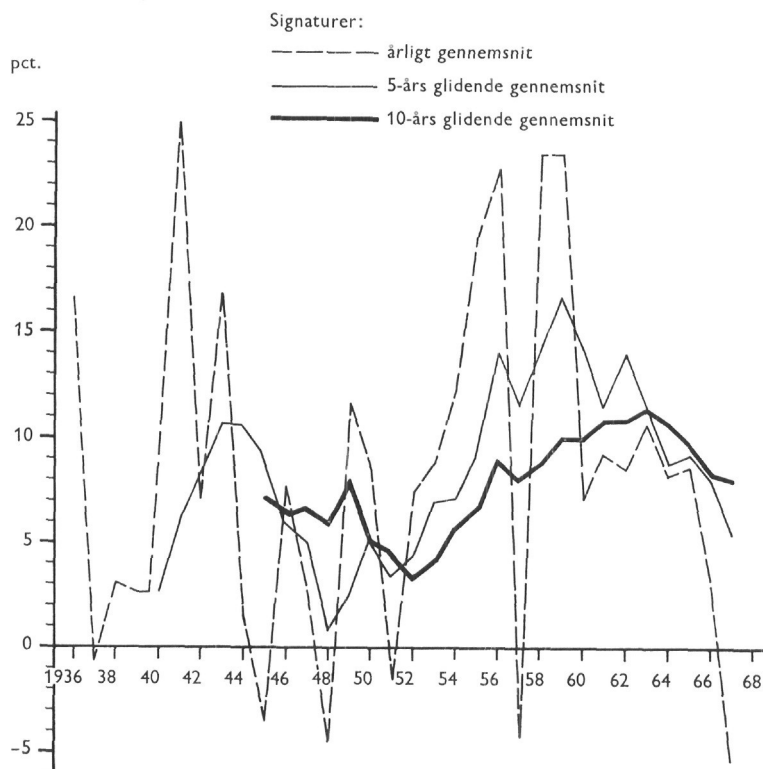
kere end for aktiernes vedkommende. Stigningen i priserne for byggegrunde i provinsen har været væsentlig mindre end i Københavns omegn. Det kan endvidere nævnes, at stigningen i priserne for landbrugsejendomme fra 1958 til 1967 har været lidt stærkere, og stigningen i priserne for boligudlejningsejendomme har været lidt svagere end stigningen i aktieværdierne (incl. tegningsret). Den formuestigning, der fremkommer, når både udbytter og tegningsretsværdier geninvesteres, viser dog stærkere stigning end ejendomspriserne; men i dette tilfælde er der også set bort fra løbende indkomst af aktieinvesteringen, som i givet fald måtte sammenlignes med en beregnet nettolejeværdi (efter fradrag af omkostninger til ejendommens vedligeholdelse, skatter og renter).

I figur 3 vises udviklingen i de løbende indkomster ved aktieinvestering sammenlignet med udviklingen i forbrugerpriserne (detailpristallet). Der er bl. a. vist udviklingen i de nomi-

nelle udbytteprocenter som udtryk for udviklingen i en given aktieinvesterings afkast i form af udbytter. Isoleret er udbytteprocenterne dog ikke noget udtryk for indkomsten for aktieinvestering, idet disse enten må bestå i udbyttet fra den oprindelige investering (udbytteprocenten) + tegningsretsværdierne (den stiplede kurve på figur 3 svarende til indkomst-udviklingen i det tidligere nævnte eksempel 1) eller - såfremt tegningsretten ikke realiseres - af udbytter af den oprindelige investering + udbyttet af de aktier, der er købt for tegningsretsværdierne (fuldt optrukket kurve på figur 3, svarende til det tidligere omtalte eksempel 2).

I det første tilfælde er der tale om ret svingende indkomster, dog overvejende med tendens til stærkere stigning end stigningerne i detailpristallet, men formueudviklingen har i dette tilfælde som omtalt været ret svag. I det andet tilfælde viser indkomsterne en udvikling omtrent som udviklingen i detailpriserne, der dog i 1967 har været væsentlig stærkere. I

Figur 4. Gennemsnitlig udbytte + kursændring (incl. korrektion for kapitaludvidelser) 1936-1967 i pct. af kursværdi ved årets begyndelse for optalte selskaber.



Kilde: 1936-1953: beregnet på grundlag af Statistisk Departements oplysninger i bilag til betænkning af 1956 om værdifaste obligationer m. v. 1954-1967 Handelsministeriets beregninger.

dette tilfælde var indkomsterne som omtalt forbundet med ret betydelig formuestigning.

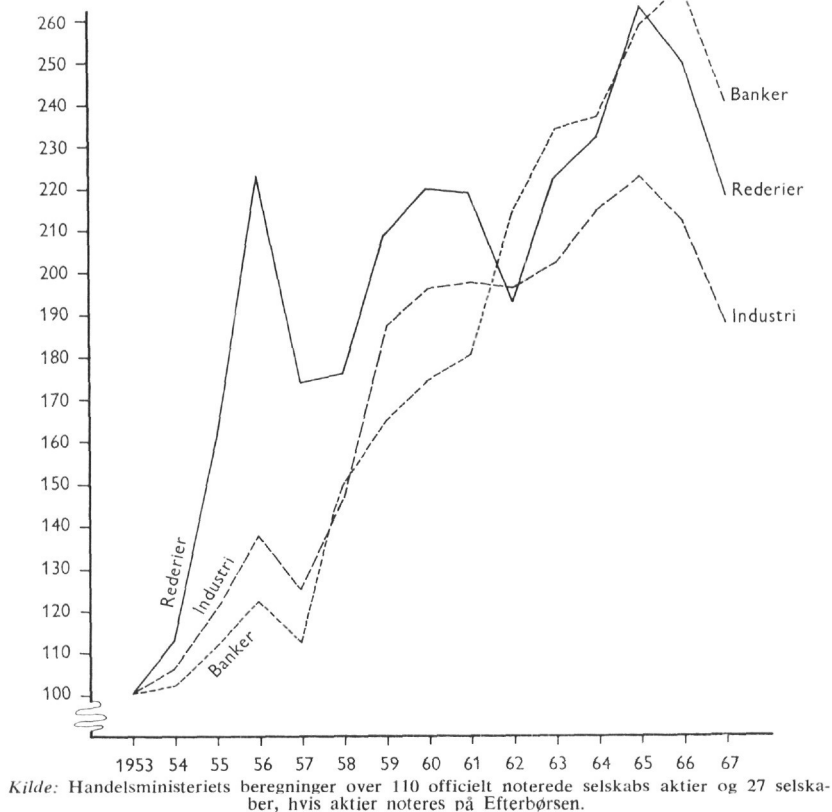
Det synes på dette grundlag at kunne udledes, at kapitalanbringelse i et større antal aktier over en årrække både med hensyn til løbende indkomster og med hensyn til formueudviklingen har bevaret sin værdifasthed over for prisudviklingen på de fleste områder, når man til formuestigningen henregner de opnåede tegningsretsværdier. Anbringelse i aktier må derfor antages at være ligeså værdifast som en række andre alternative kapitalanbringelser. De senere års voldsomme grundprisstigninger, navnlig i de større byers omegn og visse sommerhusområder har dog medført, at anbringelse i byggegrunde, enfamilieshuse og sommerhuse har vist betydelig større formuestigning end anbringelse i aktier, når der samtidig skal afses midler til en til den almindelige prisudvikling svarende løbende indkomst fra aktieinvesteringen.

5. Betydningen af aktieinvesteringernes varighed og fordeling.

Den værdifasthed, der kan konstateres ved investering i et større antal aktier, er i høj grad afhængig af den periode, i hvilken formuen holdes. De årlige kursændringer kan bevirke, at der over et kortere åremål kan være betydelig risiko — såvel som chancer for betydelig formueforøgelse - ved investering i selv et stort antal aktier.

Figur 4 viser det samlede afkast i form af udbytter og kursgevinster ved anbringelse i et større antal aktier fra 1936 til 1967. Den stiplede kurve viser udbytte + kursændring i de enkelte år i pct. af kursværdi ved årets begyndelse og illustrerer de stærkt svingende resultater af en kortvarig aktieinvestering. På figuren vises endvidere 5-årige og 10-årige glidende gennemsnit for de årlige resultater, der viser, at også anbringelse over en 5-årig periode har

Figur 5. Beregnet kursudvikling (incl. korrektion for kapitaludvidelser) for industri-, bank- og rederiaktier 1953-1967 (ultimo kurser 1953 = 100).



givet højest varierende resultater i den viste år-række, medens det 10-årige glidende gennemsnit stort set har givet stabile forretningsforhold. For sparere, der først og fremmest er interesseret i en værdisikret anbringelse, vil opsparing i aktier derfor normalt kun være hensigtsmæssig med henblik på en længere opsparringsperiode.

For at illustrere resultatet af investering i aktier indenfor bestemte erhverv, er i figur 5 vist kursudviklingen fra 1954 til 1967 for de af den omtalte undersøgelse omfattede bank-, industri- og skibsaktier.

Bankaktierne har vist de mest stabile kursstigninger, medens kursudviklingen for aktier i rederier har haft et meget ujævnt forløb, men over hele perioden steget omtrent lige så meget som bankaktierne. Industriaktierne steg stærkt fra 1957 til 1959 og senere kun svagt frem til 1965, hvorefter der har været fald i kurserne både i 1966 og 1967, medens kursfaldet for bankaktiernes vedkommende først indtraf i 1967.

Tabel 5 viser det samlede resultat i form af

Tabel 5. Udbytter + kursændringer (incl. tegningsretsværdier) for 137 selskabers aktier fordelt på erhvervsgrene.

Pct. af kursværdi ved årets begyndelse	Indu- stri	Han- del	Ban- ker	Rede- rier	Andre	Ialt
1954.....	12	17	9	22	6	12
1955.....	19	17	14	48	10	19
1956.....	20	31	15	46	13	23
1957.....	-4	-14	-2	-19	4	-4
1958.....	23	29	38	6	23	24
1959.....	32	45	16	24	10	74
1960.....	9	7	10	10	-3	7
1961.....	4	3	8	4	-1	4
1962.....	4	8	24	-7	10	8
1963.....	8	14	14	22	6	11
1964.....	11	17	9	9	5	9
1965.....	6	8	18	12	2	9
1966.....	0	6	7	1	11	4
1967.....	-8	-4	-6	-8	8	-6
Årsgennemsn. (på rentes rentebasis):						
1954-60 (7 år) .	15	17	14	17	9	14
1961-67 (7 år) .	3	7	9	4	6	5
1954-67 (14 år) .	9	12	12	10	7	10

Anm.: Beregnet på grundlag af Handelsministeriets undersøgelse af 137 børsnoterede selskabers aktier (ifr. noter til tabel 2).

udbytter og kursgevinster fra år til år for de forskellige brancher. Der kan være ret store forskelle i det samlede afkast for de forskellige erhvervsgrenes aktier i de enkelte år, men de mere markante konjunkturbestemte tendenser kommer dog som regel til udtryk i alle aktiegrupper, således den almindelige kursopgang i 1955-56 og 1958-59 og det almindelige kursfald i 1957 og 1967. For hele perioden viser de vigtigste brancher ikke større forskelle i den årlige gennemsnitlige forrentning (9-12 pct.) fra 1954 til 1960 har det gennemsnitlige årlige afkast ligget på et højt niveau (14-17 pct.) for disse brancher, men i periodens sidste halvdel, 1961-1967, har udbytte + kursændringer - bl. a. på grund af det udbredte kursfald i 1967 - kun andraget 3-4 pct. i årligt gennemsnit for industri- og skibsaktier imod 7-9 pct. for aktier i banker og handelsselskaber.

Går man ud fra, at det er investeringsforeningernes opgave først og fremmest at sikre medlemmernes opsparing på længere sigt, synes de forskelle, der over et kortere åremål kan konstateres for de forskellige erhvervsgrenes aktier ikke at give anledning til at foreskrive investeringsforeningerne særlig pligt til at sprede deres investeringer over flere erhverv.

Tabel 6. Udbytter + kursgevinster (incl. tegningsretsværdier) for officielt noterede og efterbørsnoterede industriselskaber.

	I pct. af kursværdi ved årets begyndelse	Officielt noterede industriselskaber (56 selskaber, 74 aktier)	Efterbørsnoterede industriselskaber (25 selskaber, 33 aktier)
1954.		13,1	7,4
1955.		20,8	10,2
1956.		21,6	14,2
1957.		-5,1	2,7
1958.		24,6	14,4
1959.		31,5	25,3
1960.		7,5	18,5
1961.		3,3	10,5
1962.		2,6	12,3
1963.		8,4	2,1
1964.		11,1	12,9
1965.		6,0	9,2
1966.		1,1	-6,0
Årligt gns. 1954-66 (rentes rentebasis) ..			
		10,8	9,9

Anm.: Beregnet på grundlag af Handelsministeriets undersøgelse af 137 selskaber (ifr. noter til tabel 2).

I den omtalte undersøgelse af 137 selskabers aktier indgår 27 større selskaber, hvis aktier ikke er optaget til officiel notering på Børsen, men noteres på Efterbørsen. I tabel 6 er foretaget en sammenligning mellem de officielt noterede og de efterbørsnoterede aktiers samlede afkast i form af udbytter, tegningsretværdier og kursgevinster for de af undersøgelsen omfattede industriselskabers aktier.

I perioden 1954-1966 som helhed har de efterbørsnoterede aktiers samlede afkast været lidt lavere end de officielt noteredes; men siden 1960 har de efterbørsnoterede aktiers afkast overvejende været større end de officielt noteredes. Sammenligningen tyder således ikke på, at der af hensyn til indskydernes sikkerhed skulle være grund til at udelukke investeringsforeningerne fra at placere medlemmernes formue i aktier, der ikke er optaget til officiel notering på Børsen, da efterbørsnoterede aktier - i hvert fald for industriens vedkommende - stort set har givet samme værdifasthed som de officielt noterede over en længere årrække. For rederierne gælder det, at nogle af de største selskaber ikke er officielt noteret.

6. Betydningen af aktieinvesteringernes spredning.

Betydningen af at sprede investeringerne over et større antal selskaber er illustreret i tabel 7 på grundlag af oplysninger hentet fra Knud Hansens og Erik Johnsens statistiske undersøgelse fra 1959 »Investering i aktier«, der giver oplysning om den spredning, der i en årrække har vist sig i kursudvikling og årligt udbytte m.v. for 113 selskabers aktier, der handles på Børsen.

Tabel 7. Procentvis fordeling af 113 selskabers aktier efter det gennemsnitlige årlige afkast på forskellige tidspunkter.

Samlet afkast i pct p.a. *)	1934-39	1939-45	1945-50	1950-58	1954-58
Under 0	7	1	5	8	0
0- 5	26	5	34	12	10
5-10	30	30	44	45	59
10-15	16	42	12	21	25
15-20	12	10	3	11	6
20 og derover	9	12	2	3	0
Ialt	100	100	100	100	100

*) Udbytte, tegningsværdi m. v. samt kursgevinster.
Kilde: Knud Hansen OR Erik Johnsen »Investering i Aktier«.

Spredningen i aktiernes afkast i de senere år kan belyses ved en nærmere analyse af det materiale, der indgår i den omtalte undersøgelse af 137 selskabers aktier i perioden 1954-1967.

Undersøgelsen omfatter i alt 169 aktier, idet der hyppigt forekommer flere typer aktier for samme selskab (f. eks. A og B-aktier). Fordelingen efter det gennemsnitlige årlige afkast i form af udbytter, tegningsretværdier og kursgevinster i perioden 1954-1967 er vist i tabel

Tabel 8: Fordeling af 137 selskabers aktier (169 aktier) efter det gennemsnitlige årlige afkast 1954-1967 (rentes rente-basis).

Samlet afkast i pct. p.a. 1954-67:	Industri Antal aktier	Handel Antal aktier	Banker Antal aktier	Rederier Antal aktier	Andre Antal aktier	Ialt	
						Antal aktier	pct.
under 0	3	—	—	4	—	7	4
0- 5	19	—	—	3	1	23	14
5-10	39	7	—	5	10	61	36
10-15	35	4	8	6	7	60	36
15-20	6	3	2	—	—	11	6
20 og derover	7	—	—	—	—	7	4
Ialt	109	14	10	18	18	160	100

I den nævnte periode har det gennemsnitlige årlige samlede afkast været ca. 10 pct. 72 pct. af de undersøgte aktiers afkast ligger inden for 5-15 pct. årligt, 10 pct. har givet større resultat, 14 pct. har kun givet en samlet forrentning på 0-5 pct. årligt, medens 4 pct. af de undersøgte aktier har givet tab i den undersøgte periode, bl. a. på grund af tabgivende likvidation af visse selskaber. Bortset fra disse enkelte tilfælde med tab af den investerede kapital og bortset fra særlig høj årlig forrentning af visse aktier, der kun har været i omløb i en vis del af perioden er yderpunkterne i det undersøgte materiale en gennemsnitlig årlig forrentning på henholdsvis 21,5 pct. og — 10,2 pct., der begge forekommer inden for industrien. Der forekommer således betydelige afvigelser fra det gennemsnitlige årlige afkast for samtlige undersøgte selskabers aktier.

For nærmere at illustrere spredningen i resultaterne ved investering i aktier har man foretaget en statistisk analyse af det undersøgte materiale. I tabel 9 vises resultatet heraf.

Tabel 9. Beregnet middeltal og standardafvigelser for samlet årlig afkast (udbytte, tegningsretværdi og kursgevinst) for 169 aktier i 137 selskaber 1954-1967.

	Antal aktier	Middeltal pct.	Standardafvigelser pct.
Industri: 1954-60....	100	14,8	7,1
1961-67....	108	4,7	8,7
1954-67....	109	9,3	7,1
Handel: 1954-60....	14	16,2	4,5
1961-67....	14	7,1	5,1
1954-67....	14	11,0	3,6
Banker: 1954-60....	10	14,3	1,4
1961-67....	10	12,0	3,4
1954-67....	10	13,1	1,6
Rederier: 1954-60....	22	15,4	5,2
1961-67....	18	2,9	6,3
1954-67....	18	8,8	3,5
Andre: 1964-61....	15	12,1	3,0
1961-67....	18	7,0	3,5
1954-67....	18	9,3	2,7
Total: 1954-60....	161	14,7	6,2
1961-67....	168	5,4	7,8
1954-67....	169	9,6	6,0

Beregningerne er foretaget uden afvejning efter aktiekapital, men de beregnede middeltal for samtlige undersøgte aktiers afkast (14,7 pct. i 1954-60, 5,4 pct. i 1961-1967 og 9,6 pct. i 1954-1967) adskiller sig ikke væsentlig fra de tidligere omtalte vejede gennemsnit (henholdsvis 14,1 pct., 4,9 pct. og 9,4 pct.). Standardafvigelse er udtryk for det interval, inden for hvilke man med en given sandsynlighed kan vente, at en tilfældig udtagen akties forrentning vil være placeret. I en gruppe af iagttagelsesresultater, der er normalt fordelt, angiver standardafvigelsen således, at man kan vente at finde 95 pct. af iagttagelserne inden for et interval, hvor den nederste grænse er middeltallet minus standardafvigelsen multipliceret med 1,96 og den øverste grænse er middeltallet plus standardafvigelsen multipliceret med 1,96. Da iagttagelserne (for de 169 aktier i den samlede gruppe, men næppe for alle undergrupperne) her med tilnærmelse er normalt fordelt, er standardafvigelsen på 6,0 pct. fra middeltallet 9,6 pct. for hele materialet i perioden 1954-1967 således et groft udtryk for, at en tilfældig udtaget aktie i 95 af 100 tilfælde

i den nævnte periode vil have resulteret i en gennemsnitlig årlig forrentning (udbytte, tegningsretværdi og kursgevinst) på mellem $\div$ 2,2 pct. og 21,4 pct., og er udtryk for det betydelige risiko- og chancemoment, der er forbundet med investering i et enkelt selskabs aktier. Mens den gennemsnitlige forrentning for perioden 1954-67 som helhed ikke afviger betydeligt mellem de enkelte grupper af aktier (lavest for rederier med 8,8 pct. og højest for banker med 13,1 pct.) var der derimod betydelig forskel mellem standardafvigelse, som er et udtryk for spredningen inden for en gruppe. Industrien havde størst spredning med en standardafvigelse på 7,1 imod en standardafvigelse på kun 1,6 for banker. Den store forskel i spredningen mellem industrien på den ene side og de øvrige grupper på den anden side er bl. a. udtryk for, at handel og banker er forholdsvis homogene grupper, hvor virksomhederne stort set har været ude for samme påvirkninger, mens industrien er en uensartet sammensat gruppe, hvor udviklingen i de enkelte brancher har været stærkt uensartet.

For hele perioden 1954-67 har standardafvigelsen på næsten alle grupper været mindre end i de to del-perioder 1954-60 og 1961-67. Over et kort åremål er spredningen i aktiernes afkast således større end over en længere periode. I øvrigt har spredningen været større i perioden 1961-67 end i perioden 1954-60.

De her anførte standardafvigelser er udtryk for afvigelsen fra gennemsnittet for gruppen, som en enkelt, tilfældigt udtagen akties afkast vil vise. Udtager man flere aktier fra gruppen,

Tabel 10. Standardafvigelser for 169 aktiers (137 selskabers) årlige forrentning 1954-1967 ved forskellige antal (tilfældigt) udtagne aktier.

Stikprøvens størrelse (antal aktier)	Standardafvigelse på middeltallet i stikprøven pct.
1	6,02
5	2,66
10	1,85
15	1,49
20	1,27
25	1,12
30	1,00
35	0,91
40	0,83
45	0,77
50	0,72

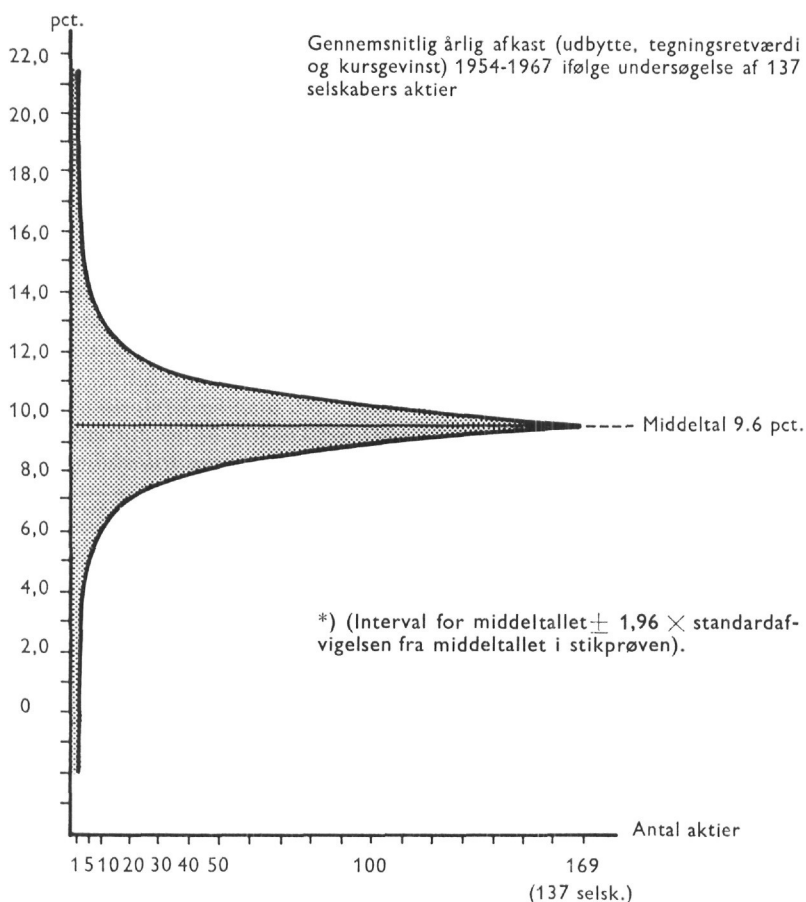
vil disse aktiers gennemsnitlige forrentning have en mindre standardafvigelse. I tabel 10 er illustreret, hvorledes standardafvigelsen på den gennemsnitlige forrentning inden for en tilfældigt udtagen stikprøve vil være, når man udtager stikprøver af forskellig størrelse fra det samlede antal aktier på 169.

Når standardafvigelseerne på middeltallet i stikprøverne alle er mindre end den tidligere beregnede standardafvigelse for de 169 aktier på 6,0 pct., er dette udtryk for, at man ved tilfældig udvælgelse opnår større sikkerhed ved at investere i flere aktier end i en enkelt aktie. Når standardafvigelsen falder med større antal aktier, udtrykker dette, at man opnår større sikkerhed, jo flere aktier, man investerer i. Specielt ses, at man opnår samme reduktion i standardafvigelsen på middeltallet i stikprøven ved at forøge antallet af aktier i denne fra 10 til 20 som ved at øge antallet fra 20 til 50.

Fordelen med hensyn til sikkerhed er således betydeligt større, når man bevæger sig fra 10 til 20 aktier, end når man bevæger sig fra 20 til 30 aktier.

Analysen viser bl. a., at 10 (tilfældigt) udvalgte aktier i 95 af 100 tilfælde vil have vist en samlet gennemsnitlig årlig forrentning (udbytte + kursgevinst etc.) i 1954-1967 mellem 6,0 pct. og 13,2 pct. (middeltallet $9,6 \pm 1,85 \times 1,96$) altså en forskel på 7,2 pct.-point mellem den gunstigste og den ugunstigste stikprøve. Øges udvalget til 20 aktier, vil den samlede forrentning ligge mellem 7,1 pct. og 12,1 pct. (forskul 5,0 pct.-point) og for 50 aktier bliver intervallet 8,2 pct. - 11,0 pct. (forskul 2,8 pct.-point). Sikkerheden for at opnå en til det samlede aktiemarkeds gennemsnitlige forrentning øges altså ligeså meget ved at forøge antallet af aktier, hvori der investeres, fra 10 til 20 aktier som fra 20 til 50 aktier.

Figur 6. Forretningsintervallet*) for forskellige antal aktier.



På grundlag af analysen er i figur 6 vist de intervaller, indenfor hvilke det årlige afkast for de undersøgte aktier i perioden 1954-1967 med ca. 95 pct. sikkerhed har været placeret for varierende antal (tilfældigt) udtagne aktier. Figuren illustrerer, at der ved investering i et enkelt eller et fåtal selskabers aktier er forbundet betydelig risiko for forholdsvis lav forrentning såvel som chance for stor gevinst. Sikkerheden

med hensyn til at opnå en til det samlede aktiemarked svarende gennemsnitlig forrentning øges imidlertid hurtigt ved at sprede investeringerne over flere selskabers aktier, således som det er tilfældet for investeringsforeningernes vedkommende. Undersøgelsen tyder på, at en ret betydelig sikkerhed opnås allerede ved investering i 20-30 selskaber.

KAPITEL III

Investeringsforeningers hidtidige udvikling i Danmark.

1. De eksisterende investeringsforeninger.

Som nærmere omtalt i kapitel V, har skatteforhold bevirket, at investeringsvirksomheder, der retter henvendelse til videre kredse med henblik på anbringelse i værdipapirer, har fundet sin særlige form, idet alle sådanne foretagender, når bortses fra lukkede familieaktieselskaber o. l., er organiseret som foreninger. Ved bedømmelse af den hidtidige udvikling af den kollektive opsparing i aktier og udsigterne herfor fremover, er det af vigtighed at holde sig den af de gældende skatteregler betingede organisationsform klart. Andre beskatningsvilkår kunne have medført en anden udvikling såvel i udbudet af aktier som i de former, hvorunder investering i aktier finder sted. Andre skattemæssige forudsætninger ville også på afgørende vis have ændret udvalgets indstilling og udkast til lovgivning på dette område.

Der findes her i landet i alt syv investeringsforetagender - alle organiseret som foreninger - der retter henvendelse til offentligheden eller ret vide kredse om investering i aktier på kollektiv basis med henblik på at muliggøre en spredning af risikoen over en flerhed af investeringer, som den enkelte mindre sparer vanskeligt ville kunne overkomme. Et enkelt af disse foreninger har i 1962 overtaget en investeringsvirksomhed, som siden 1928 er drevet under aktieselskabsformen, idet aktionærerne af skattemæssige grunde har ønsket, at virksomheden overgik til foreningsformen.

Vedrørende de enkelte foreninger kan gives følgende oplysninger.

Aktie forvaltnings-Instituttet. Forening af ejere af danske aktier. Foreningens formål er at give medlemmerne mulighed for at investere midler i førsteklases danske aktier, der kan omsættes på Københavns Børs, på en sådan måde, at midlerne værdisikres ved spredning

af risikoen over flere selskaber i forskellige erhvervsgrupper, selvom hvert medlem kun måtte disponere over mindre beløb. Enhver, der ejer et af foreningen udstedt certifikat, er medlem af foreningen.

Til gennemførelse af sit formål etablerer foreningen serier bestående af aktier i mindst 10 forskellige selskaber. De til en serie hørende aktier noteres i de 10 selskabers aktiebøger som tilhørende medlemmerne i den pågældende serie og som værende under forvaltning af foreningen. Seriens aktiebeholdning deponeres i en anset bank eller sparekasse med tilsvarende notering om ejerforholdet.

På basis af de således deponerede aktier udsteder foreningen for hver serie et antal certifikater, der attesterer, at ihændehaven er ejer af en til antallet svarende andel af de til serien hørende aktier. Der findes ingen bestemmelser vedrørende opsigelse af andele, da hver serie er en helhed, hvoraf de enkelte andele ikke kan ophaves og udbetales. Medlemmerne vil dog kunne afhænde deres certifikater, der daglig noteres og omsættes på Københavns Fondsbørs.

For hver serie føres et særskilt regnskab, og alle indtægter fordeles og udbetales kun til medlemmerne af den pågældende serie. Ved denne opdeling i lukkede serier adskiller denne forening sig fra de nedennævnte foreninger, hvis formue er fælles ejendom for samtlige medlemmer, og i hvilke kapitalen og medlemskredsen fortsat kan udvides, og værdipapirbeholdningen løbende kan ændres efter ledelsens afgørelser. Tildelte reservefondsaktier forbliver dog de enkelte seriers aktiebeholdninger, og foreningen har ved en vedtægtsændring i 1966 skabt mulighed for, at tegningsret helt eller delvis kan benyttes til tegning af nye aktier, såfremt der på den pågældende series konto er de fornødne midler til rådighed fra udbytter m. v.

Foreningen ledes af et tilsynsråd på 5 medlemmer, der vælges af generalforsamlingen. Til denne har alle medlemmer adgang. Hvert certifikat giver én stemme for hvert nominelt aktiebeløb på 100 kr., som certifikatet repræsenterer.

Værdien af den forvaltede formue androg pr. 30. juni 1967 ca. 29 mill. kr

Almindelig Investeringsforening. Denne forening har til formål at yde den størst mulige værdisikring af medlemmernes opsparede midler gennem anbringelse af disse i aktier og obligationer. Medlemmernes indbetalte formueandele udgør en fællesformue, der anbringes i aktier, som officielt eller uofficielt noteres på Københavns Fondsbørs. Indtil 10 pct. af fællesformuen kan anbringes i et anerkendt pengeinstitut eller i officielt eller uofficielt noterede obligationer. Der er fastsat nærmere regler med hensyn til midlernes placering i enkelte selskaber og grupper af selskaber. Således må højst 5 pct. af formuen anbringes i et enkelt selskab og højst 35 pct. inden for »banker« og højst 25 pct. inden for gruppen »skibe«. I regnskabet føres en konto for hvert medlem. Enhver indbetaling foretaget i årets løb forrentes til årets udgang på de for bankindskud på længste opsigelse gældende rentebetingelser. Driftsregnskabets overskud eller underskud fordeles til samtlige medlemmer i forhold til saldoen på medlemmets konto pr. 1. januar, og formuevariationer som følge af kursbevægelser overføres til de enkelte medlemmers konti, ligeledes i forhold til deres indestående pr. 1. januar. Medlemmer kan opsiges deres indestående med 6 mdrs. varsel til 31. december. Som medlemmer kan optages danske statsborgere, der er berettigede til at eje aktier i danske aktieselskaber, samt sammenslutninger af sådanne personer. Foreningen ledes af et repræsentantskab, hvis medlemmer vælges af generalforsamlingen for 3 år, således at 1/3 af repræsentantskabets medlemmer er på valg hvert år, og en bestyrelse valgt for ét år af repræsentantskabet. Ethvert medlem har stemmeret i forhold til sin andel af fællesformuen, dog med visse begrænsninger i opadgående retning.

Den af foreningens forvaltede formue androg ca. 30 mill. kr. pr. 31. december 1967.

Forvaltningssforeningen for Kapitalanlæg, Investor. Foreningens formål er at anbringe medlemmernes midler i solide, indtægtsgivende anlæg i et så mangfoldigt antal aktier, pantebreve

og obligationer, at risikoens spredning yder en særlig stor sikkerhed, og at der samtidig herigennem skabes grundlag for tilfredsstillende udbytte. Foreningen udsteder certifikater. Alle værdipapirer skal lyde på navn eller noteres på foreningens navn.

Inden for foreningen findes 2 hovedafdelinger: Afdeling A for investering i aktier, og afdeling P for investering i pantebreve og obligationer. Afdeling A er en åben afdeling, der forøges gennem salg af nye certifikater og indkøb af værdipapirer, medens afdeling P består af lukkede serier. Hver afdeling og hver serie har sit eget regnskab. For aktieafdelingen gælder det, at højst 7½ pct. af formuen må være anbragt i et enkelt aktieselskab, og højst i alt 10 pct. i selskaber, som ikke har aflagt mindst 3 års regnskaber. Mindst 90 pct. af aktiebeholdningen skal bestå af aktier, der handles på Børsen.

Der er ingen begrænsning med hensyn til medlemskredsen.

Overskuddet fordeles til medlemmerne i forhold til certifikaternes nominelle værdi.

Foreningens afd. A er pligtig til enhver tid at tilbagekøbe medlemmernes certifikater.

Foreningen ledes af et repræsentantskab, der vælges af den årlige generalforsamling, og af en bestyrelse, hvis medlemmer udpeges af repræsentantskabet. Hvert certifikat på 100 kr., som mindst 3 måneder forud er noteret på navn, giver 1 stemme på generalforsamlingen, dog at ingen certifikatejer kan afgive stemme for mere end 1 pct. af certifikatkapitalen.

Den forvaltede formue androg pr. 1. juni 1967 i aktieforvaltningsafdelingen ca. 63 mill. kr., og i afdelingen for pantebreve ca. 9 mill. kr.

Dansk Aktieejers Trust. Foreningen har som formål at anbringe medlemmernes midler i gode og solide værdipapirer: aktier (mindst 15 pct. af midlerne), panteobligationer i fast ejendom eller offentligt noterede obligationer, således at det er muligt for foreningens medlemmer at fordele deres risiko på mange selskaber og i forskellige erhvervsgrene. Der skal også tages hensyn til en vis geografisk fordeling over hele Danmark, således at en del af midlerne placeres i virksomheder uden for København. Alle værdipapirer skal lyde på foreningens navn eller noteres på dens navn. Højst 5 pct. af formuen må anbringes i en enkelt investering.

På basis af foreningens formue udstedes der et antal certifikater, der repræsenterer en eller flere andele af foreningens hele formue. Ihænde-haveren af et certifikat bliver således ejer af en eller flere andele af foreningens formue sva-rende til certifikatets pålydende. Der er ikke fastsat begrænsninger med hensyn til medlems-kredsen.

Udbyttet fordeles til medlemmerne i forhold til de andele, som de pågældende ejer.

Foreningen ledes af en bestyrelse på mindst 3 medlemmer, der vælges og honoreres af U-ltim A/S, som tillige varetager administrationen af foreningen i henhold til særlig kontrakt. Fore-ningen adskiller sig således fra de øvrige fore-ninger derved, at bestyrelsen ikke vælges af medlemmerne, hverken direkte eller indirekte.

Den forvaltede formue er reduceret væsent-ligt i de seneste år og androg pr. 31. juli 1967 kun ca. Vi mill. kr.

F L S -Funktionærernes Investeringsforening. Foreningens formål er at søge medlemmernes indskudte midler konjunktursikret gennem an-bringelse af disse i aktier og andre værdipapi-rer. Indkøbte aktier noteres i foreningens navn. Som medlemmer kan optages nuværende og pensionerede funktionærer hos F. L. Smidth & Co. A/S og hos visse andre firmaer.

Medlemmernes indskud udgør foreningens fællesformue. Ethvert indskud forrentes fra ind-skudsdagen til årets udgang på de rentebetin-gelser, der er gældende for foreningens indskud i banker og sparekasser. Derefter deltager ind-skyderne i fordelingen af driftsregnskabets overskud, idet fordelingstallet for hvert kalen-derår er den pågældende indskyders saldo ved det pågældende års begyndelse. Medlemmerne kan opsigte deres andele med 6 mdrs. varsel til 31. december.

Foreningen ledes af en bestyrelse, der vælges på den årlige generalforsamling. Alle medlemmer med et indskud på mindst 100 kr. har lige stemmeret, uanset indskuddets størrelse i øv-rigt.

Foreningens formue androg pr. 31. decem-ber 1967 ca. 12 mill. kr.

Investeringsforeningen for Funktionærer i Ø.K. Foreningen er stiftet i 1966 og har til formål at anbringe medlemmernes midler i værdipapirer (aktier, pantebrev og obligatio-ner). Som medlemmer optages funktionærer, herunder skibsofficerer, der har dansk indføds-

ret og mindst 5 års anciennitet i kompagniets tjeneste.

Bestyrelsen vælges for to år af medlemmerne på den årlige generalforsamling, således at 2 eller 3 af bestyrelsens 5 medlemmer er på valg. Bestyrelsen træffer beslutning om køb af vær-dipapirer for de indskudte midler. Køb af obli-gationer og aktier må kun omfatte statsobliga-tioner samt aktier og obligationer, der omsæt-tes på Københavns Fondsbørs. Af de midler, der anbringes i aktier, må højst 10 pct. være anbragt i et enkelt selskab. Mindst 75 pct. af de midler, der er anbragt i pantebrev, skal omfatte pant i beboelsesejendomme, og højst 10 pct. må anbringes i en enkelt ejendom.

Eventuelt driftsoverskud og formuevariation fordeles årligt til medlemmerne i forhold til deres indskud. Indskud kan normalt kun hæves efter opsigelse til 1. april.

Investeringsforeningen på Ståindustrien Nor-den. Foreningen er dannet i 1965 med henblik på investering af de på virksomheden ansattes midler.

2. De forvaltede formuers udvikling og fordeling.

De fleste af foreningerne er stiftet inden for de sidste 10 år, og med en enkelt undtagelse har de alle haft en stærk formuertilvækst i de senere år (jfr. tabel 11). For de fem foreninger tilsammen er der således tale om en firedob-ling i løbet af 7 år. Tilsvarende er den påly-dende værdi af foreningernes aktiebeholdninger steget fra ca. 12 mill. kr. medio 1960 til ca. 65 mill. kr. medio 1967.

Tabel 11. Investeringsforeningernes formuer.

	Stiftet	Formue (mill. kr.)	
		medio 1960	medio 1967
Investor (A S 1928-62) *	1962	16	63
F. L. S.-Funktionærernes Inves- teringsforening	1952	5	12
Almindelig Investeringsforeinnng	1956	5	30
Aktieforvaltnings-Instituttet . .	1958	5	29
Dansk Aktieejer Trust	1960	2	1½
laait:		33	135

*) Heri ikke medregnet Investors »Afdeling P« for investe-ring i pantebrev, formue ca. 9 mill. kr. pr. 1. juni 1965.
Kilde: Foreningernes årsberetninger.

Det har kun i et enkelt tilfælde vist sig gør-
ligt at få nærmere oplysninger om foreninger-
nes medlemskreds. For to af foreningernes ved-
kommende (Aktieforvaltningsinstituttet og In-
vestor) handles foreningernes aktiecertifikater
på Børsen, således at foreningernes ledelse ikke
har nærmere kendskab til medlemmerne. Al-
mindelig Investeringsforening har imidlertid
mere kontakt med sine medlemmer. Forenin-
gen havde pr. 31. december 1967 3329 med-
lemmer. Af en undersøgelse, foreningen fore-
tog i 1965, fremgår, at ca. 60 pct. af forenin-
gens medlemmer var lønmodtagere og ca. 10
pct. selvstændige, medens 30 pct. ikke nærmere
kunne oplyses (jfr. tabel 12).

*Tabel 12. Almindelig Investeringsforenings
medlemstal fordelt efter medlemmernes
erhverv i 1965.*

Tjenestemænd	26 pct.
Funktionærer	23 »
Arbejdere	9 »
Læger, sagførere og andre liberale erhverv . .	5 »
Selvstændige erhvervsdrivende, direktører m.v.	5 »
Foreninger, legater o. lign.	2 »
Andre og uangivne	30 »

100 pct.

Kilde: Oplysninger fra foreningen.

Det gennemsnitlige indskud pr. medlem i Al-
mindelig Investeringsforening androg knapt
12.000 kr. i marts 1966.

*Tabel 13. Almindelig investeringsforenings
medlemsindskud pr. 31. marts 1966.*

Indskud	Antal med- lemmer	Samlet indskud	
		mill. kr.	pct.
under 1000 kr.	854	0,2	1
1.000- 5.000 kr.	835	2,1	6
5.000- 10.000 kr.	426	3,0	9
10.000- 20.000 kr.	404	5,6	16
20.000- 50.000 kr.	312	9,4	27
50.000-100.000 kr.	107	7,2	21
100.000-200.000 kr.	25	3,1	9
over 200.000 kr.	12	3,8	11
laik:	2975	34,4	100

Kilde: Oplysninger fra foreningen.

Som det fremgår af tabel 13, havde forenin-
gen et relativt stort antal medlemmer (ca. 1700)
med et beskedent indskud - under 5.000 kr. pr.
medlem.

Tager man i betragtning, at andre af forenin-
gerne udelukkende består af funktionærer, sy-
nes det sandsynligt, at lønmodtagere, hoved-
sagelig funktionærer, repræsenterer en betydelig
del af den opsparing, der hidtil har fundet sted
i aktieejforeninger her i landet, og at ind-
skuddene er fordelt på et stort antal sparere
med forholdsvis begrænsede beløb pr. sparere.
Investeringsforeningernes udvikling tyder på, at
lønmodtagernes opsparing i aktier er steget be-
tydeligt i de senere år, selvom det stadig kun
er en ringe del af lønmodtagernes opsparing,
der er placeret i aktier.

De større investeringsforeningers formuer er
spredt over et betydeligt antal selskaber. Såle-
des er Investors formue anbragt i ca. 85 offi-
cielt noterede selskaber og ca. 75 andre sel-
skaber, der næsten alle noteres på Efterbørsen.
Almindelig Investeringsforeningens formue for-
deler sig over ca. 100 officielt noterede selska-
ber og ca. 100 selskaber, der noteres på Efter-
børsen. Aktieforvaltningsinstituttets aktiebe-
holdninger er fordelt på færre selskaber, i alt
ca. 80, næsten alle officielt noterede. Aktie-
forvaltningsinstituttet udsteder for øvrigt som
allerede nævnt sine certifikater i serier hver
omfattende 10 selskaber, som regel repræsente-
rende 1 å 2 rederier foruden 7-8 andre sel-
skaber.

I tabel 14 er vist, hvorledes de større in-
vesteringsforeningers aktiebeholdninger er fordelt
på officielt noterede aktier og »unoterede ak-
tier«, der dog næsten alle noteres på Efterbør-
sen, samt beholdningernes fordeling på er-
hvervsgrupper.

Oversigten viser, at de større foreningers
aktiebeholdninger på nogenlunde samme måde
er fordelt over alle større erhvervsgrupper, idet
dog Alm. Investeringsforening i højere grad
end de to andre foreninger har anlagt i pro-
vinbankernes (»unoterede«) aktier. Regnet ef-
ter pålydende værdi var 65 pct. af Investors ak-
tier officielt noterede. For Alm. Investerings-
forening og for Aktieforvaltningsinstituttet var
de officielt noterede aktiers andel højere - ca.
80 pct.

Som det fremgår af tabel 15 fordeler de tre
foreningers aktiebeholdning sig ikke ganske
som de officielt noterede og de efterbørsnote-
rede aktiekapitaler, idet bl. a. bankerne er for-

Tabel 14. Fordelingen af de større investeringsforeningers aktiebeholdninger.

	Investor pr. 11/6 1967			Alm. Invest. foren. pr. 31/12 1967			Aktieforvaltn. Instituttet pr. 30/6 1967		
	Antal selskaber	Pålydende værdi mill. kr.	Kursværdi mill. kr.	Antal selskaber	Pålydende værdi mill. kr.	Kursværdi mill. kr.	Antal selskaber	Pålydende værdi mill. kr.	Kursværdi mill. kr.
<i>Banker:</i>									
noterede	8	4,2	8,5	8	3,2	6,2	8	1,5	3,5
unoterede	22	0,6	2,4	64	1,2	2,8	2	0	0,1
Ialt	30	5,1	10,9	72	4,4	9,0	10	1,5	3,6
<i>Forsikringselskaber:</i>									
noterede	2	0,3	0,9	4	0,2	0,3	2	0,1	0,3
unoterede	7	1,2	2,0	7	0,4	0,9	1	0,2	0,4
Ialt	9	1,5	2,9	11	0,6	1,2	3	0,3	0,7
<i>Rederier:</i>									
noterede	10	2,3	5,1	11	1,4	2,7	8	0,9	1,7
unoterede	3	0,4	2,4	3	0,2	0,6	2	0,9	6,3
Ialt	13	2,7	7,5	14	1,6	3,3	10	1,8	8,0
<i>Industriselskaber:</i>									
noterede	46	8,9	19,5	55	5,5	9,7	31	4,3	8,9
unoterede	12	2,1	4,6	15	1,0	1,9	10	1,0	2,4
Ialt	58	11,0	24,1	70	6,5	11,6	41	5,3	11,3
<i>Ovrige selskaber:</i>									
noterede	18	4,4	8,0	15	2,3	4,6	17	2,5	4,4
unoterede	27	6,2	8,7*)	11	0,3	0,5	1	0	0
Ialt	45	10,6	16,7	26	2,6	5,1	18	2,5	4,4
<i>Samtlige selskaber:</i>									
noterede	84	20,1	42,0	93	12,6	23,5	66	9,3	18,8
unoterede	71	10,8	20,1	100	3,1	6,7	16	2,1	9,2
Ialt	155	30,9	62,1	193	15,7	30,2	82	11,4	28,0

*) Heraf 3,5 mill. kr. i A/S Investor.

Ved noterede selskaber forstås selskaber, hvis aktier noteres officielt på Københavns Fondsbørs. De ovenanførte unoterede selskaber er næsten alle noteret på Efterbørsen.

Kilde: Udtræk af foreningernes årsberetninger

holdsvi svagt repræsenteret i to af foreningernes beholdninger, medens industriselskaberne er forholdsvis stærkere repræsenteret. Under »Andre selskaber« indgår bl. a. koncessionerede selskaber, som kun er svagt repræsenteret i investeringsforeningernes beholdninger. Trods disse afvigelser kan det dog konstateres, at de tre største investeringsforeningers aktiebeholdninger er fordelt over et bredt udsnit af de aktier, der handles på Børsen.

I tabel 16 er givet oversigt over de tre investeringsforeningers største anbringelser. Det fremgår heraf, at både for Investors og Alm. Investeringsforenings vedkommende beløber den største anbringelse i et enkelt selskab eller koncern sig til 5-6 pct. af foreningens formue (efter kursværdi). De fem største investeringer omfatter 20-25 pct. og de ti største investeringer omkring 35 pct. af formuen Aktieforvaltningsinstituttets formue er væsentlig mere kon-

Tabel 15. De større investeringsforeningers aktieanbringelser sammenlignet med de børsnoterede aktiers fordeling.

Pct. - (pålydende værdi)	Investor 11/6 1967	Alm. invest. for. 31/12 1967	Aktiefor- valtn. inst. 30/6 1967	Tilsammen	Samtlige off. noterede og efterbørsnoterede aktier 31/12 1967
Banker.	17	28	13	19	32
Forsikringselskaber	5	4	3	4	4
Rederier.	9	10	16	11	11
Industrielskaber ...	35	41	46	39	29
Andre selskaber....	34	17	22	27	24
laait:	100	100	100	100	100

Kilde: Tabel 11 og Børstabeller.

Tabel 16. De større investeringsforeningers største anbringelser (selskab eller koncern) i 1967.

Pct. af aktiebeholdning efter kursværdi	Største enkelt- investering	5 største investe- ringer	10 største investe- ringer
Investor*).	5	20	33
Alm. Investerings- forening.	6	24	37
Aktieforvaltnings- instituttet (samtl. serier)	22	38	52

Kilde: Udtræk og foreningernes årsberetninger.

*) Bortset fra aktier i A/S Investor.

centreret, idet der for samtlige serier under ét var anbragt 22 pct. af formuen i en enkelt koncern, og de fem største og de ti største investeringer omfattede henholdsvis 38 pct. og 52 pct. af formuen regnet efter kursværdi. Inden for de enkelte serier (omfattende hver 10 selskabers aktier) kan koncentrationen være endnu mere udtalt.

3. Medlemmernes økonomiske udbytte i visse investeringsforeninger.

Da foreningerne endnu kun har virket i mindre end 10 år, har man endnu ikke noget sikkert indtryk af, hvorledes det økonomiske udbytte for medlemmerne vil udvikle sig på længere sigt. I tabel 17 er foretaget beregning af kursgevinsten (formuestigningen) og det udbetalte udbytte i de tre største foreninger i pct. af medlemmernes indskud ved hvert af de angivne regnskabsårs begyndelse.

Tabel 17. Udbytte og formuestigning i visse foreninger i pct. af kursværdi ved årets begyndelse.

	Indkomst pct.	Formue stigning pct.
<i>Investor</i>		
1962/63.	4,3	3,8
1963/64.	4,3	15,3
1964/65.	4,0	7,5
1965/66.	4,0	7,4
1966/67.	4,0	-10,5
<i>Alm. Investeringsforening</i>		
1959.	4,3	22,6
1960.	4,1	4,4
1961.	4,0	2,7
1962.	4,3	3,8
1963.	4,2	5,3
1964.	4,0	7,6
1965.	3,8	5,5
1966.	4,1	0,2
1967.	4,6	-10,0
<i>Aktieforvaltningsinstituttet (samtlige serier)</i>		
1959/60.	7,7	18,3
1960/61.	7,9	4,6
1961/62.	6,6	2,1
1962/63.	4,7	-12,8
1963/64.	10,7	17,5
1964/65.	6,8	12
1965/66.	7,2	5,7
1966/67.	3,8	-21,3

Kilde: Beregnet på grundlag af foreningernes årsberetninger.

De anførte udbytter omfatter for Aktieforvaltningsinstituttet også realiseret formuegevinst i form af tegningsretsværdier, som i de to andre foreninger henføres til formuestigning.

For at illustrere indkomster og formuestigninger gennem anbringelse i de eksisterende investeringsforeninger sammenholdt med de i kapitel II omtalte beregninger over et stort antal aktiers udbytter og kursgevinster, er der i tabel 18 foretaget en sammenstilling af det samlede årlige afkast i form af udbetalt overskud og formuegevinster i pct. af medlemmernes indskud ved hvert års begyndelse for de tre større investeringsforeninger og de i kapitel II omtalte tilsvarende beregninger for 137 børsnoterede aktieselskabers aktier i de år, de pågældende investeringsforeninger har virket.

Tabel 18. Indkomst + formuestigning i de større investeringsforeninger samt for 137 børsnoterede selskabers aktier.

1 pct. af kursværdi ved regnskabsårets begyndelse	Investor	Alm. Investeringsforening	Aktieforvaltningsinstituttet	137 selskaber (jfr. kapitel II)
	1.	2.	3.	4.
1959.		26,9		23,5
1959 60.			26,0	
1960.		8,5		6,7
1960 61.			12,5	
1961.		6,7		3,8
1961 62.			8,7	
1962.		8,1		7,7
1962 63.	8,1		-8,1	
1963.		9,5		10,6
1963 64.	19,6		28,2	
1964.		11,6		8,4
1964 55.	11,5		8,0	
1965.		9,3		8,6
1965 66.	11,3		12,9	
1966.		4,3		3,2
1966 67.	-6,1		-17,5	
1967.		-5,4		-6,3
Årsgennemsnit (på rentes rente-basis):				
8 sidste regnskabsår.		6,4	7,8	5,2
5 sidste regnskabsår.	8,6	5,7	3,4	4,7

Anm.: Kol. 1-3: Indkomst + formuestigning (jfr. tabel 17). Investors og Aktieforvaltningsinstituttets regnskabsafslutning er medio året. Kol. 4: Samtlige serier. Kol. 4: Jfr. tabel 4. Kapitel II (Udbytte + kursgevinst m. v. vejlet efter aktiekapitaler).

I tabel 18 er foretaget en beregning over det samlede årlige afkast i form af indkomst og

formuestigning (på rentes rente-basis) i henholdsvis de 8 sidste regnskabsår (for de to af foreningerne) og de sidste 5 regnskabsår (for alle tre foreninger), der viser ret store forskelle fra forening til forening. Ved sammenligningen må tages hensyn til, at regnskabsårene ikke er sammenfaldende, hvilket bl. a. har til følge, at en del af den stærke kursstigning i 1959 kommer til udtryk i Aktieforvaltningsinstituttets årsgennemsnit for de sidste 8 regnskabsår, men ikke for Alm. Investeringsforenings årsgennemsnit. Det må endvidere tages i betragtning, at der er tale om en ret kort periode, i hvilken tilfældigheder kan komme til udtryk. Som nærmere omtalt i kapitel II vil investering i aktier over en kortere periode ofte give sig udtryk i betydelige svingninger fra periode til periode. De i tabellen anførte gennemsnitsresultater for henholdsvis en 5-års og en 8-års periode er således i væsentlig grad præget af det kraftige kursfald i 1967.

Den forrentning, der har kunnet opnås ved indskud i investeringsforeninger, synes — i hvert fald for to af de større foreningers vedkommende — at være højere end den teoretisk beregnede forrentning ved investering i 137 selskaber (næsten samtlige officielt noterede + 27 efterbørsnoterede selskaber) i forhold til selskabernes aktiekapital.

Beregningerne for Aktieforvaltningsinstituttets vedkommende omfatter samtlige udsendte certifikat-serier og forudsætter en investering fordelt over alle serier i forhold til disses kursværdi. Der er imidlertid betydelige forskelle på de forskellige seriers afkast. En beregning over de 24 serier, som i 5-året 1961/62 - 1966/67 har været i omløb, viser, at den gennemsnitlige årlige forrentning (udbytte + kursgevinst på rentes rente-basis) for 5 seriers vedkommende har været 0-1½ pct., 3 serier 2Vi-3 pct., 8 serier 4-5 pct., 7 serier 6-7 pct. og én serie ca. 8 pct. Denne betydelige spredning hænger sammen med det begrænsede antal selskaber, der er repræsenteret i de enkelte serier, og bekræfter de i kapitel II omtalte beregninger (se specielt tabel 10 og figur 6), der viste, at en investering i aktier skal spredes over et væsentlig større antal selskaber for at give rimelig sikkerhed for en forrentning svarende til gennemsnittet for det organiserede aktiemarked.

Undersøgelsen af de opnåede indkomster og formuestigninger ved indskud i de større investeringsforeninger i den relativ korte tid, disse foreninger har virket, tyder på, at sammen-

sætningen af foreningernes formuer har været tilstrækkeligt varieret, og at foreningernes udvælgelse af aktiekøb har givet bedre resultater end de gennemsnitlige resultater for aktiemarkedet som helhed. Da der som omtalt i kapitel II over en længere årrække (1949—1967) har kunnet opnås en gennemsnitlig årlig forrentning ved en i forhold til aktiekapitalerne spredt investering i børsnoterede aktier på ca. 9 pct., synes der således mulighed for, at medlemmer af investeringsforeninger i det lange løb vil kunne opnå en større værdisikring af deres opsparing gennem deres indskud, end tilfældet vil være for de fleste andre opsparingsformer. Man må dog være opmærksom på, at investering i enkelte serier, der kun omfatter et fåtal selskabers aktier, kan være behæftet med en vis risiko, hvilket kan imødegås ved spredning af medlemmernes indskud over flere serier.

4. Investeringsforeningernes betydning for aktiemarkedet.

Den pålydende værdi af de på Københavns Fondsbørs officielt noterede aktier udgjorde ved udgangen af 1967 ca. 3 mldr. kr., hvortil kommer aktiekapitalerne i de selskaber, der noteres på Efterbørsen, ca. 1 mldr. kr. Over for denne aktiemængde vejer de eksisterende investeringsforeningers aktiebeholdninger på ca. 65 mill. kr. pålydende værdi ikke meget - kun ca. 1½ pct., men der er tale om en tredobling af investeringsforeningernes andel i de sidste 7 år. I betragtning af foreningernes vækst i de senere år og i betragtning af, at aktierne normalt ligger meget fast, har investeringsforeningernes betydning for omsætning med aktier antagelig været større end foreningernes andel i de noterede aktiekapitaler, således at der er grund til at mene, at investeringsforeningerne trods deres begrænsede omfang er en ikke helt ubetydelig faktor på det danske aktiemarked.

KAPITEL IV

Investeringsforeningerne og det danske kapitalmarked.

1. Investeringsforeningernes fremtidige betydning.

Investeringsforeningernes virksomhed har som nævnt været i stærk vækst i de senere år og råder nu over en formue på ca. 150 mill. kr. Sammenholdt med den samlede aktiemasse omfattende samtlige aktiekapitaler her i landet til en skønnet kursværdi på ca. 27 mldr. kr. og med kursværdierne af de på Børsen officielt noterede og de på Efterbørsen noterede aktier, henholdsvis ca. 7 mldr. kr. og ca. 2 mldr. kr., er investeringsforeningernes formue imidlertid endnu kun af ringe størrelse.

Trods dette forhold skal det i nærværende kapitel alligevel forsøges at belyse investeringsforeningernes virksomhed i et større perspektiv. Baggrunden herfor er, at det i betragtning af det omfang, den kollektive opsparing i aktier har fået i visse andre lande samt de danske foreningers vækst ikke er usandsynligt, at denne form for kapitalanbringelse i fremtiden kan blive en faktor af vægt. Der knytter sig hertil den samfundsmæssige interesse, at fortsat udbygning af byerhvervene vil blive lettet, dersom kapital i større omfang end hidtil ledes fra den personlige opsparing til finansiering af erhvervslivets investeringer i form af egenkapital. Dette kan bl. a. ske ved, at det organiserede aktiemarked får større betydning, hvorved investeringsforeningernes muligheder og betydning forøges.

2. Aktiemarkedet.

De danske aktiekapitaler har været i ret stærk vækst i de senere år. De nominelle værdier er således steget fra 4,0 mldr. kr. ult. 1953 til 5,5 mldr. kr. ult. 1958 og til 11,0 mldr. kr. ult. 1966. Regnet efter kursværdi er aktiekapitalerne steget fra ca. 7 mldr. kr. ult. 1953 til ca. 13 mldr. kr. ult. 1958 og til ca. 28

mldr. kr. ult. 1966¹⁾. En del af denne stigning hidrører fra tidligere enkeltmandsvirksomheders overgang til aktieselskabsformen og yderligere kan en vis del af stigningen i de nominelle aktiekapitaler tilskrives overførsel af frie reserver til aktiekapital - de såkaldte friaktier eller reservefondsaktier - således at kun ca. 2/3 af stigningen i aktiekapitalerne i disse år kan betragtes som egentlig kapitaltilførsel til erhvervslivet i form af nystifteiser og kapitaludvidelser.

Det må endvidere tages i betragtning, at kun en begrænset del af aktiekapitalerne hidrører fra selskaber, hvis aktier omsættes offentligt, idet kun godt halvdelen af aktiekapitalerne hidrører fra selskaber med mere end 10 aktionærer, og af disse selskaber er kun et begrænset antal officielt noteret på Børsen eller noteret på Efterbørsen. Ved udgangen af 1966 androg de nominelle værdier af børsnoterede selskabers aktier ca. 2,8 mldr. kr. for de officielt noterede og ca. 0,8 mldr. kr. for de efterbørsnoterede, i alt svarende til ca. 8,5 mldr. kr. regnet efter kursværdi. Til sammenligning tjener, at kursværdierne af samtlige børsnoterede obligationer androg godt 30 mldr. kr. ved udgangen af 1966.

Af en undersøgelse foretaget for det af Handelsministeriet nedsatte udvalg vedrørende revision af fondsbørsloven²⁾ fremgår det, at der i 1964 ud af 937 selskaber med 3959 mill. kr. i aktiekapital, som opfyldte de formelle betingelser for officiel notering med hensyn til aktionærantal (over 10 aktionærer) og aktiekapital (over ½ mill. kr.) var 113 selskaber med en samlet aktiekapital på 1934 mill. kr.

1) De anførte kursværdier er beregnet på grundlag af de i Kapitel II omtalte 110 officielt noterede selskabers og 27 efterbørsnoterede selskabers aktier og må tages med forbehold.

2) Betænkningen Nr. 436 1967: Børsen og Kapitalmarkedet, pag. 32.

noteret på den officielle kursliste og 220 selskaber med en samlet aktiekapital på 672 mill. kr. noteret på Efterbørsen, medens 604 selskaber med en aktiekapital på 1353 mill. kr. ikke noteredes.

For optagelse til notering på Efterbørsen stilles i almindelighed samme betingelser med hensyn til aktiekapitalens størrelse som for optagelse på den officielle kursliste. Der er dog på Efterbørsen noteret 33 selskaber med aktiekapital på mindre end Vi mill. kr. (samlet aktiekapital 11 mill. kr.). Herudover findes der godt 5000 selskaber med aktiekapitaler under Vi mill. kr. (i gennemsnit ca. 80.000 kr. pr. selskab); men som har over 10 aktionærer.

De på Børsen og Efterbørsen noterede 366 selskaber repræsenterer ca. 30 pct. af de samlede aktiekapitaler. Yderligere 600 selskaber (ca. 15 pct. af de samlede aktiekapitaler) har en potentiel mulighed for notering. De resterende ca. 1800 selskaber (ca. 40 pct. af de samlede aktiekapitaler) med over Vi mill. kr. aktiekapital er lukkede selskaber med mindre end 10 aktionærer. Herudover findes ca. 12.000 mindre selskaber (ca. 15 pct. af de samlede aktiekapitaler), hvoraf ca. 7000 er lukkede selskaber.

Det er således kun knapt en tredjedel af de danske aktiekapitaler, der er genstand for offentlig kursvurdering og dermed særlig egnet for investeringsforeningernes anlæg. Der er en vis mulighed for, at flere selskaber i fremtiden vil få behov for at få tilført aktiekapital fra videre kredse og melde sig på Børsen; men der har ikke i de senere år været tendens til mærkbar stigning i antallet af børsnoterede selskaber.

Omsætningen med officielt noterede aktier på Københavns Fondsbørs er forholdsvis ringe - 60-70 mill. kr. nominel værdi og i kursværdi ca. 200 mill. kr. årligt i de senere år. Hovedparten af de noterede selskabers aktier ligger formentlig meget fast, og den omsætning, der finder sted, sker fortrinsvis uden for Børsen på grundlag af de noterede kurser.

Sammenlignet med udenlandske forhold er det organiserede aktiemarked i Danmark af ringe omfang. I tabel 19 er på grundlag af oplysninger indsamlet til det af Handelsministeriet nedsatte udvalg til revision af fondsbørsordningen³⁾ givet oplysninger om noterede ak-

Tabel 19 noterede aktier på europæiske fondsbørser.

	Noteret værdi			Omsætning	
	År	Nom. værdi mldr. d. kr.	Kursværdi mldr. d. kr.	År	Kursværdi mldr. d. kr.
London	1962	193	685	1/9 1964 - 31/8 1965	72,9
Paris	1964	42	144	1964	13,8
De tyske børser	1964	.	153	1964	7,7
Amsterdam	1964	.	69	1964	5,3
Bruxelles	1964	.	32	1962	3,2
Zurich	1964	.	19		.
Stockholm	1964	10	29	1964	1,1
Oslo	1960	1,3	3,5		.
København	1965	3,3	8,9*)	1965	0,2

*) Incl. aktier noteret på Efterbørsen.

tieværdier og omsætning på nogle europæiske børser.

Medens det danske obligationsmarked er relativt stort sammenlignet med forholdene i andre lande, udgør det organiserede aktiemarked en uforholdsmæssig ringe del af det danske kapitalmarked.

Det forhold, at det organiserede aktiemarked her i landet er så begrænset, og at det danske samfund i disse år undergår en strukturel forandring med stærk vækst i industri og andre erhverv, må antages at indebære muligheder for en forholdsvis stærk stigning i aktiemarkedet og dermed for investeringsforeningernes virkeområde i de kommende år.

Hvorvidt disse muligheder vil blive realiseret, vil først og fremmest bero på aktieselskabernes behov for og tilbøjelighed til i øget omfang at søge kapital tilført over det organiserede aktiemarked og for det andet af Børsens og publikums indstilling til øget udbud af aktier. I denne henseende kan den kollektive opsparing i aktier, som investeringsforeningerne organiserer, i et vist omfang virke befordrende.

3. Aktiernes betydning for erhvervslivets finansiering.

Aktieselskabernes tilbøjelighed til at søge kapital tilført via aktiemarkedet afhænger foruden af selskabernes behov for kapital af vilkårene for sådan kapitaltilførsel sammenholdt med andre finansieringsmuligheder.

³⁾ Betænkning nr. 436 1967: Børsen og Kapitalmarkedet, pag. 70.

Spørgsmålet om skatteforholdenes indflydelse på selskabernes bedømmelse af de forskellige finansieringsformer relative gunstighed er behandlet i det af Handelsministeriet nedsatte udvalg til revision af fondsbørsordningen. Dette udvalg har herom bl. a. udtalt følgende:

»Udvalget har endvidere drøftet, i hvilken grad skatteforhold kan tænkes at indvirke på erhvervslivets finansiering, herunder specielt industriens valg mellem investering finansieret af egen opsparing, ved lån eller ved aktieemission. Udvalget er kommet til det resultat, at den dobbeltbeskatning, der finder sted ved, at den del af selskabsfortjenesten, som udloddes til aktionærerne, bliver indkomstbeskattet, samtidig med at aktionærerne må svare indkomstskat af udbytter, i modsætning til beskatning ved lån, for hvilke renterne kan fradrages ved selskabernes skattepligtige indkomst, virker hæmmende på erhvervenes tilbøjelighed til finansiering over aktiemarkedet. Forskellen mellem omkostningen ved aktieudvidelse og omkostningen ved låntagningen ville antagelig som oftest kunne elimineres ved emission til overkurs; men dansk tradition og usikkerhed overfor mulige indgreb og ændringer i skatteforhold m. v. har medført, at emission til overkurs er sjælden.«⁴⁾

Behov for øget egenkapital i erhvervslivet beror selvsagt på de private erhvervsinvesteringers omfang.

Udviklingen i de faste investeringer fra 1960 til 1966 er vist i tabel 20.

Tabel 20. Faste investeringer i nyanlæg.

Mill. kr. (årets priser)	1960	1966	Stigning	
			Mill. kr.	Pct.
Offentlige investeringer	1705	4115	2410	141
Boligbygger	1265	3165	1900	150
<i>Investeringer i:</i>				
Landbrug m.v.	855	1110	255	30
Skibe	340	910	570	167
Industri	1335	2165	830	62
Øvrige erhverv	2461	4888	2427	99
Private erhvervsinvesteringer ialt	4991	9073	4082	82
Investeringer ialt	7961	16353	8392	105

Kilde: Økonomisk Årsoversigt marts 1968.

4) Betænkning nr. 436 1967. Børsen og Kapitalmarkedet, pag. 13.

En fortsat stigning i erhvervslivets investeringer er nødvendig for den økonomiske vækst og aktualiserer spørgsmålet om finansieringsstrukturens tilpasning, således at ikke mindst industriens kapitalbehov kan dækkes.

Boligbyggeriet og landbrugets investeringer finansieres hovedsagelig over realkreditinstitutterne. Renten kan til tider være høj, men egentlige finansieringsvanskeligheder er under normale forhold ikke forekommet for disse investeringer. Siden sommeren 1965 har rationeringen af obligationsudstedelsen øvet en vis indflydelse.

Offentlige investeringer finansieres for en dels vedkommende over skatter og takster, og offentlige virksomheder og kommuner har desuden i 1960'erne i et vist omfang fået adgang til udenlandske lån til lavere rente end den danske. Endelig står også det indenlandske obligationsmarked principielt til rådighed for kommuner og værker.

Lignende finansieringsmuligheder forefindes endnu ikke i tilsvarende omfang for industriens investeringer, selvom realkreditinstitutternes udlån til industrien er steget stærkt siden midten af 1950'erne.

En væsentlig del af industriens investeringer finansieres ligesom de offentlige værker gennem virksomhedernes egenopsparing, som lettes af afskrivningsreglerne. Forudsat nogenlunde uændrede skatteregler må det antages, at industrien vil være i stand til at forøge sin egenopsparing nogenlunde i takt med produktionsforøgelsen; men investeringerne må på grund af den tekniske udvikling m. v. antages at skulle stige stærkere end produktionen. Sandsynligheden taler for, at industriens behov for udefra tilført kapital vil vokse stærkt. Dette kan allerede illustreres ved udviklingen fra 1960 til 1965, i hvilken periode industriens investeringer steg noget mere end produktionen (værditilvæksten), og egenfinansieringen steg i takt med produktionen; men hvor den omstændighed, at kun en del af investeringerne dækkes af egenfinansiering, medførte en stærk stigning i det absolutte beløb, hvormed industrien finansierede sit kapitalbehov udefra.⁵⁾

Andre finansieringskilder end selvfinansiering har således fået stigende betydning for erhvervslivets finansiering. For så vidt angår

5) Industriens finansieringsproblemer er nærmere behandlet i den tidligere omtalte Betænkning nr. 436 1967; Børsen og Kapitalmarkedet.

fremmedkapitalen har låntagning i banker og varekreditter bl. a. i udlandet spillet en betydelig rolle, og desuden har lån gennem de obligationsudstedende institutter (kredit- og hypotekforeninger, herunder Kreditforeningen for industrielle ejendomme, samt det i 1959 oprettede Finansieringsinstitut for Industri og Håndværk) fået stærkt stigende betydning. Således er forøgelsen af forretningsbankernes udlån til byerhverv (excl. byggeri) steget fra ca. 300 mill. kr. i 1957 til ca. 1400 mill. kr. i 1965, og realkreditinstitutternes udlån til byerhverv er i samme periode mere end 1 0-doblet til ca. 1100 mill. kr. i 1965.

Sammenlinget hermed har erhvervslivets kapitaltilførsel ved aktieemissioner været af forholdsvis ringe, men i de senere år dog mærkbart stigende omfang. Når der ses bort fra den stigning i de samlede aktiekapitaler, der er af formel natur, enten i forbindelse med enkeltmandsfirmaers overgang til aktieselskabsformen eller ved udstedelse af reservefondsaktier, er den kapitaltilførsel, erhvervsvirksomhederne har modtaget via aktieudstedelse, steget fra ca. 250 mill. kr. i 1957 til ca. 650 mill. kr. i 1965.

Tabel 21. Kontant tilførsel af aktiekapital.)*

Mill. kr.	Samtlige selskaber	Heraf: Industri	Banker
1957.....	252	90	33
1958.....	270	130	27
1959.....	258	125	49
1960.....	399	130	53
1961.....	496	216	77
1962.....	545	197	74
1963.....	461	131	123
1964.....	549	193	90
1965.....	644	231	116
1966.....	537	185	180

*) Bruttotilgang, d. v. s. nedgang i aktiekapitaler på grund af kapitalnedskrivninger eller likvidation er ikke fratrullet. Kilde: Danmarks Statistiks 10-års oversigter samt Statistiske Efterretninger.

En stigende del af aktieudvidelserne hidrører dog fra udenlandske direkte investeringer i Danmark, der f. eks. i årene 1957-1960 androg 187 mill. kr. (gennemsnitlig 16 pet. af aktieudvidelserne) og i årene 1961-1964 beløb sig til 576 mill. kr. (gennemsnitlig 28 pet. af aktieudvidelserne).

Ved vurderingen af udsigterne for den fremtidige betydning af aktiemarkedet må man være opmærksom på, at den tekniske udvikling, de internationale konkurrenceforhold og de begrænsede muligheder for Øget tilførsel af arbejdskraft til erhvervene forøger kravene til kapitaludstyret. En eventuel dansk tilslutning til fællesmarkedet vil - som det er fremhævet i den af et embedsmandsudvalg vedrørende Danmarks forhold til de europæiske fællesskaber i 1968 udsendte redegørelse: Danmark og de Europæiske Fællesskaber - yderligere accentuerer dette behov. Selv med uændret selvfinansierungsgrad vil derfor behovet for kapitaltilførsel stige stærkt, og det kan ikke udelukkes, at skærpede konkurrenceforhold fremover kan gøre det vanskeligt for erhvervslivet at opretholde den hidtidige selvfinansierungsgrad. Uanset de eksisterende virksomheders selvfinansieringsmuligheder forudsætter den løbende omdannelse af den erhvervsmæssige struktur og den fornødne smidighed i tilpasningen til ændringer i konkurrenceforholdene bl. a. over for udlandet god adgang til tilførsel af kapital fra kapitalmarkedet. I denne henseende er erhvervslivets adgang til lånoptagelse af stor betydning; men for et sundt og modstandsdygtigt erhvervsliv er det tillige af væsentlig betydning, at et passende forhold mellem lånt kapital og egenkapital kan opretholdes.

Øget finansiering over aktiemarkedet vil være et naturligt led i erhvervslivets fortsatte fremgang. Skal dette blive en realitet, forudsætter det, at opsparing i aktier får væsentlig større udbredelse.

Hvorvidt aktiemarkedet kan forventes at få en sådan øget betydning afhænger tillige af erhvervslivets indstilling til denne finansieringsform.

Foruden skatteforhold kan en række andre forhold spille ind i selskabernes overvejelser af, om man skal vælge at fremskaffe kapital ved offentlige aktieemissioner.⁶⁾ For selskabernes ledelser vil frygten for, at selskabets aktier skal blive genstand for spekulationsprægede kurssvingninger, og for at ledelsen skal miste kontrollen med selskabet, ofte føre til tilbageholdenhed med hensyn til nye emissioner. Genem investeringsforeningerne skabes efterhånden en kundekreds, der som købere af aktier med kapitalanlæg for øje kan virke stabilise-

⁶⁾ Disse forhold er ligeledes behandlet mere udførligt i Betænkning nr. 436 1967: Børsen og Kapitalmarkedet.

rende på aktiemarkedet uden normalt at ville søge at øve indflydelse på selskabernes ledelse og drift. I lovudkastet har udvalget haft dette synspunkt for øje ved udarbejdelse af bestemmelserne vedrørende adgangen for investeringsforeningernes ledelse til at indtræde i aktieselskabsbestyrelser.

4. Investeringsforeningernes muligheder.

Mulighederne for en stadig forøgelse af investeringsforeningernes aktieplaceringer afhænger foruden af erhvervslivets villighed til at benytte aktiemarkedet som finansieringskilde, dels af udsigterne til, at en større del af aktiemassen optages til notering på Børsen, dels af foreningernes indstilling til investering i ikke-noterede aktier.

Hvad angår investering i unoterede aktier har flere investeringsforeninger udelukket denne mulighed i deres vedtægter. Det må da også være en nærliggende indstilling hos foreninger, der på den mest forsvarlige måde ønsker at varetage deres medlemmers interesse og begrænse deres risiko, at foreningerne så vidt muligt investerer i papirer, der er genstand for offentlig vurdering og salg. På den anden side medfører denne indstilling en stærk begrænsning af det aktiemateriale, der står til foreningernes rådighed, således som de danske aktiekapitaler hidtil har været sammensat.

Hvad angår mulighederne for, at en større del af de danske selskabers aktier bliver optaget til notering på Børsen, vil dette i første række afhænge af selskabernes indstilling til Børsen samt muligvis af Børsens indstilling til at optage nye selskaber.

Da disse spørgsmål for tiden er genstand for nærmere undersøgelse og drøftelse i det under Handelsministeriet nedsatte udvalg til revision af Fondsbørsordningen, hvilket udvalg også tæller repræsentanter for vekselerere, aktiesel-

skaber, penge- og kreditinstitutter, skal man ikke i nærværende betænkning komme nærmere ind herpå.

Det skal dog fremhæves, at såvel for Børsens indstilling til optagelse af aktieselskaber til notering som for de kapitalsøgende selskabers holdning over for Børsen vil publikums tilbøjelighed til investering i aktier i det lange løb være udslagsgivende. På dette område vil stigende udbredelse af kollektiv investering i aktier kunne få mærkbar betydning, men andre forhold - ikke mindst beskatningsforhold øver tillige indflydelse på publikums indstilling til opsparing i aktier.

For Børsen er det den vigtigste betingelse for optagelse af nye papirer, at der er udsigt til regelmæssig omsætning af disse. Gennem investeringsforeningerne skabes en ny kundekreds for aktier, som kan bidrage til, at markedet vil kunne absorbere aktier i øget omfang. Som tidligere omtalt er allerede forholdsvis betydelige aktiebeløb i de seneste år indkøbt af foreningerne. Øget kontakt mellem Børsen og de større foreningers ledelse kunne tænkes at være af værdi, både når der skal tages stilling til anmodninger om nye selskabers notering og i forbindelse med fondsbørsvekselerernes rådgivning over for kapitalsøgende selskaber.

Det danske publikums holdning til aktiemarkedet er formentlig i nogen grad traditionelt bestemt, bl. a. dikteret af frygten for risikabel anbringelse af opsparede midler. Den almindelige økonomiske udvikling efter 1945 har sikkert formindsket frygten for omfattende kriser med sammenbrud for mange selskaber til følge; men tilbage bliver den risiko, som uanset den generelle konjunkturudvikling knytter sig til det enkelte selskabs aktier. Denne risiko kan på individuel basis vanskeligt overvindes af den, der kun kan placere mindre beløb i aktier; men den kan i det væsentlige elimineres ved kollektiv anbringelse, således som det sker igennem investeringsforeninger.

KAPITEL V

Beskatningsforhold.

1. Afgifts- og beskatningsformer, der berører kollektiv investering i aktier.

Afgifts- og beskatningsforhold øver en betydelig indflydelse på de vilkår, hvorunder kollektiv investering i aktier finder sted her i landet. Tre beskatningsområder skal i det følgende omtales i denne forbindelse.

For det første opkræves der gennem *stempelafgifter og børsskat* ved udstedelse og omsætning af investeringsvirksomhedernes certifikater afgifter, som f. eks. ikke påhviler udstedelse og omsætning af realkreditinstitutternes obligationer.

For det andet har *selskabsbeskatningens* regler for beskatning af selskabers indtægter fra aktier i andre aktieselskaber øvet afgørende indflydelse på den form, hvorunder kollektiv opsparing i værdipapirer finder sted her i landet. Såfremt investeringsvirksomheden som sådan på normal måde skal svare selskabsskat af indkomsterne fra de foretagne placeringer, foruden at de enkelte medlemmer skal svare indkomstskat af de udbytter og kursgevinster, de opnår, vil resultatet blive en højere beskatning end beskatningen af indtægter hidrørende fra individuel anbringelse i værdipapirer. For at undgå en sådan dobbeltbeskatning er de eksisterende foretagender, der henvender sig til videre kredse om indskud til investering i aktier, nu alle organiseret som foreninger.

For det tredje får reglerne vedrørende *beskatning af kapitalgevinster* betydning for beskatningen af de formuegevinster, medlemmer af investeringsforeninger opnår, afhængigt af tidspunktet for disse gevinsters realisation, hvilket atter indebærer, at foreningernes organisation med hensyn til udbetaling af kapitalgevinster øver indflydelse på den samlede beskatning af medlemmernes andele i udbytter og formuestigning.

Der er grund til at fremhæve, at andre be-

skatningsvilkår kunne have medført en anden udvikling såvel i udbuddet af aktier som i de former, hvorunder investering i aktier finder sted her i landet. Andre skattemæssige forudsætninger ville derfor også på afgørende måde have ændret udvalgets indstilling og udkast til lovgivning vedrørende investeringsvirksomheder.

I de følgende afsnit skal de nævnte skattepørgsmål nærmere gennemgås.

2. Afgifter ved udstedelse og omsætning af certifikater udstedt af investeringsforeninger.

Stempelafgift. I henhold til lov nr. 113 om stempelafgift af 1. april 1922 med senere ændringer svares der ved emission af aktier og aktiecertifikater en stempelafgift på for tiden 2 pct. af aktiernes nominelle værdi.

Børsskat. I henhold til lov nr. 313 af 20. december 1915 med senere ændringer (senest af 30. marts 1946) svares der ved handel med aktier og aktiecertifikater en særlig børsskat på ½ pct. af kursværdien.

Emission af og handel med obligationer er ikke belagt med tilsvarende afgifter.

Udvalget finder, at stempelafgiften i forbindelse med emission af aktiecertifikater er ensbetydende med en dobbeltbeskatning, da de til grund for aktiecertifikatet liggende aktier tidligere har været genstand for emissionsbeskatning. Der sker derved en forskelsbehandling af sparere, der disponerer over henholdsvis store og små beløb. Den sparer, som har relativt store beløb at anbringe, kan selv fordele disse over et større antal aktier og således opnå en passende risikospredning. Den mindre sparer har ikke en tilsvarende mulighed, men kan for at opnå en begrænsning af sin risiko placere sine midler i aktiecertifikater, hvorved han imidlertid i medfør af de ovenfor

omtalte bestemmelser udsættes for en yderligere beskatning, som den større sparer kan undgå.

Det bemærkes endvidere, at de nævnte afgifter efter deres udformning alene får betydning for foreninger, der udsteder omsættelige certiifikater til medlemmerne, hvorimod foreninger, i hvilke medlemmernes andele har form af indskud på konti, som ikke kan omsættes, men kun indløses af foreningen, ikke berøres af afgifterne.

Udvalget finder endvidere at hensynet til at gøre opsparing i aktier gennem investeringsforeninger mere udbredt blandt småsparerne taler for at fritage omsætningen med aktiecertifikater for den særlige børsskat.

Udvalget har derfor i lovudkastets § 14 foreslået, at der åbnes mulighed for, at formueandelsbeviser (certifikater), der udstedes af investeringsforeningerne, fritages for stempelpligt og kan transporteres uden stempel. Det bemærkes at det provenutab for staten, som vil blive følgen ved de i øjeblikket gældende satser og omfang af emission og omsætning af certifikater, næppe ville overstige 400.000 kr. årligt.

På udvalgets foranledning har Skattedepartementet heroverfor udtalt, at departementets beræbelser i de senere år er gået i retning af at søge stempel- og gebyrfritagelser i særlovgivning begrænset mest muligt, dels af fiskale grunde, dels af hensyn til de myndigheder, hvem det er pålagt at føre tilsyn med stempelovgivningens overholdelse. Departementet har herved henvist til den af et udvalg til revision af stempel- og tinglysningsafgiftslovgivningen under 30. maj 1960 afgivne betænkning.

Fra Skattedepartementets side finder man ikke, at der er stærke grunde, der taler for, at omsætningen af eksisterende aktiecertifikater ikke skulle belægges med stempelafgift (»børsskat«) i overensstemmelse med reglerne i lov nr. 313 af 20. december 1961. § 1 i denne lov har følgende formulering:

»Ved overdragelse af aktier og lignende offentlige værdipapirer gennem køb og bytte skal der betales stempelafgift efter nedenstående regel.

Afgiften betales også ved overdragelse af tegningsret til sådanne papirer og af interimisbeviser for disse.«

Efter Skattedepartementets opfattelse dækker den anførte formulering også omsætning af andelsbeviser, og man er derfor af den opfattelse, at det vil være inkonsekvent at indføre

en særlig fritagelsesregel for certifikater udstedt af investeringsforeninger.

Finansministeriets repræsentant i udvalget har tilsluttet sig de af Skattedepartementet anførte synspunkter.

3. Beskatningen af indkomst indtjent ved kollektiv investeringsvirksomhed.

De regler, som kommer til anvendelse ved beskatningen af indkomst indtjent ved kollektiv investeringsvirksomhed, findes nu i lovbekendtgørelse nr. 271 af 29. juni 1966 om indkomstbeskatning af aktieselskaber m. v. Reglerne blev første gang bragt i anvendelse ved skatteligningen for skatteåret 1962-63. Reglernes udformning og virkninger er imidlertid ret forskellige alt efter, om den pågældende investeringsvirksomhed drives som aktieselskab eller lignende, eller den gennemføres i foreningsform. De af loven omfattede selskaber og foreninger m. v. svarer ikke formueskat.

a. For aktieselskaber og andre selskaber, i hvilke ingen af deltagerne hæfter personligt for selskabets forpligtelser, og som fordeler overskuddet i forhold til deltagernes i selskabet indskudte kapital, andrager indkomstskatten 44 pct.¹⁾ af den skattepligtige indkomst reduceret med det såkaldte indkomstfradrag. Ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst kan fradrages halvdelen af de i indkomståret erlagte, forfaldne indkomstskatte i henhold til loven. Indkomstfradraget udgør halvdelen af den skattepligtige indkomst, dog højst 2½ pct. af selskabets indbetalte aktiekapital; friaktier udstedt efter 1. januar 1962 medregnes ikke ved opgørelsen.

Disse bestemmelser resulterer i en skatteprocent beregnet i forhold til selskabets overskud før fradrag, der - i et selskab, hvis overskud holder sig konstant gennem en længere årække - vil komme til at andrage knapt 20 pct.. såfremt overskuddet er mindre end 5,55 pct. af aktiekapitalen. Er overskuddet større, øges skatteprocenten indtil en grænse, der ligger lidt over 36 pct., men som først nås ved meget stort overskud i forhold til aktiekapitalen.

Såfremt vedkommende selskab har jævnt stigende indkomst gennem tiden, forhøjes disse

¹⁾ For skatteåret 1965/66 blev selskabsskatten forhøjet 20 pct. og udgjorde således 52,8 pct. Forhøjelsen gjaldt dog kun for nævnte skatteår.

beskatningsprocenter noget. Undergrænsen, der gælder i tilfælde, hvor aktiekapitalen stadig forhøjes ved nye indbetalinger, således at overskuddet holder sig under 5,55 pct. af den indbetalte kapital, kan ved meget stærk stignings-takt for overskuddet komme op i nærheden af 22 pct., medens overgrænsen, som vil komme til at gælde, når aktiekapitalen fastholdes uændret, vil bevæge sig imod 44 pct. I praksis har det vist sig, at de pålignede selskabsskatter siden lovens ikrafttræden i gennemsnit har udgjort 33-34 pct. af selskabernes overskud før skat og fradrag (dog 39 pct. i 1965/66 på grund af den ekstraordinære forhøjelse af selskabsskatten). De senere års beskatning indice-rer, at reglen om fradrag af 2Vi pct. af aktie-kapitalen er den almindeligst anvendte. Det hør-er således til undtagelserne, at overskuddet i forhold til aktiekapitalen er så ringe, at reglen om fradrag af halvdelen af overskuddet kom-mer til anvendelse.

b. De omhandlede beskatningsregler gælder for ethvert aktieselskab, og derfor også for investeringsvirksomheder, bortset fra visse indkøbsforeninger, der er organiseret i aktieselskabsform, og derfor også for investeringsvirksomheder, der er organiseret i aktieselskabsform.

I det omfang et investeringsaktieselskab har sine midler anbragt i aktier i andre selskaber, vil de overskud, som indtjenes i disse, følgelig blive ramt af en dobbelt beskatning først i de erhvervsdrivende selskaber, dernæst i investeringsselskabet, forinden der kan udbetales udbytte til dettes aktionærer (hos hvilke udbyttet endelig gøres til genstand for sædvanlig personlig indkomstbeskatning).

Forudsætter man eksempelvis, at investeringsaktieselskabets indtægter alene består af dividender fra erhvervsdrivende selskaber, der i gennemsnit har været beskattet med 34 pct., og regner man yderligere med, at investerings-selskabets aktiekapital er så stor, at den for dettes overskud relevante skatteprocent svarer til den foran omtalte undergrænse på 20 pct., vil de pågældende overskud - før der kan ske udbetaling til aktionærerne - være blevet beskattet med i alt 47,2 pct.²⁾. Den laveste skatte-

procent for de pågældende erhvervsdrivende aktieselskaber og investeringselskaber, der vil kunne blive tale om i henhold til reglerne om selskabsbeskatning, vil være 36 pct., der fremkommer, når skatteprocenten såvel i de erhvervsdrivende selskaber som i investeringsselskaber svarer til det foran angivne minimum på 20 pct.³⁾

For så vidt investeringsaktieselskabets indtægter helt eller delvis består af obligationsren-ter, overskud af fast ejendom el. lign., kommer der ikke til at foreligge nogen dobbeltbeskatning i medfør af reglerne om indkomstbeskatning af selskaber.

c. Ifølge selskabsskattelovens § 1, stk. 1, nr. 6, påhviler der foreninger - bortset fra kooperative foreninger og visse gensidige forsikringsforeninger - indkomstskattepligt, for så vidt angår indtægt ved erhvervmæssig virksomhed. Herunder henregnes i henhold til § 1, stk. 2, indtægt ved næringsvirksomhed eller anden forretningsvirksomhed, herunder drift, udlejning eller forpagtning af fast ejendom, men derimod ikke indtægt af værdipapirer.

Kollektiv investeringsvirksomhed, der drives på en sådan måde, at den i skattemæssig henseende kan henføres under denne kategori af foreninger, undgår derfor den dobbeltbeskatning, som rammer investeringsaktieselskaber, og der knytter sig følgelig betydelig interesse til spørgsmålet om de krav, der må være opfyldt, for at en kollektiv investeringsvirksomhed skal kunne anerkendes som forening i selskabs-skattelovens forstand.

Ifølge oplysninger indhentet fra Skattedepartementet lægges der for investeringsforeningerne såvel som for enhver anden forening i departementets praksis vægt på, at den pågældende forening er organiseret på en sådan måde, at medlemmerne har indflydelse på ledelsen. Endvidere kræves det, at foreningen ikke kan henføres under kategorien »andre selskaber, i hvilke ingen af deltagerne hæfter personligt for selskabets forpligtelser, og som ud-deler overskuddet i forhold til deltagernes i selskabet indskudte kapital«, idet sådanne selskaber som foran nævnt beskattes som aktieselskaber. Skattedepartementets praksis har i denne henseende være ret lempelig, idet man har undladt at betragte investeringsvirksom-

³⁾ Der er dog her set bort fra tilfælde, hvor de erhvervsdrivende selskaber har stadig faldende overskud.

²⁾ Af en indkomst på 1000 kr. betales i de erhvervsdrivende selskaber 340 kr. i skat, således at der refterer 660 kr., som - når de udbetales til investeringselskabet - beskattes med 20 pct. eller 132 kr., hvorved den samlede skat bliver 472 kr. eller 47,2 pct.

heder som selskaber af den omhandlede kategori, når det blot ikke i vedtægterne er fastslået, at medlemmernes hæftelse er begrænset til foreningsformuen, medens man ikke har stillet krav om, at en videregående hæftelse direkte skal fremgå af vedtægterne. En enkelt forening har dog på trods af denne praksis følt sig foranlediget til for en sikkerheds skyld i sine vedtægter at indsætte en bestemmelse om, at foreningens direktør, der skal være medlem af foreningen, hæfter personligt for foreningens forpligtelser.

d. Den uensartede behandling i skattemæssig henseende af kollektive investeringsvirksomheder organiseret henholdsvis som aktieselskaber og som foreninger er baggrunden for, at alle eksisterende investeringsvirksomheder, der henvender sig til videre kredse, nu er organiseret i foreningsform. Investeringsforeningen »Investor« var indtil 1962 organiseret som aktieselskab, men blev i dette år af skattemæssige hensyn omdannet til forening.

Udvalget finder i denne forbindelse anledning til at fremhæve, at den nævnte forskel mellem investeringsforeningers og investeringsaktieselskabers skattemæssige stilling ville være bortfaldet, dersom loven om indkomstbeskatning af aktieselskaber m. v. var blevet gennemført i den skikkelse, i hvilken forslag blev fremsat af finansministeren i Folketinget den 26. november 1959.

Dette lovforslag indeholdt i § 13, stk. 1, følgende bestemmelse:

»Til den skattepligtige indkomst medregnes ikke:.....

2) Beløb, som et her i landet hjemmehørende selskab, jfr. § 1, stk. 1, nr. 1 og 2, oppebærer som udbytte af aktier eller andele i andre sådanne selskaber her i landet eller i udlandet, medmindre de pågældende aktier eller andele er erhvervet i spekulationsøjemed eller som led i det udbyttedragende selskabs næringsvirksomhed«.

Ved forelæggelsen udtalte finansministeren:

»De nye regler på dette område vil bl. a. lette beskatningen for de såkaldte investerings-selskaber, der anbringer en del af deres midler i mindre aktieposter i en række andre selskaber for at sprede risikoen. De nye regler skal derimod ikke gælde udbytte af aktier, som et selskab har erhvervet i spekulationshensigt eller på anden måde med videresalg for øje. Så-

danne aktieudbytter skal som hidtil medregnes ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst«.

Den foreslåede bestemmelse udgik imidlertid af den endelige selskabsskattelov under Folketingets behandling af forslaget. Baggrunden herfor var bl. a., at det oprindelige lovforslags bestemmelse om et almindeligt fradrag på 5000 kr. i selskabernes skattepligtige indkomst erstattedes med bestemmelsen om det tidligere omtalte indkomstfradrag på halvdelen af selskabets skattepligtige indkomst, dog højst 2½ pct. af den indbetalte aktiekapital.

I betænkning af 20. maj 1960 foreslog det folketingsudvalg, der behandlede lovforslaget, at det ovenfor citerede punkt 2) i lovforslagets § 13, stk. 1, udgik med følgende begrundelse: »En sådan bestemmelse ville nemlig — i forbindelse med det nu foreslåede udbyttefradrag« (i den endelige lovtekst betegnet »indkomstfradrag«) — kunne medføre, at der blev givet udbyttefradrag for udbyttebeløb, som ikke blev underkastet dobbeltbeskatning, fordi de blev udbetalt til et andet aktieselskab og optaget i dette«.

Samtidig gennemførtes den såkaldte »datterselskabsregel« i lovens § 17, stk. 2, hvorefter finansministeren, når særlige omstændigheder taler derfor, helt eller delvis kan eftergive indkomstskat, der er pålignet et aktieselskab, hvis eneste virksomhed er at eje og administrere aktier i et bestemt andet selskab, af hvis kapital det ejer mindst 25 pct. Denne bestemmelse, der først og fremmest tager sigte på holdingselskaber, har imidlertid ingen betydning for investeringsaktieselskaber i den her omhandlede forstand, idet sådanne af hensyn til risikoens spredning normalt vil have anbragt deres midler i et større antal andre selskaber.

e. De omtalte skattemæssige forhold er hovedårsagen til, at kollektiv investeringsvirksomhed er blevet organiseret som foreninger og ikke som aktieselskaber, og har ført til overvejelser angående behovet for lovgivning på det her omhandlede område.

/. Gennemførelse af udvalgets udkast til lov om investeringsforeninger udelukker imidlertid ikke, at investeringsvirksomhed drives i aktieselskabsform. Hvis denne form foretrækkes, må vedkommende virksomhed underkaste sig den dobbelte beskatning af overskuddet, for hvil-

ken der er gjort rede i det foregående. Til gengæld vil den som følge af nævnte lovudkast være friere stillet end investeringsforeninger bl. a. med hensyn til valg af placeringsmuligheder og adgangen til at arbejde med lånte midler.

Man kunne i denne forbindelse rejse spørgsmålet om, hvorvidt der, for så vidt angår sådanne investeringsaktieselskaber, måtte være behov for særlige love og regler til supplerende af aktieselskabslovgivningens almindelige bestemmelser på linje med, hvad der er tilfældet med hensyn til banker og forsikringselskaber. F. eks. kunne man tænke sig, at der kunne være tale om regler vedrørende investeringsaktieselskabers placering af deres midler, den form, under hvilken der rettes henvendelse til offentligheden, og selskabernes adgang til at påtage sig gælds- og garantiforpligtelser.

Udvalget har imidlertid fundet, at en sådan lovgivning næppe er påkrævet, netop fordi der er mulighed for valg mellem to organisationsformer, der har hver sine karakteristika. Tværtimod kan det måske siges at være en fordel, at der er adgang til at organisere kollektiv investeringsvirksomhed på to måder, af hvilke den ene er mindre bunden, men til gengæld underkastet en strengere form for beskatning.

g. Af grunde, for hvilke der nærmere er gjort rede i kapitel VI, foreslår udvalget, at en eventuel lov kommer til at indeholde en bestemmelse om, at medlemmerne af en investeringsforening ikke hæfter personligt for foreningens forpligtelser.

Som det fremgår af det under afsnit c. foran anførte, vil en sådan bestemmelse, hvis den gennemføres isoleret, formentlig medføre, at investeringsforeningerne måtte henføres under kategorien »andre selskaber, i hvilke ingen af deltagerne hæfter personligt for selskabets forpligtelser, og som uddeler overskuddet i forhold til deltagernes i selskabet indskudte kapital«, med den følge, at de da ville blive underkastet dobbelt beskatning af aktieudbytter, som ligeledes foran beskrevet.

Udvalget finder imidlertid, at en sådan konsekvens ikke er rimelig, idet man er af den opfattelse, at kollektiv investeringsvirksomhed inden for de i lovudkastet angivne rammer indebærer fordele såvel for den enkelte mindre sparer som for samfundet som helhed, hvorfor den ikke bør modvirkes gennem en strengere beskatning, end den der ville blive

opkrævet, hvis deltagerne investerede direkte i aktier.

Man foreslår derfor, at der samtidig med, at udvalgets udkast til lov om investeringsforeninger måtte blive gennemført, foretages en ændring i selskabsskatteloven gående ud på, at virksomheder, der omfattes af lov om investeringsforeninger, i beskatningsmæssig henseende sidestilles med kredit- og hypotekforeninger og andre realkreditinstitutter, der i medfør af bestemmelserne i selskabsskattelovens § 3, stk. 1, nr. 6, er fritaget for beskatning af indtægt hidrørende fra deres almindelige statutmæssige virksomhed. En sådan sidestilling vil indebære, at indtægt i form af renter og dividender ikke beskattes hos investeringsforeningen, hvorimod indtægter ved drift, udlejning eller bortforpagtning af fast ejendom er skattepligtig i overensstemmelse med selskabsbeskatningens almindelige regler, uanset at besiddelse af fast ejendom måske kan betragtes som et mere naturligt led i virksomheden for en investeringsforening end for en sparekasse eller et realkreditinstitut.

Det skal tilføjes, at det reelle hensyn, som har ført til, at selskaber, hvis medlemmer ikke hæfter personligt for selskabets forpligtelser, i beskatningsmæssig henseende sidestilles med aktieselskaber, næppe eksisterer, for så vidt angår investeringsforeninger, der falder inden for lovudkastets rammer. En hovedbetragtning bag aktieselskabsbeskatningen er formentlig, at den økonomiske begunstigelse for deltagerne, som ligger i, at hæftelsen er begrænset til selskabets formue, kan begrunde en særlig beskatning. For så vidt angår investeringsforeninger i lovudkastets forstand, er forholdet imidlertid det, at de ikke kan have nogen gæld af betydning, idet man i udkastets § 5 har indføjet en bestemmelse om, at foreningerne ikke må pådrage sig gælds- og garantiforpligtelser, der overstiger 10 pct. af foreningens aktivmasse, idet man finder, at de ikke bør have mulighed for at investere for lånte midler. Undertaget fra bestemmelsen er gæld i fast ejendom, og det naturlige modstykke hertil er, at overskuddet af en eventuel ejendomsbesiddelse beskattes efter aktieselskabsbeskatningens regler.

4. Beskatningen af personlig indkomst **hidrørende** fra deltagelse i kollektiv investeringsvirksomhed.

Alt efter den måde, på hvilken en investeringsforening har organiseret sin praktiske vir-

kemåde kan udbyttet tilflyde medlemmerne på forskellig vis. Udsteder foreningen omsættelige certifikater lydende på et fast beløb, bliver der tale dels om en årlig udbetaling af dividende dels om kursgevinster eller kurstab, der realiseres, når certifikatet afhændes. Hvis foreningen derimod fører en konto for hvert medlem, på hvilken der løbende kan foretages indskud eller hæves, vil de årlige renter og udbytter blive tilskrevet de enkelte konti, og det samme vil gælde de fortjenester eller tab, der skyldes kursbevægelser for de foreningen tilhørende værdipapirer.

Spørgsmålet er, efter hvilke retningslinjer disse forskellige former for udbytte skal medregnes i den skattepligtige indkomst, herunder hvorvidt de skal henføres til den almindelige skattepligtige indkomst eller til indkomst, der beskattes i forhold til lovgivningen om særlig indkomstskat.

a. Certifikater udstedt af investeringsforeninger findes ikke udtrykkelig omtalt hverken i statsskatteloven eller i de årlige ligningslove. Det må imidlertid antages, at disse værdipapirer i beskatningsmæssig henseende kan sidestilles med »aktier, andelsbeviser og lignende værdipapirer«, som behandles under ét dels i ligningsloven, dels i lov om særlig indkomstskat. Denne formodning støttes af den omstændighed, at § 5 i lov nr. 166 af 16. maj 1962 om beskatningen af medlemmer af investeringsforeninger - der alene vedrører medlemmer af foreninger, der ikke udsteder omsættelige beviser - udtrykkelig udtales, at denne lovs bestemmelser, for så vidt angår medlemmer af sådanne foreninger, træder i stedet for nærmere angivne bestemmelser i ligningsloven og lov om særlig indkomstskat.

For de nævnte kategorier af værdipapirer gælder følgende bestemmelser:

(1) Udbytte af de pågældende papirer medregnes ved opgørelsen af den skattepligtige almindelige indkomst. Til udbytter henregnes alt, hvad der af selskabet udloddes til aktionærer eller andelshavere, dog med visse undtagelser, herunder friaktier og friandele (ligningslovens § 16 A, lovbekendtgørelse nr. 446 af 19. december 1966).

(2) Ved opgørelsen af den skattepligtige almindelige indkomst medregnes endvidere fortjeneste eller tab ved afståelse af de pågælden-

de værdipapirer samt tegningsret til sådanne såfremt papirerne er erhvervet som led i den skattepligtiges næringsvej eller på et tidspunkt, der ligger mindre end to år forud for afståelsen (ligningslovens § 16 C).

(3) Såfremt de pågældende papirer ikke er erhvervet som led i den skattepligtiges næringsvej eller på et tidspunkt, der ligger mindre end to år forud for afhændelsen, medregnes fortjeneste eller tab ved afhændelsen af papirerne eller dertil knyttede tegningsrettigheder derimod ved opgørelsen af særlig indkomst (jfr. lov om særlig indkomstskat, lovbekendtgørelse nr. 130 af 6. april 1967). Den særlige indkomstskat udskrives i henhold til lovens § 9 med 30 pct. af det beløb, hvormed den skattepligtige særlige indkomst overstiger 1000 kr. Hvor det drejer sig om mindre fortjenester, bliver beskatningen væsentligt lavere end 30 pct. Er der f. eks. tale om en kursgevinst ved afhændelsen på 2000 kr., bliver skatten 300 kr., svarende til 15 pct. Denne bestemmelse har særlig interesse for det brede publikum, der kun opsparer begrænsede beløb gennem investeringsforeningerne, jfr. kapitel IV.

Til sammenligning tjener, at udbytter af obligationer medregnes til den almindelige skattepligtige indkomst, ganske som udbytter af aktier m. v. Fortjenester, som konstateres ved salg af obligationer, er imidlertid alene undergivet almindelig indkomstbeskatning, der kun indtræder, hvis salget henhører til vedkommandes næringsvej eller er foretaget i spekulationsøjemed. Sådant øjemed antages at foreligge, når salget sker inden 2 år efter erhvervelsen, medmindre det modsatte godtgøres at være tilfældet (statsskattelovens § 5, litra a, lov nr. 149 af 10. april 1922). Om særlig indkomstskat af fortjenester ved salg af obligationer, der sker uden forbindelse med den skattepligtiges næringsvej og mere end 2 år efter erhvervelsen, bliver der derimod ikke tale. Denne forskel i den skattemæssige behandling af obligationer og aktier m. v. er imidlertid af mindre reel betydning, allerede fordi obligationers kursbevægelser på længere sigt normalt er væsentlig mindre end aktiers og lignende værdipapirers.

En konsekvens af, at personlig indkomst hidrørende fra besiddelse af certifikater behandles på linje med indkomst af aktiebesiddelse, er bl. a. blevet, at udbytter af certifikater udstedt af Aktieforvaltningsinstituttet, der årlig udlodder såvel indkomst af dividender som gevinster

opnået ved salg af tegningsrettigheder, fuldt ud beskattes som almindelig indkomst for certifikatejeren. Dette må anses for at være en følge af, at foreningen - og dermed certifikatejerne - løbende realiserer opnåede tegningsrettigheder, således at der ikke kan gøres krav på den lempeligere beskatning, som normalt vil kunne opnås ved at udnytte tegningsretten og beholde de erhvervede aktier i mere end to år med den følge, at fortjenesten beskattes som særlig indkomst.

Aktieforvaltningsinstituttet har i en skrivelse af 31. maj 1967 rettet henvendelse til udvalget om dette spørgsmål, idet der henvises til en skrivelse af 23. december 1966 fra den daværende finansminister, hvori denne udtaler, at der vil være mulighed for at tage spørgsmålet om en eventuel ændring af reglerne om beskatning af udlodninger til certifikatindehavere, når der er afgivet betænkning fra det udvalg, som handelsministeren har nedsat til behandling af investeringsforeningernes forhold. Efter det for udvalget foreliggende ville der eventuelt kunne blive tale om at foreslå ændringer i lov nr. 166 af 16. maj 1962 om beskatning af medlemmer af investeringsforeninger, således at de tegningsretsværdier, der udloddes til certifikatindehaverne - uanset tidspunktet for certifikatets erhvervelse - beskattes som særlig indkomst under forudsætning af, at de beløb, der indvindes ved salg af tegningsrettigheder, ikke udloddes til certifikatindehaveren, før der er gået 2 år regnet fra Aktieforvaltningsinstituttets erhvervelse af tegningsretten.

Udvalget henstiller, at en lempelse i beskatningen efter disse retningslinjer tages under overvejelse.

b. For så vidt angår indkomst, der stammer fra deltagelse i investeringsforeninger, som ikke udsteder omsættelige certifikater, har en særlig lovgivning været nødvendig. Ved lov nr. 166 af 16. maj 1962 om beskatningen af medlemmer af investeringsforeninger har man tilstræbt så vidt muligt at stille de pågældende lige med medlemmer af andre investeringsforeninger.

Efter lovens § 2 skal andele af renter og ud-

bytter, der er tilskrevet den pågældendes indestående i foreningen, medregnes i den almindelige skattepligtige indkomst. Herudover skal medlemmerne i henhold til § 3 ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst medregne fortjeneste eller tab, der til- eller fraskrives deres indestående som hidrørende fra foreningens værdipapirer, hvad enten bevægelsen skyldes kursændringer eller afståelse af værdipapirer. Disse fortjenester og tab medregnes dog først i det år, hvor medlemmet hæver af sit indestående, og kun i det omfang, hvori de vedrører den hævende del af indskuddet. Den omstændighed, at foreningen afhænder værdipapirer medfører således ikke umiddelbart nogen beskatning af fortjeneste hos medlemmerne; men på den anden side beskattes disse af konstaterede kursgevinster på værdipapirer, der stadig er i foreningens besiddelse, når og i det omfang de hæver af deres indskud.

Såfremt et medlem helt eller delvis hæver sit indskud, før der er forløbet to år regnet fra indskuddets foretagelse, medregnes de omhandlede fortjenester eller tab fuldt ud i den almindelige skattepligtige indkomst. I andre tilfælde medregnes de i den skattepligtige særlige indkomst, jfr. ovenfor. Når et medlem hæver af sit indestående, betragtes de først indskudte beløb med eventuelle til- eller fraskrivninger af fortjenester eller tab som først hævet. For at udnytte disse regler, må medlemmet hvert år på særlige skemaer over for skattevæsenet gøre rede for indskud og udtræk såvel som for stedfundne formueforskydninger.

Det bemærkes i øvrigt, at bestemmelseernes udformning medfører, at gevinster eller tab, der står i forbindelse med kursændringer på obligationer, også underkastes beskatning i henhold til reglerne i lov om særlig indkomstskat, i modsætning til, hvad der i øvrigt gælder, jfr. ovenfor. Dette forhold beror på, at man er gået ud fra, at foreningerne kun i begrænset omfang vil anbringe deres midler i obligationer i forbindelse med de praktiske vanskeligheder, det ville volde, at holde bevægelser i kurserne på eventuelle obligationsbeholdninger uden for den almindelige beregning.

KAPITEL VI.

Udkast til lov om investeringsforeninger.

Kapitel 1.

Almindelige bestemmelser.

§ 1. Denne lov omfatter in vesterings virksomhed, hvis midler udgør en fællesformue tilvejebragt gennem henvendelse til videre kredse om at foretage indbetaling på anden måde end som aktiekapital, og som har til formål med henblik på en risikospredning at erhverve aktiver bestående helt eller delvis af værdipapirer i en flerhed af foretagender.

Stk. 2. Fællesformuen kan opdeles i serier, hver baseret på en bestemt angiven del af aktiverne.

Stk. 3. Virksomhed som nævnt i stk. 1 skal organiseres i foreningsform, og foreninger, der omfattes af loven, må ikke drive anden virksomhed.

Stk. 4. I tvivlstilfælde afgør handelsministeren, om en virksomhed er omfattet af bestemmelserne i stk. 1.

§ 2. En investeringsforening må - foruden i aktiver, der er nødvendige for foreningens etablering og drift, herunder likvide midler - kun investere i:

1. børsnoterede værdipapirer,
2. ikke-børsnoterede aktier og andre andelsbeviser i selskaber, hvis regnskaber er offentligt tilgængelige,
3. ikke-børsnoterede obligationer, udstedt af eller garanteret af staten, kommuner eller koncessionerede selskaber eller sikret ved tinglyst pant i fast ejendom,
4. tinglyste pantebreve i fast ejendom, for så vidt de har panteret inden for den seneste offentlige vurdering til ejendomsværdi,
5. fast ejendom,
6. værdipapirer, noteret på udenlandsk børs.

Stk. 2. En investeringsforening må ikke erhverve nogen form for aktiver i et sådant omfang, at den samlede værdi af de i et enkelt

foretagende anbragte midler — uanset anbringelsesmåden - ved erhvervelsen bringes til at overstige 15 pct. af den samlede aktivmasse. Under foretagender i den i 1. pkt. omhandlede forstand henregnes også banker, sparekasser, kredit- og hypotekforeninger, realkreditinstitutter i øvrigt samt kommuner. Ej heller må investeringen i en enkelt fast ejendom hverken direkte eller ved erhvervelse af pant i ejendommen bringes til at overstige 15 pct. af den samlede aktivmasse.

Stk. 3. Bestemmelsen i stk. 2, 1. pkt., finder ikke anvendelse i tilfælde, hvor erhvervelsen finder sted ved udnyttelse af tegningsrettigheder, der er knyttet til foreningens værdipapirer, eller ved erhvervelse af fondsaktier.

Stk. 4. Er fællesformuen opdelt i selvstændige serier, finder bestemmelserne i stk. 2 og 3 tilsvarende anvendelse på den enkelte serie.

Stk. 5. Ved konstateringen af værdien af den samlede aktivmasse samt ved afgørelsen af, om værdien af de i et enkelt foretagende anbragte midler overstiger 15 pct. af den samlede aktivmasse, jfr. stk. 2, anvendes følgende opgørelsesmåde:

1. børsnoterede værdipapirer ansættes til den senest noterede køber kur s.
2. andre aktiver ansættes til værdien i handel ogandel efter en forsigtig vurdering.

§ 3. En investeringsforening må ikke erhverve aktier eller andre andelsbeviser i noget enkelt selskab i et omfang, der giver stemmeret i vedkommende selskab ud over 15 pct. af samtlige stemmer. Hvis stemmeretten bliver benyttet til at indvælge medlemmer af investeringsforeningens bestyrelse eller dennes funktionærer i bestyrelsen for det pågældende selskab, skal forslag herom forinden være enstemmigt tiltrådt af foreningens bestyrelse, og en bemærkning herom skal optages i årsberetningen.

Stk. 2. Bestemmelserne i stk. 1 gælder dog ikke for erhvervelse eller benyttelse af aktier eller andelsbeviser i et ejendomsselskab, der alene har til formål at eje den ejendom, i hvilken foreningen har sit hovedsæde. Bestemmelserne kommer ej heller til anvendelse på erhvervelse eller benyttelse af aktier eller andelsbeviser i et selskab, der varetager foreningens forretningsførelse.

§ 4. Ingen af medlemmerne hæfter personligt for investeringsforeningens forpligtelser. Hæftelsen er begrænset til fællesformuen.

§ 5. En investeringsforening må ikke påtage sig gælds- eller garantiforpligtelser, der bringer disses samlede beløb op over 10 pct. af den samlede aktivmasse. Denne regel omfatter ikke prioritetsgæld i fast ejendom og ej heller gæld hidrørende fra omkostninger ved foreningens etablering.

Stk. 2. Såfremt de i stk. 1 nævnte forpligtelser som følge af nedgang i den samlede aktivmasse f. eks. på grund af kursfald eller indløsning af formueandelsbeviser overstiger 10 pct. af den samlede aktivmasse, påhviler det investeringsforeningens ledelse at nedbringe forpligtelserne under den nævnte grænse inden ét år.

§ 6. henvendelse til videre kredse med henblik på dannelse af en investeringsforening må alene finde sted på grundlag af en tegningsindbydelse, der indeholder eller er ledsaget af den fulde ordlyd af udkast til vedtægt for den påtænkte investeringsforening.

Stk. 2. Tegningsindbydelsen skal tillige indeholde oplysning om:

1. navnene på samtlige indbydere.
2. det mindstebeløb, der skal være tegnet, inden foreningen stiftes.
3. det eventuelle størstebeløb, der vil kunne tegnes, og om, hvorledes der skal forholdes i tilfælde af overtegning.
4. størstebeløbet for omkostningerne ved foreningens stiftelse.
5. salgsprisen for eventuelle formueandelsbeviser (certifikater) og grundlaget for dennes beregning.
6. størrelsen af eventuelle tegningsafgifter.
7. deponeringssted for foreningens værdipapirer.
8. tid og sted for afholdelse af første generalforsamling, der skal finde sted senest seks måneder efter tegningsindbydelsens dato.

9. de nærmere bestemmelser, der skal gælde om varigheden af tegningsforpligtelsen og om tilbagebetaling af eventuelle indbetalte beløb.

Stk. 3. Tegningsindbydelser, der udsendes af foreninger, som er optaget i investeringsforeningsregisteret, skal indeholde eller være ledsaget af den fulde ordlyd af foreningens vedtægt eller angive, hvor denne kan rekvireres eller ligger til eftersyn, ligesom den skal angive, hvor foreningens seneste regnskab ligger til gennemsyn. Sådanne tegningsindbydelser skal tillige indeholde de i stk. 2, punkt 3, 5, 6, 7 og 9 nævnte oplysninger.

Stk. 4. De, der har tegnet formueandele, skal indbetale det fulde tegningsbeløb kontant og kan ikke bringe fordringer på foreningen i modregning mod deres forpligtelse ifølge tegningen.

§ 7. Forinden den i § 6, stk. 1, nævnte tegningsindbydelse udsendes, skal den forelægges investeringsforeningsregisteret, der påser, at lovens krav er opfyldt, og at tegningsindbydelsen er i overensstemmelse med vedtægtsudkastet.

§ 8. Vedtægten skal indeholde bestemmelser om følgende forhold:

- A. Foreningens navn og hjemsted (hovedkontor).
- B. Kredsen af personer, der kan optages som medlemmer.
- C. Foreningens organisation og ledelse, herunder om
 1. indkaldelse af generalforsamlinger, herunder tid og sted for ordinær generalforsamling.
 2. stemmeretten og dennes udøvelse, herunder eventuelle begrænsninger i stemmeretten.
 3. behandling af forslag på generalforsamlinger.
 4. valg af bestyrelse - eventuelt repræsentantskab - i henhold til § 15, bestyrelsens og det eventuelle repræsentantskabs sammensætning og funktionstid, de for indkaldelse til bestyrelsesmøder og for afstemning på disse nærmere gældende bestemmelser.
 5. varetagelse af den daglige administration.
 6. hvem der har ret til at tegne foreningen, herunder hvem der udøver stemmeret-

ten på de fællesformuen tilhørende værdipapirer.

D. Retningslinier for foreningens tilvejebringelse af fællesformuen og for dennes anbringelse, herunder om

1. det eventuelle størsteløb, der vil kunne tegnes, og om hvorledes der skal forholdes i tilfælde af overtegning.
2. hvorvidt, eventuelt i hvilket omfang fællesformuen efter foreningens endelige etablering skal kunne udvides ved indbetalinger fra oprindelige og/eller nye medlemmer.
3. eventuel opdeling i serier.
4. modtagelse af indbetalinger og formen for tilvejebringelse af dokumentation for deltagelse i fællesformuen, eventuelt ved udstedelse af formueandelsbeviser (certifikater), herunder regler for beregning af salgsprisen.
5. anbringelse af fællesformuen, herunder hvorvidt sammensætningen af den for fællesformuen erhvervede aktivmasse skal fastholdes uændret - eventuelt serievis - eller skal bero på bestyrelsens beslutning og hvorvidt og i hvilket omfang midlerne kan anbringes i udenlandske værdipapirer eller i ikke-børsnoterede aktier.
6. hvorvidt der skal gælde indskrænkninger i formueandelens omsættelighed og da hvilke, og hvorvidt eventuelle formueandelsbeviser (certifikater) skal lyde på navn eller ihændehave, samt om eventuel notering på navn.
7. hvorvidt medlemmerne skal kunne kræve deres formueandele indløst, og i så fald efter hvilke regler.
8. opgørelse og fordeling af overskud, herunder om formen for udbetaling til medlemmerne, samt om dækning af eventuelt underskud.

E. Regler om regnskabsaflæggelse og revision.

F. Regler om fremgangsmåden ved ændringer af vedtægten og ved foreningens ophør (likvidation).

§ 9. En investeringsforenings navn skal klart angive foreningens egenskab af investeringsvirksomhed. Det skal tydeligt adskille sig fra andre investeringsforeningers navne og må i øvrigt ikke være egnet til at vildlede. I navnet må ikke optages slægtsnavn, selskabsnavn, firma, varemærke og lignende, der ikke tilkom-

mer foreningen, eller noget som kan forveksles hermed.

§ 10. En investeringsforening skal inden én måned efter afholdelsen af den første generalforsamling anmeldes til investeringsforeningsregisteret.

Stk. 2. Med anmeldelsen skal følge:

1. foreningens vedtægt som vedtaget på den første generalforsamling.
2. bekræftet genpart af den på den første generalforsamling førte forhandlingsprotokol.
3. fulde navn, stilling og bopæl for foreningens stiftere, bestyrelsesmedlemmer, direktører, prokurister og revisorer.
4. erklæring fra bestyrelsens og direktionens medlemmer om, at de opfylder de i § 18, stk. 1, fastsatte betingelser.

Stk. 3. Anmeldelsen og vedtægten skal være underskrevet af alle bestyrelsens medlemmer.

Stk. 4. Dersom anmeldelsen eller det anmeldte ikke fyldstgør lovens forskrifter eller ikke stemmer med foreningens vedtægt, eller dersom den beslutning, i henhold til hvilken den anmeldte ordning er truffet, ikke er blevet til på den måde, loven eller vedtægterne foreskriver, skal registrering nægtes, og de forpligtelser, som medlemmerne har pådraget sig i henhold til tegningsindbydelsen, bortfalder.

Stk. 5. Nægtes registrering, fordi den i stk. 1 nævnte frist overskrides, kan registeret dog, hvor særlige omstændigheder foreligger, tillade, at registrering finder sted uanset anmeldelsesfristens udløb. I så fald er kun de medlemmer, der samtykker i fristens forlængelse, bundet af deres tegning.

Stk. 6. Sker der ændring i foreningens vedtægt eller noget andet forhold, hvorom anmeldelse er foretaget, skal anmeldelse herom ske inden én måned, jfr. dog § 35, stk. 2. Anmeldelsen skal være underskrevet af alle bestyrelsens medlemmer og være ledsaget af bevis for ændringens lovlige vedtagelse. Forandring af bopæl behøver ikke at anmeldes, medmindre den pågældende tager bopæl i udlandet.

§ 11. Forinden registrering af en investeringsforening har fundet sted, kan foreningen ikke som sådan erhverve rettigheder eller indgå forpligtelser.

Stk. 2. For en forpligtelse, der før registreringen indgås på foreningens vegne, hæfter de, som har indgået forpligtelsen eller har medansvar herfor, solidarisk, medmindre andet må

anses for aftalt med vedkommende fordringshaver. Ved registreringen indtræder foreningen i forpligtelsen, og samtidig bortfalder den personlige hæftelse.

§ 12. Overdrages et formueandelsbevis (certifikat) til eje eller pant, finder bestemmelserne i lov om gældsbreve § 14, stk. 1 og stk. 2, tilsvarende anvendelse. Dette gælder dog ikke, hvis der i henhold til en bestemmelse i investeringsforeningens vedtægt er taget utvetydigt og iøjnefaldende forbehold i andelsbeviset, f. eks. lydende på, at det ikke er et omsætningspapir.

Stk. 2. Et til ihændehaven udstedt formueandelsbevis vedbliver, selv om det forsynes med investeringsforeningens påtegning om, at ejerens navn er noteret, at være et ihænde-haverpapir, dersom navnet ikke er påført andelsbeviset.

Stk. 3. På de til et formueandelsbevis hørende udbyttekuponer finder bestemmelserne i lov om gældsbreve §§ 24 og 25 anvendelse.

§ 13. Mortifikation af formueandelsbeviser (certifikater) uden dom kan kun ske, såfremt foreningens vedtægt og andelsbeviserne indeholder bestemmelse herom. Mortifikationsindkaldelsen skal indrykkes i Statstidende i det første nummer i et fjerdingår med følgende varsel:

- a. mindst fire uger ved andelsbeviser, der ikke er omsætningspapirer,
- b. mindst seks måneder ved andre andelsbeviser, og mortifikationen indtræder da tidligst seks måneder efter, at meddelelse om indkaldelsen er indført i den trækingsliste for obligationer, som af handelsministeren er anerkendt til optagelse af mortifikationsindkaldelser.

Stk. 2. Kuponark kan mortificeres uden dom sammen med det andelsbevis, hvortil de hører, medmindre vedtægten bestemmer andet.

§ 14. Finansministeren kan efter forhandling med handelsministeren bestemme, at formueandelsbeviser (certifikater), der udstedes af de af loven omfattede investeringsforeninger, fritages for stempelpligt og kan transporteres uden stempel.

Kapitel 2.

Foreningens ledelse.

§ 15. Foreningens øverste myndighed udøves af medlemmerne på en generalforsamling, og

den overordnede ledelse skal forestås af en bestyrelse, der vælges af generalforsamlingen eller af et af denne valgt repræsentantskab.

Stk. 2. Bestyrelsen skal have mindst tre medlemmer.

Stk. 3. Intet medlem af bestyrelsen eller repræsentantskabet kan vælges for en længere periode end fire år. Genvalg kan finde sted.

§16. Bestyrelsen fastsætter de almindelige retningslinier for investeringsforeningens virksomhed. Bestyrelsen skal sikre vedtægtens overholdelse, føre tilsyn med foreningen og påse, at den administreres på forsvarlig måde.

Stk. 2. De af bestyrelsen truffne vigtigere beslutninger, herunder alle beslutninger vedrørende fællesformuens placering, skal indføres i en dertil bestemt protokol.

Stk. 3. Prokura kan kun meddeles af bestyrelsen.

§17. Bestyrelsen kan ansætte en direktion til at varetage den daglige forretningsførelse eller kan i stedet overlade denne til et aktieselskab eller andet selskab med begrænset ansvar.

Stk. 2. Stillingen som formand for bestyrelsen kan ikke forenes med stillingen som direktør eller med stillingen som direktør i et selskab, der er antaget til at varetage forretningsførelsen.

§ 18. Bestyrelsesmedlemmer og direktører skal være myndige og må ikke være ude af rådighed over deres bo.

Stk. 2. I bestyrelsen skal enten formanden eller flertallet af medlemmerne have bopæl her i landet. Alle direktører skal have bopæl her.

§19. Et bestyrelsesmedlem må ikke deltage i afstemning angående aftaler mellem investeringsforeningen og ham selv eller søgsmål mod ham selv. Et bestyrelsesmedlem må heller ikke deltage i afstemning om aftale mellem investeringsforeningen og tredjemand eller søgsmål mod tredjemand, hvis han deri har en betydeligere interesse, der kan være stridende mod investeringsforeningens.

Stk. 2. En direktør må ikke uden bestyrelsens godkendelse indgå aftale mellem investeringsforeningen og ham selv eller aftale mellem investeringsforeningen og tredjemand, hvis han deri har en betydeligere interesse, der kan være stridende mod investeringsforeningen.

Stk. 3. Et bestyrelsesmedlem eller en direk-

tør i en investeringsforening må ej heller uden bestyrelsens enstemmige samtykke, der skal gives for hvert enkelt tilfælde og indføres i bestyrelsens forhandlingsprotokol, overdrage værdipapirer eller andet, der skal indgå i foreningens aktivmasse, til foreningen, eller erhverve sådanne aktiver fra foreningen.

Stk. 4. Bestemmelserne i stk. 2 og 3 gælder også selskaber, der er antaget til at varetage forretningsførelsen.

§ 20. Bestyrelsens honorar og eventuelle tantieme fastsættes af generalforsamlingen.

Stk. 2. Direktionens vederlag samt vederlag for forvaltning i øvrigt fastsættes af bestyrelsen.

Kapitel 3.

Generalforsamling.

§ 21. Ordinær generalforsamling skal afholdes én gang årligt, senest seks måneder efter regnskabsårets udløb. På den ordinære generalforsamling skal bestyrelsen aflægge årsberetning og forelægge det reviderede årsregnskab til godkendelse samt stille forslag om anvendelsen af det beløb, der efter regnskabet er til disposition.

Stk. 2. Ekstraordinær generalforsamling afholdes, når dette er påbudt ifølge vedtægten og i øvrigt efter bestyrelsens bestemmelse. Medlemmer, der ejer en tiendedel af fællesformuen eller den mindre brøkdel, som vedtægten måtte bestemme, kan kræve ekstraordinær generalforsamling indkaldt med det efter vedtægten kortest mulige varsel til behandling af et bestemt emne.

Stk. 3. Generalforsamlinger skal afholdes på investeringsforeningens hjemsted, medmindre andet er bestemt i vedtægten eller på en generalforsamling. Generalforsamlingerne skal være offentlige.

Stk. 4. Indkaldelse til generalforsamlinger foretages af bestyrelsen med mindst otte dages varsel. Såfremt forslag til vedtægtsændringer skal behandles på generalforsamlingen, skal indkaldelse dog ske med mindst 14 dages varsel. Indkaldelse skal ske ved anbefalet brev til medlemmerne eller ved bekendtgørelse i Statstidende eller i mindst to på hjemstedet almindeligt udbredte dagblade.

Stk. 5. Dagsordenen for generalforsamlingen skal anføres i indkaldelsen. Er dagsordenen for

den ordinære generalforsamling anført i vedtægten, er en henvisning hertil tilstrækkelig, såfremt ikke andre punkter skal behandles. Såfremt forslag til vedtægtsændringer skal behandles på en generalforsamling, skal forslagens tekst angives i indkaldelsen.

§ 22. Dagsordenen og de forslag, der agtes fremsat på generalforsamlingen, samt for den ordinære generalforsamlings vedkommende tillige årsregnskabet og årsberetningen, skal senest otte dage før generalforsamlingen fremlægges til eftersyn for medlemmerne på foreningens kontor.

Stk. 2. Generalforsamlingen kan ikke uden enstemmig vedtagelse af samtlige medlemmer i foreningen træffe beslutning i nogen sag, der ikke er anført i dagsordenen. Dog kan det beslutes at indkalde en ekstraordinær generalforsamling til behandling af forslag, der uden for dagsordenen er fremsat på generalforsamlingen.

§ 23. Ethvert medlem har ret til i overensstemmelse med vedtægtens regler herom at kræve et bestemt emne optaget i dagsordenen samt til at møde på generalforsamlingen og tage ordet dér.

Stk. 2. Bestyrelsen og direktionen skal, når det forlanges af et medlem, og det kan ske uden skade for investeringsforeningen, give oplysning på generalforsamlingen om alle forhold, som er af betydning for bedømmelsen af investeringsforeningens regnskab og virksomhedens stilling i øvrigt eller for medlemmernes stillingtagen til spørgsmål, hvorom beslutning skal træffes på generalforsamlingen.

§ 24. Ethvert medlem skal sikres stemmeret på generalforsamlingen i forhold til sin andel. Det kan dog i vedtægten bestemmes, at intet medlem kan afgive stemme for mere end en vis procentdel af fællesformuen eller for mere end et bestemt beløb.

Stk. 2. Er stemmeret betinget af notering i certifikatbog eller anden protokol, kan noteringsfristen ikke være længere end en måned.

Stk. 3. Investeringsforeningens bestyrelse eller direktion kan ikke udøve stemmeret på sådanne af foreningen udstedte formueandelsbeviser, som måtte tilhøre foreningen selv.

§ 25. Til vedtagelse af beslutninger om ændring af vedtægten kræves, at mindst halvdelen

af fællesformuen er repræsenteret på generalforsamlingen, og at derhos beslutningen vedtages med mindst to tredjedele af de afgivne stemmer. Er halvdelen af fællesformuen ikke repræsenteret på generalforsamlingen, men er forslaget vedtaget i overensstemmelse med vedtægtens regler, dog med mindst to tredjedele af de afgivne stemmer, kan forslaget vedtages på næste generalforsamling med to tredjedele af de afgivne stemmer uden hensyn til, hvor stor en del af fællesformuen, der er repræsenteret på generalforsamlingen.

§ 26. Over forhandlingerne på generalforsamlingen føres en protokol, der underskrives af dirigenten.

Stk. 2. Senest fjorten dage efter generalforsamlingens afholdelse skal generalforsamlingsprotokollen eller en bekræftet udskrift af denne for de sidste fem år være tilgængelig for medlemmerne.

§27. Sag, hvorved et medlem vil søge en generalforsamlingsbeslutning kendt ugyldig, skal anlægges mod investeringsforeningen inden tre måneder efter, at beslutningen er truffet. Denne frist gælder dog ikke beslutninger, som strider mod ufravigelig forskrift i denne lov.

Kapitel 4.

Regnskabsaflæggelse og årsberetning.

§ 28. Der skal årligt udarbejdes en beretning og et regnskab, der underskrives af bestyrelsen. Bestyrelsen udarbejder tillige forslag til anvendelse af årets overskud eller til dækning af et eventuelt underskud. Årsregnskabet og årsberetningen skal tilsendes alle medlemmer, der fremsætter begæring herom.

Stk. 2. I årsberetningen skal bestyrelsen give oplysning om forhold, som ikke fremgår af årsregnskabet, men som er af vigtighed ved bedømmelsen af dette, herunder også om forhold, som er indtrådt efter udgangen af regnskabsåret.

§ 29. Årsregnskabet skal indeholde driftsregnskab og status samt en opgørelse over forskydninger i aktivmassens sammensætning og værdi og i fællesformuens samlede størrelse. De nævnte forskydninger holdes uden for driftsregnskabet.

Stk. 2. For så vidt fællesformuen er opdelt i serier, skal driftsregnskabet, status samt den nævnte opgørelse opstilles særskilt for hver serie.

§ 30. Driftsregnskabet skal indeholde en opgørelse over årets indtægter og udgifter. Vederlag til bestyrelsen skal angives særskilt. Er fællesformuen opdelt i serier, kan specifikation af driftsudgifterne udelades for den enkelte serie.

§ 31. Status skal indeholde en opgørelse over investeringsforeningens aktiver og passiver.

Stk. 2. Følgende aktiver skal fremgå særskilt af status:

- a. kasse-, bank-, sparekasse- og postgirobeholdning.
- b. debitorer.
- c. værdipapirer med specifikation over disse.
- d. fast ejendom med fradrag af prioritetsgæld m. v.

Stk. 3. Følgende passiver skal fremgå særskilt af status:

- a. fællesformuen.
- b. bankgæld og anden lignende gæld.
- c. andre kreditorer.
- d. årets driftsoverskud.

Stk. 4. Ved ansættelsen af værdien af foreningens aktiver gælder reglen i § 2, stk. 5.

§ 32. Det reviderede og godkendte årsregnskab og beretningen om foreningens virksomhed i det forløbne år skal senest én måned efter regnskabets godkendelse indsendes til investeringsforeningsregisteret. Regnskabet skal være ledsaget af en af foreningens bestyrelse og revisor underskrevet erklæring om, at det er affattet i overensstemmelse med lovens forskrifter, og at bestemmelserne i §§ 2, 3 og 5 er overholdt. Endvidere medsendes en bekræftet udskrift af generalforsamlingsprotokollen for den generalforsamling, på hvilken årsregnskabet er godkendt.

Stk. 2. Regnskaberne, beretningerne og udskifterne er offentligt tilgængelige i registeret.

Kapitel 5.

Revision.

§ 33. En investeringsforenings regnskab revideres af en eller flere revisorer. Mindst én skal være statsautoriseret revisor. Revisorerne vælges af generalforsamlingen.

Kapitel 6.

Opløsning af investeringsforeninger.

§ 34. Generalforsamlingen kan træffe beslutning om opløsning af en investeringsforening i overensstemmelse med vedtægtens forskrifter herom.

Stk. 2. Registeret kan bestemme, at en investeringsforening skal opløses, hvis den mangler vedtægtsmæssig ledelse, og denne mangel ikke afhjælpes inden en af registeret fastsat frist.

§ 55. Generalforsamlingen vælger en eller flere likvidatorer til at foretage likvidationen. Er likvidatorer ikke valgt inden en af investeringsforeningsregisteret fastsat frist, udnævner handelsministeren likvidatorerne. Likvidatorerne træder i bestyrelsens og direktionens sted og er undergivet de for disse fastsatte bestemmelser.

Stk. 2. Med hensyn til fremgangsmåden ved likvidationen og til konkurs anvendes reglerne i lov om aktieselskaber, jfr. lovbekendtgørelse nr. 313 af 28. august 1952, §§ 63-69, 71 og 73 således, at denne lovs bestemmelser om aktieselskaber og disses aktionærer gælder for investeringsforeninger og disses medlemmer. I stedet for aktieselskabs-registeret træder investeringsforeningsregisteret.

§ 36. Når der i ti år ikke er modtaget anmeldelse eller regnskab fra en i investeringsforeningsregisteret optagen investeringsforening, og en henvendelse fra overregistrator ved anbefalet brev til foreningens til registeret sidst anmeldte postadresse er forblevet ubesvaret, kan overregistrator ved bekendtgørelse i Statstidende med tre måneders varsel opfordre bestyrelsen til at oplyse, om foreningen fremdeles består. Når fristen er udløbet, uden at sådan oplysning er modtaget, udslettes foreningen af registeret.

§ 37. To eller flere investeringsforeninger kan sammensluttet uden likvidation efter vedtagelse på de respektive generalforsamlinger. En sådan vedtagelse skal ske efter vedtægtens regler om fremgangsmåden ved vedtagelse af opløsning.

Kapitel 7.

Registreringsmyndigheden m.v.

§ 38. Investeringsforeningsregisteret har sæde i København og føres af overregistrator ved aktieselskabs-registeret.

Stk. 2. Overregistrator fastsætter nærmere regler om anmeldelsers form og indhold. Han kan forlange alle oplysninger, som er nødvendige for, at der kan tages stilling til, om loven og foreningens vedtægt er overholdt.

Stk. 3. Registeret er offentligt tilgængeligt. Om de stedfundne registreringer skal der straks indrykkes bekendtgørelse i Statstidende. Handelsministeren fastsætter nærmere regler om registerets førelse samt om afgifterne for registrering, for gennemsyn og afskrifter af registerfoliet, anmeldelser og regnskaber m. v.

Stk. 4. Det, som overensstemmende med denne lov er blevet registreret og bekendtgjort i Statstidende, skal anses for at være kommet til tredjemands kundskab, såfremt omstændighederne ikke giver grund til at antage, at han hverken har eller burde have været vidende derom.

Stk. 5. Så længe sådan bekendtgørelse ikke har fundet sted, kan forhold, der skal anmeldes, ikke gøres gældende imod tredjemand, medmindre det bevises, at han har haft kundskab derom.

§ 39. Dersom anmeldelsen eller den anmeldte ordning ikke fyldestgør lovens forskrifter eller ikke stemmer med foreningens vedtægt, eller dersom den beslutning, i henhold til hvilken den anmeldte ordning er truffet, ikke er blevet til på den måde, loven eller vedtægterne foreskriver, skal registrering nægtes.

Stk. 2. Anmelderen skal have skriftlig meddelelse om nægtelsen og om grundene til denne.

Stk. 3. Undlader en investeringsforenings bestyrelse, direktion eller likvidatorer i rette tid at efterkomme lovens bestemmelser om indsendelse til investeringsforeningsregisteret af anmeldelser, årsregnskaber, årsberetninger og andre meddelelser, kan handelsministeren som tvangsmiddel pålægge de pågældende daglige eller ugentlige bøder.

Kapitel 8.

Straffebestemmelser.

§ 40. Overtrædelse af § 1, stk. 3, §§ 2, 3, 5, 6, 7, 10, stk. 1 og 6, 16, stk. 1 og 2, 19, 21, stk. 1 og 2, 26, 28, 29, 30, 31 og 33 straffes med bøde, for så vidt strengere straf ikke er forskyldt efter den øvrige lovgivning. Det samme gælder overtrædelse af § 35, stk. 2, sammenholdt med aktieselskabslovens §§ 63-67

Stk. 2. Hvor et aktieselskab, andelsselskab eller lignende optræder som tegningsindbyder eller direktør, kan der pålægges selskabet som sådant bødeansvar for overtrædelse af lovens bestemmelser.

Kapitel 9.

Ikrafttrædelses- og overgangsbestemmelser.

§ 41. Loven træder i kraft den.....

§ 42. De ved lovens ikrafttræden bestående investeringsforeninger, som ikke er under likvidation eller konkursbehandling, skal inden tre måneder efter nævnte tidspunkt indgive anmeldelse til investeringsforeningsregisteret. En forening anses for bestående, når der i denne har været afholdt stiftende generalforsamling. Med anmeldelsen skal følge:

1. foreningens vedtægt.
2. foreningens seneste årsregnskab og eventuel årsberetning.
3. fulde navn, stilling og bopæl for foreningens bestyrelsesmedlemmer, direktører, prokuri-ster og revisorer.
4. erklæring fra bestyrelsens og direktionens medlemmer om, at de opfylder de i § 18, stk. 1, fastsatte betingelser.

Stk. 2. Anmeldelsen, vedtægten og årsregn-

skabet skal være underskrevet af alle bestyrelsens medlemmer, årsregnskabet tillige af foreningens revisor.

Stk. 3. Såfremt vedtægten eller foreningens forhold i øvrigt findes ikke at være i overensstemmelse med lovens forskrifter, gives der foreningen en frist af seks måneder til at foretage de fornødne ændringer. Hvor særlige omstændigheder taler herfor, kan handelsministeren fastsætte en yderligere frist. Er foreningens vedtægt eller øvrige forhold ikke bragt i overensstemmelse med loven inden for den fastsatte frist, foranlediger registeret foreningen opløst efter reglerne i § 35, stk. 1.

Stk. 4. Vedtægtsændringer, som registeret finder nødvendige for at bringe vedtægten i overensstemmelse med lovens forskrifter, og som ikke på foreningens generalforsamling har fået det til deres gennemførelse vedtægtsmæssigt fornødne stemmetal, skal anses som gyldigt vedtagne af generalforsamlingen, såfremt der på denne ikke er afgivet et så stort antal stemmer imod ændringen, som efter vedtægten kræves til beslutning om foreningens opløsning.

§ 43. Loven gælder ikke for Færøerne og Grønland, men kan ved kongelig anordning sættes i kraft for disse landsdele med de afvigelser, som de særlige færøske og grønlandske forhold tilsiger.

Bemærkninger til lovforslaget.

Almindelige bestemmelser.

§§ 1-14.

ad § 1, stk. 1.

Forslaget omfatter kun investeringsforeninger, der er baseret på indbetalinger, der finder sted på anden måde end som aktieselskabskapital. Hvis et aktieselskab retter henvendelse til videre kredse om deltagelse i selskabets virksomhed ved indbetalinger mod aktier i selskabet med henblik på erhvervelse af værdipapirer, gælder lovens bestemmelser ikke. Der vil således intet være til hinder for, at investeringsvirksomhed med lignende formål som omhandlet i det foreliggende forslag drives i aktieselskabsform og derved unddrages dette lovfor-slags bestemmelser, men til gengæld underka-stets aktieselskabslovgivningens regler. Forskel-

len vil navnlig være, at de begrænsninger med hensyn til midlernes placering, som fastsættes i forslagens § 2, ikke vil komme til at gælde for investeringsforetagender, der drives i aktieselskabsform. På den anden side vil disse sidste foretagender være underkastet reglerne om indkomstskat for selskaber, medens man forudsætter, at investeringsforeninger i forslagens forstand er fritaget for sådan beskatning. Den noget friere stilling, som et foretagende opnår ved at vælge aktieselskabsformen, sker således på bekostning af fritagelse for indkomstskat af selskabets løbende indtjening.

Den henvendelse om indbetaling i det angivne øjemed, som loven tilsigter at regulere, skal finde sted til videre kredse. En henvendelse til en mindre, bestemt afgrænset kreds af personer vil sædvanligvis bringe forholdet

uden for loven. Vejledende i så henseende vil være størrelsen af den pågældende personkreds.

Udvalget har ikke fundet det hensigtsmæssigt, at lovens bestemmelser skulle finde anvendelse på henvendelser, der kun finder sted til ansatte i en enkelt virksomhed eller koncern, men vil ikke udelukke, at henvendelse til sådanne kredse kan blive omfattet af loven, hvis den pågældende virksomhed opnår eller har en sådan størrelse, at den vil falde ind under ordlyden.

Normal vekselerervirksomhed vil falde udenfor, fordi en vekselerer som hovedregel ikke forestår en fælles anbringelse af midler fra en videre kreds. Er dette tilfældet, vil hans virksomhed falde ind under loven. Tilsvarende vil gælde normal advokatvirksomhed med hensyn til anbringelse af klienters midler allerede fordi der her sædvanligvis ikke vil være tale om aktiv henvendelse til videre kredse. Den forvaltningsvirksomhed, der udøves af banker og sparekasser, vil falde uden for den foreslåede bestemmelse, forudsat at forvaltningen kun gælder individuelle formuer. Påtænkes der forvaltning fra en videre kreds på den i forslaget nævnte måde, finder forslagets bestemmelser anvendelse.

Indbetalingerne skal sigte på erhvervelse af værdipapirer i en flerhed af foretagender. Dette følger af, at lovens hovedformål er at regulere sådanne investeringsforeninger, der tager sigte på en risikofordeling. Ved ordene »helt eller delvis« åbnes der mulighed for anbringelse af midlerne på anden måde end i værdipapirer, d. v. s. i fast ejendom. Såfremt bestemmelsen begrænsedes til alene at omfatte virksomheder, der udelukkende anbringer deres midler i værdipapirer, ville man kunne komme uden om lovens bestemmelser ved en formålsbestemmelse, der f. eks. omfattede anbringelse af midlerne både i fast ejendom og værdipapirer.

En forening, der har til formål alene at erhverve fast ejendom, vil falde uden for loven. Dette gælder f. eks. lejerforeninger, der har til formål at erhverve en fast ejendom til fælleseje for lejerne.

Det samme gælder, hvis formålet alene er anbringelse af midlerne i et bestemt foretagende, således at f. eks. eventuelle aktionærforeninger ikke omfattes af loven. Det samme er endvidere tilfældet med hensyn til sammenlutninger, der har til formål at erhverve ak-

tier i en bestemt virksomhed for dennes medarbejdere.

ad stk. 2.

En enkelt af de bestående investeringsforeninger er organiseret på den måde, at de indkomne midler kun kan anbringes i serier, f. eks. omfattende aktier i et bestemt antal aktieselskaber, og man har ikke villet hindre denne form for investeringsforeningsvirksomhed.

ad stk. 3.

For at sikre, at deltagerne i fællesskab får den afgørende indflydelse på forvaltningen af de indbetalte midler, foreskrives, at deltagerne skal organiseres som en forening. Det forbydes udtrykkeligt, at en investeringsforening, der omfattes af lovudkastet, driver anden virksomhed end nævnt i stk. 1. Så snart en forening driver investeringsvirksomhed i forslagets forstand, vil den herefter være afskåret fra at beskæftige sig med andre opgaver, f. eks. almindelig erhvervsvirksomhed. Bestemmelsen har til hensigt at hindre omgåelse af lovens bestemmelser under henvisning til, at foreningen til lige har andre formål end at drive investeringsvirksomhed.

ad stk. 4.

Da det ikke er muligt på forhånd at opregne alle tænkelige former, hvorunder der kan drives virksomhed som omtalt i stk. 1, er det fundet praktisk at foreskrive, at handelsministeren i tvivlstilfælde afgør, om en forening er omfattet af bestemmelserne i stk. 1. Handelsministerens afgørelse er ikke endelig, således at spørgsmålet kan indbringes for domstolene på sædvanlig måde.

ad § 2.

Investeringsforeninger har til formål at tilvejebringe muligheder for, at navnlig mindre formuer kan placeres på en sådan måde, at midlerne i videst muligt omfang bevarer deres realværdi, hvilket indebærer, dels at de må placeres fortrinsvis i aktiver, hvis pengeværdi erfaringsmæssigt som regel udvikler sig i takt med prisniveauet, dels at man ved anbringelsen bestræber sig for at undgå unødige risici. Lovforslagets § 2 tager navnlig sigte på - uden at vanskeliggøre varetagelsen af det førstnævnte hensyn - at understøtte bestræbelserne for at begrænse risikoen for formuetab. Med dette

formål for øje foreskrives dels en begrænsning af arten af de aktiver, i hvilke midlerne kan anbringes (stk. 1), dels en spredning af investeringerne over et vist minimalt antal forskellige aktiver (stk. 2).

ad stk. 1.

Bestemmelsen muliggør først og fremmest anbringelse i børsnoterede værdipapirer, d. v. s. aktier og obligationer, der noteres på Københavns fondsbørs. Udtrykket »børsnoterede« omfatter både den ordinære og ekstraordinære notering på børsen samt notering på efterbørsen. Dernæst har man fundet, at der også bør være adgang til at investere i aktier og andre andelsbeviser, for så vidt der er tale om selskaber, hvis regnskaber er offentlig tilgængelige. Under en periode med fortsat stigende priser på varer og tjenesteydelser er der grund til at antage, at aktier taget under ét er mindre udsat for forringelse af deres realværdi end almindelige pengefordringer, fordi aktier repræsenterer en ejendomsret til bestemte andele af det samlede produktionsapparat.

Af hensyn til sikkerheden har man overvejet, om det ville være hensigtsmæssigt kun at tillade at placere midlerne i børsnoterede aktier. Et flertal inden for udvalget har dog fundet, at man - med det forhåndenværende materiale af børsnoterede aktier - herved ville indsnævre foreningernes investeringsmuligheder i en grad, der på længere sigt vil kunne virke stærkt hæmmende på deres ekspansionsmuligheder. Det foreslås dog, jfr. udkastets § 8 D pkt. 5, at det af vedtægterne skal fremgå, hvorvidt foreningen kan anbringe sine midler i unoterede aktier. Ligeledes har man fundet, at anbringelserne — af hensyn til medlemmernes muligheder for at skaffe sig oplysninger om de pågældende aktier - bør begrænses til aktier i selskaber, hvis regnskaber er offentligt tilgængelige.

Der foreligger ikke tilsvarende muligheder for at sikre realværdien ved anbringelse i obligationer og private pantebreve, idet disse sædvanligvis lyder på faste pengebeløb, således at såvel renter som afdrag får aftagende købekraft, hvis prisniveauet stiger. Desuagtet har man ikke ment at burde afskære foreningerne fra at placere deres midler helt eller delvis i sådanne former for aktiver, såfremt de måtte ønske dette. Man har dog af hensyn til sikkerhedskravet fundet det rimeligt kun at tillade anbringelse i børsnoterede obligationer eller i andre obligationer, der er udstedt eller

garanteret af staten, kommuner eller koncessionerede foretagender, eller er sikrede ved tinglyst pant i fast ejendom.

Når man således begrænser anbringelsesadgangen vedrørende massegældsbreve, siger det sig selv, at man så meget des mere må lade mulighederne for at investere midlerne i private pantebreve være begrænset til kun at gælde tinglyste pantebreve i fast ejendom, forudsat at panteretten ligger inden for den seneste offentlige vurdering til ejendomsværdi. Efter forslaget kan der derimod ikke ske anbringelse i utinglyste pantebreve i fast ejendom så lidt som i pantebreve i løsøre, ligesom det ej heller er tanken, at der skal kunne finde investering sted i skadesløsbreve.

En fast ejendom vil ligeledes ofte kunne bevare sin realværdi i prisstigningsperioder, og forslaget giver derfor også adgang til placering af (en del af) midlerne i denne form for aktiver.

De foreslåede bestemmelser omfatter også adgang til anbringelse i værdipapirer, der noteres på udenlandsk børs; derimod kan valutaloggivningens bestemmelser være til hinder for en sådan placering af midlerne. Selv om man ikke har ment at burde forbyde investering i udenlandske værdipapirer, har man af hensyn til medlemmernes muligheder for at skaffe sig oplysninger herom foreskrevet, at det af vedtægten skal fremgå, om foreningen har adgang til at anbringe midlerne i udenlandske værdipapirer, jfr. udkastets § 8 D pkt. 5.

Foruden i de nævnte aktiver kan foreningernes midler anbringes i inventar, likvide beholdninger og andre aktiver, som er nødvendige i forbindelse med foreningens etablering og drift. Man har ikke anset det for påkrævet at fastsætte grænser for omfanget af sådanne placeringer.

Der er selvsagt intet til hinder for, at en forening i sin vedtægt kan fastsætte yderligere begrænsninger med hensyn til midlernes placering, jfr. § 8 D pkt. 5. Men uanset sådanne begrænsninger vil enhver forening, der anbringer midler i nogen form for værdipapirer - f. eks. alene i obligationer — være omfattet af lovforslagets bestemmelser, jfr. § 1, stk. 1.

ad stk. 2.

Det fremgår allerede af § 1, at der ved midlernes placering skal ske en vis spredning af risikoen, jfr. at der tales om erhvervelse af værdipapirer i en flerhed af foretagender. I §

2, stk. 2, er denne regel nærmere præciseret. Det er næppe muligt på objektivt grundlag at fastlægge kriterier for den mest hensigtsmæssige spredningsgrad. På den ene side må det tilstræbes, at der sker en spredning, der er tilstrækkelig til at hindre væsentlige formuetab som følge af, at et enkelt eller nogle få foretagender kommer i økonomiske vanskeligheder. På den anden side må man undgå at sætte for snævre grænser for en investeringsforenings adgang til at udnytte gunstige placeringsmuligheder, ligesom man ej heller har ment at burde afskære en forening fra at specialisere sig i anbringelse af midlerne i foretagender inden for en bestemt erhvervsgren, jfr. nedenfor, eller lignende. I denne forbindelse henvises til, at det af betænkningens kap. II, der omhandler baggrunden for kollektiv investering i aktier, værdifasthed og risikospredning, bl. a. fremgår, at de forskelle, der over et kortere åremål kan konstateres for de forskellige erhvervsgrenes aktier, ikke synes at gøre det nødvendigt at foreskrive en særlig pligt for investeringsforeningerne til at sprede deres investeringer over flere erhverv.

På denne baggrund har udvalget i sine overvejelser været inde på den tanke at foreslå en begrænsning for investering af midler i et enkelt foretagende til 10 pct. af den samlede aktivmasse. Man har herved haft for øje, at lovgivningen i de lande, der har en lovgivning på dette område, fastsætter langt snævrere grænser for investering i en enkelt virksomhed. Heroverfor står imidlertid den kendsgerning, at det danske aktiemarked er af et relativt beskedent omfang, og en begrænsning til 10 pct. derfor må befrygtes at ville virke hæmmende på mulighederne for at investere midlerne i aktier. Man har derfor afstået fra at foreskrive en så stærk begrænsning.

Uden at mene, at man herved har tilvejebragt nogen endelig løsning af spørgsmålet om afvejning af disse indbyrdes modstridende hensyn, foreslår udvalget, at investeringsforeninger højst må erhverve aktiver - uanset disses art — i et enkelt foretagende i et omfang, der svarer til 15 pct. af den samlede aktivmasse. Ved opgørelsen af de i et enkelt foretagende anbragte midler skal medtages alle former for aktiver, hvad enten det drejer sig om aktier, obligationer, pantebreve, indskud på konto eller andel. Man kan således ikke erhverve dels aktier i et bestemt foretagende, dels (tinglyste) pantebreve i fast ejendom udstedt af samme

foretagende, medmindre summen af disse aktivers værdi holdes inden for 15 pct s grænsen.

Det ville være nærliggende at lade de foreslåede begrænsninger være gældende med hensyn til placering af midlerne inden for selskaber tilhørende samme koncern. Da dette begreb — bortset fra en bestemmelse i banklovens § 12, stk. 1, der i øvrigt ikke indeholder nogen definition — ikke anvendes i gældende selskabsretlig lovgivning, har man imidlertid af lovtekniske grunde afstået fra at udforme bestemmelserne således, at de refererer til koncerner, idet man ikke har fundet det hensigtsmæssigt at formulere en definition af koncern-begrebet i dette forslag.

Forslagets bestemmelser hindrer ikke, at en investeringsforening beslutter at placere sine midler i virksomheder inden for en bestemt branche, blot 15 pct s grænsen overholdes for hver enkelt virksomhed.

For så vidt angår investering i den enkelte faste ejendom eller i pantebreve i en enkelt ejendom foreslås ligeledes en begrænsning til 15 pct. af formuen.

De i den foreslåede bestemmelse fastsatte grænser gælder alene ved erhvervelse af aktiver. Overskridelse af grænserne som følge af forskydninger i de enkelte aktivers relative værdi efter erhvervelsen vil ikke være i strid med de omhandlede forskrifter.

ad stk. 3.

Den i stk. 2, 1. pkt., nævnte limitering vil kunne komme til at virke uhensigtsmæssigt, hvis en investeringsforening som følge af udnyttelse af tegningsrettigheder til aktier bringes til at overskride begrænsningen, da muligheden for at udnytte tegningsrettigheder ofte vil kunne være af stor betydning for en investeringsforening. Det samme hensyn gør sig gældende med hensyn til erhvervelse af fondsaktier (friaktier). Det foreslås derfor, at den angivne limitering ikke finder anvendelse i sådanne tilfælde.

Man har ikke fundet det fornødent at foreskrive en regel om, at foreningen inden for en vis frist på ny skal bringe sin beholdning af aktier i et bestemt foretagende ned under 15 pct. grænsen, hvis denne overskrides ved udnyttelse af tegningsrettigheder eller ved erhvervelse af fondsaktier, bl. a. fordi man har ment, at det kunne virke urimeligt at tvinge en forening til at afhænde aktiver, som den selv anser for at være en hensigtsmæssig anbringelse.

Man har haft for øje, at der under særlige omstændigheder kan være risiko for, at en forening kommer til at overskride de nævnte grænser i forbindelse med afhændelse af aktiver. Hvis foreningen er organiseret således, at medlemmerne har adgang til at få indløst deres andele, kan der tænkes at ske en nedgang i fællesformuens totalbeløb. Dersom foreningen i en sådan situation finder det mest hensigtsmæssigt at skille sig af med en bestemt type aktiver, vil tilbageværende aktivers relative andel af fællesformuen øges, og man kunne da tænke sig — ud fra hensynet til ønskeligheden af at bevare en rimelig spredning af risikoen - at fastsætte, at de således øgede andele for intet tilbageværende aktivs vedkommende måtte bringes til at overstige en vis grænse, f. eks. 20 pct. Imidlertid kan man ikke udelukke, at værdien af visse aktiver - allerede før de af fællesformuens nedgang nødvendiggjorte aktivafhændelser er påbegyndt - har oversteget 20 pct., f. eks. på grund af forudgående kursstigning eller udnyttelse af tegningsrettigheder. Hvis man under sådanne omstændigheder skulle tilgodese hensynet til bevarelse af risikospredningen, måtte det derfor ske ved hjælp af regler om, at aktiver, hvis værdi, når den pågældende situation indtræder, overstiger en nærmere fastsat grænse, skal afhændes i et sådant omfang, at deres relative andel af fællesformuen ikke bringes til at vokse yderligere. En bestemmelse af denne karakter må anses for meget vanskelig at administrere, og man har derfor foretrukket ikke at stille noget forslag med henblik på de omhandlede tilfælde, som formentlig også kun yderst sjældent vil komme til at foreligge.

ad stk. 4.

En enkelt af de eksisterende investeringsforeninger virker som tidligere anført på den måde, at fællesformuen opdeles i serier, der kun omfatter en bestemt del af formuen, og som er fastlagt forud og ikke senere ændres, f. eks. omfattende aktier i 10 forskellige selskaber. Bestemmelsen i stk. 4 tager sigte på sådanne foreninger.

Da bestemmelsen i stk. 2 lægger afgørende vægt på erhvervelsen, vil hverken den almindelige bestemmelse i stk. 2 eller bestemmelsen i stk. 4 finde anvendelse på de af de eksisterende investeringsforeninger allerede foretagne investeringer.

ad stk. 5.

Bestemmelsen supplerer reglerne i stk. 2. Den tager sigte på at foreskrive en værdifastsættelse i to relationer, nemlig dels med hensyn til værdien af den samlede aktivmasse, dels med hensyn til værdien af de enkelte aktiver, der aktuelt investeres i. Det har været overvejet at foreskrive forskellige vurderingsmetoder for de to relationer ud fra det synspunkt, at en forsigtig betragtningsmåde i førstnævnte henseende måtte føre til, at der bør ansættes en så lav vurdering som muligt, medens det på den anden side ville være mest hensigtsmæssigt, om det modsatte synspunkt fik overvægten ved vurderingen af de enkelte aktiver. Imidlertid har man fundet, at en sådan løsning kunne komme til at virke administrativt uheldigt, selv om man fastlagde vurderingen ved opgørelsen af den samlede aktivmasse til dens værdi ved regnskabsårets begyndelse. Selv under denne forudsætning ville der opstå vanskeligheder for nye foreninger og for foreninger under ekspansion. For nye foreningers vedkommende ville det i øvrigt ikke være muligt at anvende værdien af aktivmassen ved regnskabsårets begyndelse. Det foreslås derfor, at der ved opgørelsen både af aktivmassens værdi og ved opgørelsen af, om værdien af de i et enkelt foretagende anbragte midler overstiger 15 pct.s grænsen, anvendes samme vurderingsmetode, således at opgørelsen finder sted på grundlag af den på opgørelsestidspunktet gældende værdi for de forskellige værdipapirer. Det er herved forudsat, at værdien af den samlede aktivmasse og af de værdipapirer eller andre formueobjekter, der skal anvendes til investering, uden vanskeligheder vil kunne regnes og opgøres løbende.

ad § 3, stk. 1.

Foruden en limitering med hensyn til midlernes anbringelse i samme foretagende har man anset det for nødvendigt at foreskrive en begrænsning i en anden henseende for at undgå, at en investeringsforening ved aktieerhvervelse får en dominerende indflydelse på selskaber, i hvilke der investeres midler. Man har herved lagt vægt på, at investeringsforeninger så vidt muligt ikke bør kunne anvendes som instrumenter i en magtkamp mellem forskellige aktiegrupper i et selskab. Det foreslås derfor, at der ikke må erhverves aktier eller andre andelsbeviser i et enkelt selskab i et

sådan omfang, at der gives stemmeret for mere end 15 pct. af samtlige stemmer i selskabet.

Bestemmelsen er derimod ikke til hinder for, at en investeringsforening erhverver en større post af aktier i et selskab, forudsat, at der ikke er knyttet stemmeret til aktierne i videre omfang end den foreskrevne 15 pct s grænse. Det afgørende vil således være, om de pågældende aktier giver stemmeret eller ej, derimod ikke omfanget af aktiebesiddelsen i forhold til selskabets aktiekapital.

Selv om stemmeretten holdes inden for den foreskrevne 15 pct s grænse, kan den alligevel benyttes til eller indebære mulighed for at blive benyttet til at dominere selskabet på anden måde, hvis retten anvendes til at vælge medlemmer af investeringsforeningens bestyrelse eller dennes funktionærer til medlemmer af bestyrelsen for det pågældende selskab. En sådan mulighed vil også kunne misbruges til at give medlemmer af foreningens bestyrelse eller direktion urimelige økonomiske fordele. På den anden side kan det ikke udelukkes, at det kan være hensigtsmæssigt for en investeringsforening, at medlemmer af dennes bestyrelse eller direktion kan være medlemmer af bestyrelsen for et aktieselskab, i hvis aktier foreningen har investeret. Derigennem kan foreningen få indblik i og en vis kontrol med selskabets dispositioner, og man må antage, at en forenings medlem i bestyrelsen i det hele vil være indstillet på at varetage medlemmernes interesse gennem sin deltagelse i et aktieselskabs bestyrelse. Udvalget har derfor ikke ment at ville foreslå, at det forbydes, at stemmeretten anvendes til at besætte bestyrelsesposter i et aktieselskab med medlemmer af en investeringsforenings bestyrelse eller dennes funktionærer.

For at give foreningens bestyrelse lejlighed til at tage stilling til, om foreningens stemmeret i givet fald må anvendes på den anførte måde foreslås det, at forslag herom først skal forelægges for bestyrelsen og være tiltrådt enstemmigt af denne. Herved understreges bestyrelsens medansvar for et sådant skridt. Af hensyn til medlemmernes interesse i at blive bekendt med sådanne forhold, foreslås det yderligere, at der i årsberetningen skal optages en bemærkning om eventuelt indvalg i bestyrelsen for et selskab. Bestemmelserne gælder kun i de tilfælde, hvor der foretages nyvalg til et selskabs bestyrelse, men tager ikke sigte på tilfælde, hvor der er tale om genvalg af de pågældende.

ad stk. 2.

For at undgå en ikke tilsigtet urimelig virkning af bestemmelserne i stk. 1 foreslås det, at disse bestemmelser ikke skal finde anvendelse i de i stk. 2 særlige nævnte tilfælde.

ad § 4.

Det er tidligere omtalt, at investeringsforeninger er »juridiske personer« (retlige enheder).

Der kan derfor heller ikke være tvivl om, at de rettigheder, som erhverves i en investeringsforenings navn, og de forpligtelser, der indgås i dennes navn, henholdsvis tilfalder og påhviler foreningen som sådan. For indgåede forpligtelser hæfter foreningen med sin formue ganske på samme måde, som en fysisk person normalt vil hæfte for de af ham indgåede retshandler. Bestemmelsen fastslår, at der ikke er personlig hæftelse for medlemmerne for investeringsforeningens forpligtelser. Dette gælder forpligtelser af enhver art. Medlemmerne vil i øvrigt hæfte solidarisk, men hæftelsen er altså begrænset til fællesformuen, hvad enten der er udstedt formueandelsbeviser (certifikater), eller der kun foreligger indskud, der alene er bogført som formueandele.

ad § 5, stk. 1.

Det kan ikke undgås, at en investeringsforening kommer til at pådrage sig gældsforpligtelser. Dette vil f. eks. særlig være tilfældet ved foreningens oprettelse, da der ikke er disponible midler i større omfang, men også i øvrigt når en forening har fået et vist omfang, vil det være tænkeligt, at der kan opstå gældsforhold, f. eks. husleje, løn til personale o. s. v. Endelig kan det ikke udelukkes, at en forening køber aktiver med henblik på en senere udstedelse af certifikater. For at modvirke spekulation i sådanne tilfælde har man foreslået, at foreningens adgang til at påtage sig gældsforpligtelser limiteres til 10 pct. af aktivmassen. Det er aktivmassens størrelse ved gældsstiftelsen, der er afgørende for beregningen af den fastsatte limitering.

Også garantiforpligtelser, f. eks. kaution og lignende, vil kunne forekomme. Herunder indgår køb af ikke fuldt indbetalte aktier eller andre andelsbeviser

Den fastsatte begrænsning for gælds- og garantiforpligtelserne omfatter dog ikke gæld

opstået i forbindelse med foreningens etablering, da det er anset for rimeligt at holde sådanne gældsposter, der må antages at være engangsudgifter, udenfor.

Prioritetsgæld i fast ejendom, hvad enten foreningen selv bruger ejendommen eller ej, skal ligeledes holdes uden for begrænsningen, da gæld af denne art må betragtes som normal i forbindelse med ejendomsret til fast ejendom.

ad stk. 2.

Bestemmelsen i stk. 2 tager sigte på den situation, der opstår, hvis værdien af aktivmassen af en eller anden grund forringes i et sådant omfang, at tidligere stiftede gælds- og garantiforpligtelser derved bringes op over den i stk. 1 fastsatte maksimumsgrænse. Bestemmelsen gælder altså kun for forpligtelser, som foreningen hidtil har kunnet påtage sig uden at overtræde bestemmelsen i stk. 1.

ad § 6, stk. 1 og stk. 2.

Det er anset for påkrævet at foreskrive, at henvendelse til videre kredse om indbetaling med henblik på at erhverve visse aktiver til fælles ejendom for indskyderne ikke må finde sted, før der foreligger en tegningsindbydelse, der enten indeholder den fulde ordlyd af vedtægten (eller udkastet til denne) for den pågældende investeringsforening eller er ledsaget af teksten til vedtægten (eventuelt udkastet).

Besemmelsen om, hvad der skal stå i tegningsindbydelsen, sikrer, at enhver, der ønsker at deltage i en investeringsforening, kan gøre sig bekendt med vilkårene for deltagelsen. Ved at foreslå, at vedtægten skal indeholdes i tegningsindbydelsen eller på anden måde være tilgængelig, tilgodeses det, at hele foreningens almindelige grundlag bliver bekendt for enhver interesseret, idet vedtægten skal indeholde oplysninger om en række forhold, der er af betydning for deltagernes bedømmelse af foreningen. I forslaget § 8 er der anført nærmere bestemmelser om, hvilke forhold der skal angives i vedtægten, men denne kan naturligvis indeholde yderligere oplysninger, hvis sådanne måtte anses for ønskelige for den enkelte forening. Af tegningsindbydelser skal bl. a. fremgå tid og sted for afholdelse af den første generalforsamling. For at hindre, at der anonymt udbydes til tegning, foreskrives det, at navnene på

indbyderne til tegningen skal fremgå af indbydelsen.

Påbudet om, at salgsprisen og grundlaget for dennes beregning skal anføres, må anses for naturligt. Hvis salgsprisen kan angives, skal både denne og grundlaget for beregningen oplyses. Hvis salgsprisen derimod ikke kendes på tegningstidspunktet, skal under alle omstændigheder grundlaget for beregningen af salgsprisen angives. En henvisning til de bestemmelser i vedtægten, der nærmere angiver, hvorledes salgsprisen beregnes, vil være tilstrækkelig til at opfylde lovens krav i denne henseende. Det er ikke anset for påkrævet at forbyde investeringsforeningen at tage en vis tegningsafgift til dækning af udgifter i forbindelse med emission af andelsbeviser m. v. Men hvis der bliver tale om udgifter af denne art, skal disses størrelse oplyses.

Der er ikke foreskrevet noget maksimumsbeløb med hensyn til omkostningerne ved en forenings etablering. Derimod skal det i tegningsindbydelsen oplyses, hvad der må påregnes højst at ville medgå til sådanne omkostninger.

ad stk. 3.

Medens stk. 1 og stk. 2 alene tager sigte på de investeringsforeninger, der oprettes efter lovens ikrafttræden, finder bestemmelsen i stk. 3 anvendelse dels på de allerede eksisterende foreninger, når disse er optaget i investeringsforeningsregisteret, dels på de foreninger, som stiftes, efter at loven er trådt i kraft, og som efter deres optagelse i registeret udsender tegningsindbydelser med henblik på udstedelse af nye certifikater eller tegning af nye andele i foreningerne.

Så snart en forening har eksisteret så længe, at der foreligger et årsregnskab, skal det i indbydelsen tillige angives, hvor det seneste regnskab ligger til gennemsyn.

Da beregningen af salgsprisen, jfr. foran, skal angives, har man ikke ment det nødvendigt at optage en bestemmelse i udkastet svarende til aktieselskabslovens § 20, stk. 1, litra c, hvorefter det i tegningslisten bl. a. skal angives, om der er tillagt de enkelte bestyrelsesmedlemmer, direktører eller andre garantiprovision eller andet vederlag i anledning af forhøjelsen, og i så fald arten og størrelsen heraf.

ad stk. 4.

For at sikre, at de indbetalinger, der præsteres af medlemmerne i en investeringsforening,

fuldt ud kommer foreningen til gode, foreskrives, at indbetalinger kun kan finde sted ved kontant betaling. For at afskære enhver tvivl herom er det udtrykkeligt anført, at modregning er udelukket. Det er også udelukket at indbetale i rater eller efter visse procentsatser. Derimod er bestemmelsen ikke til hinder for, at en investeringsforening træffer aftale med en sælger om overtagelse af en post værdipapirer eller andet, der skal indgå i foreningens aktivmasse, mod udstedelse af certifikater, idet en sådan aftale ikke kan sidestilles med en tegningsindbydelse.

ad § 7.

Som det vil fremgå af foranstående bemærkninger til § 6, stilles der i lovudkastet visse krav til tegningsindbydelsen og til vedtægten for en investeringsforening. For at hindre, at foreninger, der ikke er registreret, anvender en tegningsindbydelse, der ikke er affattet i overensstemmelse med de forskrifter, som loven indeholder herom, eller som strider mod vedtægtsudkastet, foreslås det, at en offentlig myndighed får lejlighed til at gennemgå disse dokumenter. Der ligger ikke i denne beføjelse, som foreslås tillagt det via loven instituerede investeringsforeningsregister, jfr. nærmere herom nedenfor, nogen hjemmel til at foretage et egentligt tilsyn med investeringsforeningerne. Hvis det findes, at en investeringsforenings tegningsindbydelse ikke opfylder lovens krav, bliver den pågældende forening gjort opmærksom herpå. Såfremt en forening ikke bringer tegningsindbydelsen i overensstemmelse med loven og alligevel anvender indbydelsen i strid med lovens bestemmelser eller i strid med vedtægtsudkastet, vil dette forhold indebære en overtrædelse af § 7, der kan straffes, jfr. § 40.

ad § 8 A.

Bestemmelsen om, at foreningens navn og hjemsted skal angives, må anses for at være en naturlig ordensforskrift, som også indeholder den realitet, at søgsmål mod foreningen vil kunne anlægges i den retskreds, hvor hjemstedet er.

ad B.

I visse af de eksisterende investeringsforeninger kan kun bestemte personer deltage, f. eks. hvis de er knyttet til et bestemt foretagende.

Bestemmelsen har derfor navnlig betydning i de tilfælde, hvor en sådan begrænsning af medlemskredsen foreligger. I øvrigt må det stå investeringsforeningen frit for at bestemme, hvem der kan blive medlem af foreningen. Der erindres i øvrigt om, at en væsentlig begrænsning af medlemskredsen vil kunne medføre, at foreningen helt vil falde uden for lovens område, jfr. bemærkningerne ad § 1, stk. 1.

ad C.

Under dette punkt, der vedrører foreningens organisation og ledelse, er anført en række forhold, om hvilke vedtægten skal give oplysninger. For nogle af disses vedkommende kan foreningen selv fastsætte indholdet af de bestemmelser, der skal gælde, men i andre tilfælde er det andetsteds i loven foreskrevet, hvad bestemmelsernes indhold skal gå ud på, og i sådanne tilfælde må vedtægten selvsagt ikke stride mod lovens materielle forskrifter. Der henvises i øvrigt til de bemærkninger om de pågældende lovbestemmelser, der er anført nedenfor.

Under punkt 4 er bl. a. foreskrevet, at vedtægten skal indeholde bestemmelse om indkaldelse til bestyrelsesmøder og om afstemningen på disse. Bestemmelsen forudsætter, at der i alle tilfælde vil blive udarbejdet en forretningsorden for bestyrelsen, i hvilken der inden for de rammer, som vedtægten i øvrigt angiver, kan fastsættes nærmere regler for bestyrelsens virksomhed. Det er dog anset for påkrævet, at det af vedtægten direkte skal fremgå, hvilke bestemmelser der gælder for indkaldelsen og for afstemninger, idet disse punkter betragtes som særlig væsentlige.

ad D.

Under dette afsnit er anført forskellige punkter vedrørende tilvejebringelsen af fællesformuen og dennes anbringelse m. v. Angivelsen af disse oplysninger sikrer, at der i videst muligt omfang gives eventuelle interesserede deltagere et grundlag for bedømmelse af den enkelte investeringsforening.

Under punkt 5 er det specielt bestemt, at vedtægten skal indeholde bestemmelser om anbringelse af fællesformuens midler. Loven indeholder i § 2, stk. 1, hjemmel til, at der finder investering sted i værdipapirer, der noteres på udenlandsk børs. Selv om adgangen hertil efter den for tiden gældende valutaloggivning normalt ikke kan udnyttes, vil spørgsmålet kunne blive aktuelt, hvis lovgivningen eller praksis

ændres på dette område. Da det er særligt vigtigt, at de, der ønsker at anbringe deres midler i en investeringsforening, bliver opmærksomme på, om foreningen kan investere også i udenlandske værdipapirer, er det udtrykkeligt foreskrevet, at vedtægten skal indeholde oplysning, både om der er adgang hertil, og i hvilket omfang det i så fald er tilladt at gøre dette. På tilsvarende måde har man ligeledes af hensyn til ikke sagkyndige investorer anset det for påkrævet, at det af vedtægten skal fremgå, om foreningens midler kan anbringes i aktier, der ikke noteres på børsen.

ad E.

Om det under dette punkt anførte gælder særlige bestemmelser, jfr. nedenfor ad §§ 28-33.

ad F.

For fremgangsmåden ved ændring af vedtægten er foreslået præceptive regler i § 25, og for opløsning gælder en række særlige bestemmelser, jfr. §§ 34-37.

ad § 9.

Bestemmelserne omhandler investeringsforeningernes firma. Med hensyn til firmaets sandhed foreskrives det, at firmaet klart skal angive foreningens egenskab af investeringsforening. Det foreskrives yderligere, at investeringsforeningers navne tydeligt skal adskille sig fra hinanden. Denne regel er motiveret i konkurrenceretlige hensyn til foreningerne. Bestemmelsen får tillige betydning for tredjemand, der herigennem let kan skelne de forskellige foreninger fra hinanden. Navnet må heller ikke være egnet til at vildlede, hvilket f. eks. vil være tilfældet, hvis navnet indeholder urigtige angivelser.

Endelig har man særligt af hensyn til den offentligtretlige interesse heri foreslået, at navnet ikke må indeholde et slægtsnavn, selskabsnavn, firma eller varemærke, som ikke tilkommer foreningen, eller noget som kan forveksles hermed. Tredjemand beskyttes således ikke blot mod den direkte anvendelse af sådanne navne og betegnelser, men bestemmelsen giver tillige en beskyttelse mod, at en investeringsforening i sit navn optager betegnelser af den anførte art, som kan forveksles med betegnelser, som tilkommer andre.

ad § 10, stk. 1.

I § 10 foreslås, at de foreninger, der er omfattet af lovforslaget, skal anmeldes til et særligt register, kaldet »investeringsforeningsregisteret«, der skal have sæde i København og føres af overregistrator ved aktieselskabsregisteret, jfr. herved § 38, stk. 1.

Udvalget har under sine overvejelser med hensyn til forslaget udformning drøftet forskellige muligheder i forbindelse med en lovgivning for investeringsforeningerne. Man har herunder været inde på den tanke at nøjes med at foreslå en ordning, der kun indebærer en anmeldelsespligt for disse foreninger til et offentligt register, eventuelt suppleret med få materielle lovbestemmelser, der sikrede medlemmerne en vis indflydelse på foreningens forhold. En sådan løsning har man imidlertid ikke fundet ville være tilstrækkelig, fordi en ordning baseret på dette princip næppe fuldt ud ville kunne sikre, at deltagerne i investeringsforeningerne kunne få den fornødne indflydelse i alle forhold. Man har endvidere indgående drøftet en ordning stort set svarende til den nu foreslåede, bortset fra at den var tænkt gennemført som en egentlig tilsynsordning gående ud på, at der af en offentlig tilsynsmyndighed skulle føres et reelt tilsyn med investeringsforeningerne på samme måde, som det efter forskellige love allerede er tilfældet bl. a. med hensyn til sparekasser, banker og forsikringsselskaber. En ordning i den nævnte retning var endvidere tænkt udbygget med bestemmelser i loven, der gav tilsynsmyndigheden beføjelse til at dispensere fra en række af de foreslåede bestemmelser.

Under drøftelserne i udvalget viste det sig imidlertid ikke muligt at opnå tilslutning til en sådan ordning, og udvalget har herefter ment, at en lovgivning, der bygger på et anmeldelses- og offentlighedsprincip, suppleret med en række bestemmelser af materielt indhold, vil være hensigtsmæssig. Man har i denne forbindelse særlig hæftet sig ved de principper, der er gældende i henhold til aktieselskabsloven af 1930, og fundet, at tilsvarende principper vil være praktisk anvendelige på de her omhandlede investeringsforeninger i tillempet form. Efter den gældende aktieselskabslov er der ikke etableret noget egentligt tilsyn med aktieselskaberne, men disse er alene undergivet et offentlighedsprincip, som tilgodeses ved en registreringspligt for selskaberne, suppleret med en

række materielle regler, til hvis overtrædelse der er knyttet civilretlige og strafferetlige virkninger. Udvalget er som anført herefter af den opfattelse, at der vil kunne skabes en tilfredsstillende ordning af investeringsforeningernes forhold, hvis der for disse gennemføres et tilsvarende offentlighedsprincip m. v. kombineret med en række materielle forskrifter i selve loven.

Da overregistrator ved aktieselskabs-registeret foruden dette register fører foreningsregisteret, jfr. lov nr. 100 af 31. marts 1926 om foreningsregisteret, har man anset det for den praktisk bedste løsning, at det foreslåede register henlægges til samme registreringsmyndighed, men som et selvstændigt register, bl. a. fordi der i modsætning til andre foreninger pålægges investeringsforeningerne anmeldelsespligt. Da investeringsforeningerne udgør og formentlig må antages fortsat at ville udgøre et særdeles beskedent antal, og da forslaget som anført ikke indebærer en egentlig tilsynspligt, skulle det ikke volde administrative besværligheder eller bryde med registerets hidtidige forvaltningsmæssige opgaver, at administrationen af loven henlægges til overregistrator ved aktieselskabs-registeret.

Det foreslås, at der inden én måned efter afholdelsen af den første generalforsamling skal indgives anmeldelse af en investeringsforening til registeret. Fristen er sat til én måned i modsætning til den i aktieselskabsloven fastsatte frist for indgivelse af anmeldelse om stiftelse af et aktieselskab, der er seks måneder efter stiftelsesoverenskomstens dato. En frist af den foreslåede længde skulle i almindelighed være tilstrækkelig, jfr. i øvrigt bemærkningerne ad stk. 5.

ad stk. 2.

I stk. 2 anføres bl. a., hvilke dokumenter der skal følge med anmeldelsen, og der nævnes dér vedtægten i den form, i hvilken den er vedtaget på den første generalforsamling. Det er en følge af det offentlighedsprincip, der er foreslået i § 38, stk. 3, at vedtægten er offentligt tilgængelig. Det samme gælder udskrifter af forhandlingsprotokollen, ikke alene for den første generalforsamling, men også med hensyn til senere generalforsamlinger, for så vidt de er af betydning for en anmeldt ændring, eller for så vidt der i øvrigt har fundet en vedtagelse sted af beslutninger, som kræver anmeldelse, f. eks. valg af bestyrelsesmedlemmer.

Det er en selvfølge, at foreningens styrelse m. v. skal anmeldes til registeret; det er yderligere foreslået, at der med anmeldelsen tillige skal indsendes erklæring fra direktører eller bestyrelsesmedlemmer om, at de opfylder de habilitetsbetingelser, der er fastsat i § 18, stk. 1. Det er i øvrigt registeret, der bestemmer erklæringens indhold, ligesom der i det hele er tillagt registeret beføjelse til at bestemme anmeldelsens form og indhold, jfr. § 38, stk. 2.

ad stk. 3.

Bestemmelsen svarer stort set til lignende bestemmelser i andre love, f. eks. i den gældende aktieselskabslov.

ad stk. 4.

Der kan være forskellige grunde til en registrerings nægtelse, hvis f. eks. en vedtægtsbestemmelse strider mod præceptive forskrifter i loven, eller en anmeldelse på anden måde indeholder noget retsstridigt. Foreligger der sådanne forhold, skal registrering nægtes. Dog må det antages, at registeret vil kunne give en forening en vis frist til berigtigelse af et lovstridigt forhold, således at det ikke er strengt nødvendigt straks at nægte registrering. Dette vil f. eks. gælde, hvis der er tale om mangler ved en anmeldelse, som kan afhjælpes; herom må registrator skønne i hvert enkelt tilfælde.

ad stk. 5.

Fristen i stk. 1 for, hvornår der skal indgives anmeldelse af en nyetableret investeringsforening, suppleres med bestemmelsen i stk. 5, der foreskriver, at der i tilfælde af, at fristen for anmeldelsen overskrides, skal finde nægtelse af registrering sted. I så fald foreslås det yderligere, at de forpligtelser, som medlemmerne har pådraget sig i henhold til tegningsindbydelsen, bortfalder, f. eks. pligten til at indbetale et beløb mod udstedelse af certifikater. Man har imidlertid ikke ment, at en så alvorlig konsekvens af fristens overskridelse altid bør indtræffe, og det er derfor foreslået, at investeringsforeningsregisteret i særlige tilfælde kan tillade registreringen uanset fristens udløb. Hvis en sådan situation foreligger, er dog kun de medlemmer, som direkte har samtykket i fristens forlængelse, bundet af de indgæede forpligtelser.

ad stk. 6.

Det er ikke tilstrækkeligt, at nye foreninger skal anmeldes. Der kan ske ændringer f. eks. i vedtægten eller i den én gang anmeldte bestyrelses sammensætning. For at sikre, at sådanne ændringer bliver anmeldt og derigennem offentligt bekendt, foreskrives der en anmeldelsespligt om enhver ændring i noget forhold, hvorom der tidligere er foretaget anmeldelse. Fristen herfor er foreslået sat til en måned; dette stemmer med tilsvarende bestemmelser i aktieselskabsloven. I et enkelt tilfælde er fristen fastsat til en kortere varighed, men i så fald fremgår dette af loven, jfr. § 35, stk. 2, der bl. a. henviser til aktieselskabslovens § 63, hvis stk. 2 bestemmer, at en vedtagelse om likvidation af et aktieselskab skal anmeldes inden 8 dage.

Det er ligeledes normal praksis for aktieselskaber, at sådanne ændringsanmeldelser skal underskrives af alle bestyrelsens medlemmer. En underskrift af en direktør eller en prokurist er således ikke tilstrækkelig. Sædvanligvis vil den dokumentation, der bliver tale om i forbindelse med en ændringsanmeldelse, være en bekræftet udskrift af foreningens generalforsamlingsprotokol.

ad § 11.

Så længe en investeringsforening ikke er blevet registreret, vil den ikke have retsevne. Dette indebærer, at en forening ikke kan optræde som sagsøger eller sagsøgt. Eventuelle krav må derfor rejses mod stifterne og andre, der har handlet på deres vegne. Bestemmelsen tilsigter ikke, at retshandler, der måtte være indgået forinden registreringen, skal være uden forbindelse, men den eller de, der på foreningens vegne har indgået en forpligtelse, må hæfte herfor eventuelt solidarisk, indtil foreningen opnår retsevne gennem registreringen. På samme måde kan foreningen først erhverve rettigheder i henhold til indgåede aftaler, når den som følge af den foreskrevne registrering har opnået retsevne. Bestemmelsen finder ikke anvendelse på de før lovens ikrafttræden eksisterende investeringsforeninger. I hvilket omfang disse har erhvervet rettigheder eller pådraget sig forpligtelser må afgøres på grundlag af deres vedtægter og indholdet af trufne aftaler.

ad stk. 2.

Den personlige hæftelse for en uregistreret forening bortfalder ved registreringen, uden at det er nødvendigt, at foreningen afgiver nogen erklæring om gældsovertagelsen. Der stilles ikke krav om, at fordringshavernes sikkerhed ikke forringes ved, at den personlige hæftelse bortfalder, da der ikke er fundet at være afgørende betænkkeligheder ved at undlade at stille et sådant krav.

ad § 12.

I § 12 slås det fast, at de af en investeringsforening udfærdigede formueandelsbeviser, f. eks. certifikater, betragtes som omsætningspapirer og altså er negotiable. Dette er hovedreglen og medfører de virkninger med hensyn til fortabelse af rettigheder, der er omhandlet i gældsbrevlovens § 14, stk. 1 og 2. Hvis en investeringsforening ikke ønsker, at dens certifikater skal ligestilles med negotiable dokumenter, er det nødvendigt, at der i vedtægten tages et tydeligt forbehold herom.

Bestemmelsen har lige så lidt som aktieselskabsloven optaget regler om spørgsmålet vedrørende fortabelse af indsigelser mod udstedelsen af formueandelsbeviser, da spørgsmålet næppe vil få praktisk betydning. Skulle spørgsmålet opstå, vil det derfor være overladt til domstolene at afgøre, i hvilken udstrækning reglerne i gældsbrevlovens §§ 15-17 skal finde analogisk anvendelse.

Bestemmelsen i stk. 2 medfører, at en hemmelig notering på navn ikke bevirker, at et formueandelsbevis, der er udstedt til ihændehaber, bliver et navnepapir; hertil kræves, at navnet tillige noteres på selve andelsbeviset.

I stk. 3 bestemmes, at udbyttekuponer, der hører til et formueandelsbevis, er underkastet bestemmelserne i gældsbrevlovens §§ 24 og 25. Dette indebærer efter nævnte lovs § 24, at de for ihændehaber- og omsætningsgældsbreve givne regler finder anvendelse på udbyttekuponer. Efter gældsbrevlovens § 25 sker forældelse af kuponer normalt efter 3 års forløb.

ad § 13, stk. 1.

Mortifikation ved dom vil altid kunne finde sted efter de herom gældende bestemmelser i mortifikationsloven, jfr. lov nr. 145 af 13. april 1938 om mortifikation af værdipapirer.

Mortifikation uden dom vil derimod kun kunne finde sted, hvis investeringsforeningens vedtægt og andelsbeviserne indeholder bestemmelser herom.

I forhold til, hvad der hidtil har været almindeligt for aktier, foreslås indkaldelsesvarslet nedsat fra 3 måneder til 4 uger ved ikke-negotiable andelsbeviser og fra 1 år til 6 måneder ved negotiable andelsbeviser. Bestemmelsen tager kun sigte på selve andelsbeviset, men gælder ikke for interimsbeviser, tegningsretsbeviser, udbyttekuponer eller taloner. Disse dokumenter spiller næppe en sådan rolle for de her omhandlede foreningers vedkommende, at det er nødvendigt at tilvejebringe en særlig hjemmel for udenretlig mortifikation.

ad stk. 2.

Med hensyn til kuponark foreslås, at disse kan mortificeres uden dom sammen med det andelsbevis, hvortil de hører. Såfremt man ønsker at afskære adgangen til en sådan accessorisk mortifikation af kuponark, må vedtægten indeholde en udtrykkelig bestemmelse herom.

ad § 14.

For at lette omsætningen af formueandelsbeviserne foreslås det, at disse kan fritages for stemplingspligt både ved udstedelsen og i tilfælde af overdragelse. Fritagelsen tænkes også at skulle kunne omfatte de såkaldte børsstempler.

Foreningens ledelse.
§§ 15-20.

ad § 15, stk. 1.

Ifølge § 1, stk. 3, skal virksomhed, der er omfattet af loven, organiseres i foreningsform. § 15, stk. 1, sikrer, at den øverste myndighed udøves af medlemmerne på en generalforsamling. Denne vil normalt også vælge foreningens overordnede ledelse. Man har dog ikke villet udelukke, at bestyrelsen kan vælges af et repræsentantskab, men dette må i så fald selv være valgt på en generalforsamling bestående af foreningens medlemmer.

ad stk. 2.

Bestemmelsen foreskriver et vist mindsteanstal for antallet af bestyrelsesmedlemmer, idet

der i en investeringsforenings bestyrelse ikke må være mindre end 3 medlemmer. Der er intet i vejen for, at antallet sættes til et større tal, og der er ikke fastsat noget maksimum for bestyrelsens størrelse; hvis bestyrelsen går ned under det antal medlemmer, der kræves ifølge vedtægten, og denne mangel ikke afhjælpes inden en vis frist, mangler foreningen vedtægtsmæssig ledelse og vil da være at opløse, jfr. § 34, stk. 2. Det vil ikke være tilstrækkeligt, at der findes en direktion, selv om denne f. eks. måtte bestå af 3 medlemmer. For at undgå, at en forening kommer i en situation, der kan medføre risiko for opløsning på grund af manglende vedtægtsmæssig bestyrelse, kan det være praktisk, at der samtidig med valg af medlemmer til bestyrelsen på generalforsamlingen foretages valg af suppleanter for bestyrelsen.

Det er ikke fundet nødvendigt at bestemme, at der skal tillægges en vis minoritet af deltagerne særskilt ret til at vælge et bestyrelsesmedlem ud over det i vedtægten fastsatte antal.

ad stk. 3.

Bestemmelsen sikrer, at bestyrelsen ikke kan supplere sig selv, idet kompetencen til valg af bestyrelsen er henlagt til generalforsamlingen eller et af denne valgt repræsentantskab, jfr. stk. 1. En bestemmelse i vedtægten om, at bestyrelsen i tilfælde af vakance kan supplere sig indtil førstkommande generalforsamling, vil således være stridende mod stk. 1. Derimod er der intet til hinder for, hvis vedtægten indeholder hjemmel hertil, at f. eks. den generalforsamling, der vælger bestyrelsen, samtidig vælger en eller flere suppleanter for de valgte bestyrelsesmedlemmer. I tilfælde af udtrædelse af bestyrelsen vil de således valgte suppleanter uden yderligere generalforsamlingsbeslutning kunne indtræde i bestyrelsen, hvad der f. eks. vil være af betydning i den ovenfor under stk. 2 anførte situation om manglende ledelse.

Bortset fra, hvad vedtægten bestemmer om valgperiodens længde, følger det af almindelig selskabsretlig praksis, at en generalforsamling til enhver tid kan afsætte den siddende bestyrelse, og bestemmelsen om en valgperiode på 4 år for et bestyrelsesmedlem eller et medlem af repræsentantskabet bliver derfor en maksimumsbestemmelse, som vedtægten ikke kan gøre længere, dog at genvalg kan finde sted.

ad § 16, stk. 1.

Bestemmelsen foreskriver anvendelsen af det almindelige selskabsretlige princip, at det er bestyrelsen, som skal fastsætte de almindelige retningslinier for foreningens udøvelse. Bestyrelsen har således i enhver henseende ansvaret for foreningens drift, og dette ansvar kan ikke delegeres til en administrator eller direktør. Eksistensen af et repræsentantskab vil ej heller kunne fritage bestyrelsen for ansvaret i denne henseende.

Det må i overensstemmelse med selskabsretlig praksis efter omstændighederne være tilfaldt, at det fornødne eftersyn af bogholderi og regnskabsvæsen samt aktivernes tilstedeværelse foretages af personer uden for bestyrelsen, når denne har overbevist sig om de pågældende personers kvalifikationer og har godkendt de retningslinier, hvorefter eftersynet og opgørelsen finder sted.

ad stk. 2.

Det er ligeledes et almindeligt selskabsretligt princip, at de beslutninger, som bestyrelsen træffer, skal indføres i en særlig protokol. En sådan protokol vil være af værdi, f. eks. i forbindelse med afgørelsen af et eventuelt ansvar for bestyrelsen. Herudover har man fundet det nødvendigt at foreskrive en pligt til at protokollere alle beslutninger vedrørende fællesformuens placering, idet bestemmelser herom anses af særlig vigtighed.

ad stk. 3.

Reglen indebærer, at det ikke kan overlades til en generalforsamling at meddele prokura. I øvrigt henholder forslaget sig til lovgivningens almindelige regler om fuldmagt og prokura, herunder fimalovens og aftaleovens bestemmelser.

ad § 17, stk. 1.

Det er en frivillig sag, om bestyrelsen vil ansætte en direktør. Hvis en direktør ansættes, bliver det denne, der får den daglige ledelse af foreningen, medens bestyrelsens opgave i så fald vil bestå i at give direktøren direktiver og at føre tilsyn med dennes forretningsførelse.

Visse af de eksisterende investeringsforeninger har overdraget forvaltningen af fællesformuen til en bank eller et almindeligt aktieselskab eller til andre uden for foreningen stående personer eller organer, og denne praksis

har man ikke fundet anledning til at forhindre.

Hvis der ikke er ansat nogen direktør, følger det af forholdets natur, at det må påhvile bestyrelsen at forestå den daglige ledelse.

Udvalget har under sine drøftelser overvejet at foreskrive en bestemmelse i loven om, at en aftale om overdragelse af administrationen af fællesformuens midler til et pengeinstitut eller andet selskab altid skulle kunne siges op med et varsel på f. eks. 6 måneder, og at en tilsvarende regel skulle gælde med hensyn til opsigelse af en direktør for at hindre, at der f. eks. mellem bestyrelsen og en direktør kunne træffes aftale om uopsigelighed eller om opsigelse med et abnormt langt varsel, hvorved generalforsamlingens kompetence som et bestyrelsen overordnet organ blev gjort illusorisk.

Udvalget har imidlertid ment, at der var principielle betænkeligheder ved via lovgivningen at gribe ind i den almindelige kontraktsfrihed, og at disse betænkeligheder måtte være afgørende. Man har derfor undladt at foreslå regler af den anførte art, men finder dog anledning til at fremhæve, at et vist misbrug af aftalefriheden vil kunne tænkes, f. eks. ved indgåelse af kontrakter, der hjemler urimeligt store godtgørelser i tilfælde af opsigelse.

ad stk. 2.

I konsekvens af bestyrelsens stilling som tilsynsorgan ville det være logisk at forbyde, at direktionens medlemmer samtidig er medlemmer af bestyrelsen, jfr. således banklovens § 8, stk. 4. Et fuldstændigt forbud i så henseende ville imidlertid stride imod mangeårig almindelig selskabsretlig praksis, hvortil kommer, at det kan være af praktisk interesse at etablere et vist fællesskab i den samlede ledelse. Man har derfor nøjedes med at foreslå et begrænset forbud, hvorefter bestyrelsens formand ikke samtidig kan være medlem af direktionen eller direktør i et selskab, der er antaget som forretningsfører. Der er altså intet i vejen for, at en direktør kan være almindeligt bestyrelsesmedlem.

ad § 18, stk. 1.

Udkastets § 18 opstiller de personlige betingelser for bestyrelsesmedlemmer og direktører. Det er almindelig selskabsretlig praksis at kræve myndighed og borådighed for sådanne personer. Tilsvarende bestemmelser findes i den gældende aktieselskabslov, jfr. lovens § 49.

ad stk. 2.

Det må betragtes som for vidtgående at stille krav om forudgående bopæl for bestyrelsens medlemmer og direktører. Derimod må det anses for naturligt af jurisdiktionsgrunde at stille krav om bopæl for medlemmer af direktionen. For bestyrelsesmedlemmernes vedkommende er det imidlertid tilstrækkeligt, at enten formanden eller flertallet af bestyrelsens medlemmer har bopæl her i landet. Bestemmelsen er således ikke til hinder for en bestyrelse bestående af et vist antal medlemmer, der er bosat i udlandet.

ad § 19, stk. 1 og stk. 2.

Bestemmelserne svarer til de gældende bestemmelser i aktieselskabslovens § 50, stk. 1 og stk. 2, og hviler på den opfattelse, at et bestyrelsesmedlem ikke bør være udelukket fra at afslutte objektivt forsvarlige retshandler med foreningen i egen interesse. Sådanne retshandler indebærer imidlertid altid fare for en kollision mellem den personlige interesse og foreningens til skade for denne. § 19 anerkender udtrykkeligt tilladeligheden af sådanne kontrakter, men det kræves, at det pågældende bestyrelsesmedlem ikke må deltage i afstemning angående aftaler mellem investeringsforeningen og ham selv eller om søgsmål mod ham selv. Derimod er der intet til hinder for, at han deltager i drøftelserne angående de pågældende spørgsmål. De samme betænkeligheder, der har motiveret bestemmelsen om forbud mod deltagelse i afstemning om aftaler mellem et bestyrelsesmedlem og investeringsforeningen, vil også gøre sig gældende i forhold til aftaler mellem foreningen og tredjemand, når et bestyrelsesmedlem har en betydeligere interesse i en sådan aftale, der kan være stridende mod investeringsforeningens interesse, og reglen omfatter derfor også sådanne aftaler.

Det er heller ikke udelukket, at der kan indgås aftaler mellem foreningen og dennes direktør. Selvkontrahering af denne art er i sig selv meget betænkelig og kan ligeledes give anledning til misbrug. For at hindre dette foreslås det derfor, at sådanne aftaler og aftaler mellem investeringsforeningen og tredjemand, i hvilke direktøren har en betydeligere interesse, der kan være stridende mod investeringsforeningens, skal godkendes af bestyrelsen. En sådan godkendelse må kræves forud for hver enkelt disposition.

ad stk. 3 og stk. 4.

Medens de almindelige bestemmelser i aktieselskabsloven om adgangen til selvkontrahering, som er lagt til grund i de foregående stykker, i almindelighed må anses for tilstrækkelige for investeringsforeninger, gør sig for disses vedkommende særlige forhold gældende, der kan medføre yderligere risiko for misbrug. Det gælder f. eks., hvis en forenings bestyrelsesmedlemmer eller direktør optræder som køber eller sælger af værdipapirer til foreningen. Udvalget har dog ikke ment, at et forbud mod sådanne retshandler ville være hensigtsmæssigt, da rimelige tilbud meget vel kan tænkes at fremkomme på denne måde. På den anden side har man ment det påkrævet at foreslå særlige bestemmelser med henblik på at imødegå den nærliggende risiko, som sådanne aftaler kan indebære, for, at købet eller salget sker til en for foreningen mindre fordelagtig kurs. For at indskærpe bestyrelsens agtpågivenhed i sådanne tilfælde foreslås det derfor, at der kræves enstemmighed i bestyrelsen til enhver beslutning om, at foreningen skal afkøbe eller sælge til et bestyrelsesmedlem eller en direktør værdipapirer eller andet, der indgår i foreningens formue. Endvidere skal beslutningen indføres i forhandlingsprotokollen.

Hvis aftalen skal indgås med et bestyrelsesmedlem, vil denne efter forskriften i stk. 1 være afskåret fra at deltage i afstemningen om samtykket, og udtrykket »bestyrelsens enstemmige samtykke« må i så fald læses som »den øvrige bestyrelsens enstemmige samtykke«. Da dette resultat må anses for en selvfølge, har man ikke anset det for nødvendigt at komplicere lovteksten ved at optage en passus herom.

ad § 20, stk. 1.

Generalforsamlingen og kun den kan træffe bestemmelse om bestyrelsens honorar og eventuel tantieme. Vedtægten behøver ikke at indeholde bestemmelser om størrelsen af honorarer eller tantieme, men der er naturligvis intet til hinder herfor. I forslagens § 30, jfr. nedenfor, understreges betydningen af disse udgiftsposter for medlemmernes bedømmelse af foreningens forhold, idet det dér bestemmes, at vederlag til bestyrelsen skal angives særligt i driftsregnskabet.

ad stk. 2.

Vederlag til direktionen bestemmes af bestyrelsen. Der vil intet være til hinder for, at f. eks. en direktør aflønnes både med et fast honorar og med tantieme.

Generalforsamling.

§§ 21-27.

ad § 21, stk. 1.

Det er almindelig selskabsretlig praksis, at ordinær generalforsamling skal afholdes senest 6 måneder efter regnskabsårets udløb. Ifølge forslagets § 8 C, punkt 1, skal tid og sted for den ordinære generalforsamling angives i vedtægten. I § 21, stk. 1, 2. pkt., pålægges det bestyrelsen på den ordinære generalforsamling foruden at forelægge det reviderede årsregnskab tillige at aflægge årsberetning. Endvidere pålægges det bestyrelsen at stille forslag om anvendelsen af det beløb, der efter årsregnskabet er til disposition. Sidstnævnte forpligtelse fremgår endvidere af forslagets § 28. Bestyrelsens herhenhørende forpligtelser stemmer i øvrigt med sædvanlig praksis for bestyrelser i selskaber.

ad stk. 2.

I 1. punktum lovfæstes den i selskaber i almindelighed hidtil anvendte hovedregel, at ekstraordinær generalforsamling skal afholdes, når dette er påbudt i vedtægten eller i øvrigt efter bestyrelsens bestemmelse.

I 2. punktum foreslås en adgang for en minoritet til at forlange ekstraordinær generalforsamling indkaldt. Da det ofte kan være vanskeligt at få samlet den nødvendige tilslutning, hvis der stilles krav om, at kun en vis højere brøkdel kan forlange generalforsamlingen indkaldt, navnlig i foreninger med en større kreds af medlemmer, vil det efter udvalgets opfattelse være rimeligt og ubetænkeligt som foreslået at nøjes med en tiendedel af medlemmerne i foreningen.

ad stk. 3.

Det foreslås som en almindelig regel, der gælder både for ordinære og ekstraordinære generalforsamlinger, at generalforsamlingen skal afholdes på foreningens hjemsted, medmindre vedtægten indeholder anden bestemmelse, eller

andet er bestemt på en generalforsamling. Det fremgår af forslagets § 8 C, pkt. 1, at stedet for den ordinære generalforsamling skal anføres i vedtægten, ligesom hjemstedet skal anføres, jfr. § 8 A. Det vil således i almindelighed fremgå af vedtægten, hvor generalforsamlingen afholdes, men at der dog kan blive tale om et andet sted end det i vedtægten angivne hjemsted, hvis der på en generalforsamling er truffet gyldig bestemmelse herom.

Af hensyn til offentlighedens betydelige og berettigede interesse i investeringsforeningernes drift og ledelsesforhold foreslås det, at generalforsamlinger skal være offentlige. Under offentligheden henregnes naturligt også pressen. Herved tilgodeses, at pressen, som må formodes at have en særlig interesse heri, kan møde på foreningens generalforsamlinger.

ad stk. 4.

Det foreslås, at indkaldelse til generalforsamlinger skal foretages af bestyrelsen, og at varslet skal være mindst 8 dage. Et længere varsel i henhold til vedtægten vil således være tilladt. Det følger dog allerede indirekte af bestemmelsen i forslagets § 22, stk. 1, om, at dagsordenen og de forslag m. v., der agtes fremsat på en generalforsamling, senest 8 dage før denne skal fremlægges til eftersyn for medlemmerne, at der også uden udtrykkelig forskrift herom måtte gælde et mindstearsel på 8 dage. Hvis der på en generalforsamling skal behandles forslag til vedtægtsændringer, skal der dog mindst gives et varsel på 14 dage, da det ved behandling af vigtigere anliggender på generalforsamlingen vil være rimeligt at fastsætte et længere indkaldelsesvarsel.

Alle indkaldelser skal ske ved anbefalet brev eller ved offentlig bekendtgørelse. Med hensyn til indkaldelsesmåden er den foreslåede bestemmelse fakultativ, idet der lovligt kan indkaldes enten ved anbefalet brev eller ved offentlig indkaldelse, i sidste tilfælde enten i Statstidende eller i 2 dagblade. Hvis foreningens certifikater lyder eller kan lyde på ihændelever, vil indkaldelse ved anbefalet brev næppe være praktisk.

ad stk. 5.

Indkaldelsen til generalforsamlingen skal ifølge 1. punktum indeholde dagsordenen. For den ordinære generalforsamlings vedkommende foreslås det at legalisere den hidtil i selskabsretlig praksis anvendte fremgangsmåde, hvorefter

der i indkaldelsen blot henvises til den i vedtægten anførte stående dagsorden, hvis der ikke skal behandles andre spørgsmål på generalforsamlingen. Dagsordenen behøver ikke at angive ordlyden af de forslag, der agtes fremsat. Af hensyn navnlig til eventuelle fjernboende deltagere foreslås det dog, at eventuelle forslag til vedtægtsændringer i selve indkaldelsen skal angives med den fuldstændige tekst.

ad § 22, stk. 1.

Det er et rimeligt krav og i overensstemmelse med hidtil fulgt selskabsretlig praksis, at deltagerne i god tid før generalforsamlingen får lejlighed til at gennemgå regnskab og beretning.

ad stk. 2.

Bestemmelsen i 1. punktum er i overensstemmelse med gængs selskabsretlig praksis. Der foreslås dog en modifikation, således at det altid kan besluttes at indkalde til ekstraordinær generalforsamling til behandling af forslag, der uden for dagsordenen er fremsat på generalforsamlingen. En beslutning herom vil kunne træffes med almindelig stemmeflerhed, hvis ikke vedtægten indeholder andre bestemmelser herom.

ad § 23, stk. 1.

Bestemmelsen er i overensstemmelse med hidtil gældende ret inden for aktieselskabslovens område. Et medlem kan ikke udelukkes fra at give møde på en generalforsamling og tage ordet dér. Dette gælder ganske uanset, om det pågældende medlem har stemmeret, f. eks. fordi noteringsfristen midlertidigt kan udelukke stemmeret, jfr. § 24, stk. 2.

ad stk. 2.

Det fremgår af formuleringen, at oplysningspligten ikke alene referer sig til den ordinære generalforsamling, men til alle generalforsamlinger. Bestemmelsen tilsigter at give medlemmerne mulighed for at få oplysninger om relevante forhold af betydning for regnskabet m. v. Oplysningspligten er dog begrænset af hensyn til investeringsforeningens interesser.

ad § 24, stk. 1.

Bestemmelsen fastslår, at der skal sikres ethvert medlem stemmeret. Det kan ikke aner-

kendes, at ikke ethvert medlem skal have stemmeret på foreningens generalforsamling, bortset fra en eventuel noteringsfrist, jfr. stk. 2. Det er muligt vedtægtsmæssigt at begrænse stemmeretten til et vist maksimum, således at medlemmerne kun har et vist antal stemmer uden hensyn til det samlede antal af deres certifikater eller til størrelsen af deres indskud, men bestemmelser herom må naturligvis gælde for alle medlemmer efter et lighedsprincip, således at der ikke gøres forskel mellem de enkelte medlemmer. Bestemmelsen i 2. punktum tilsigter at gøre det muligt at hindre, at et medlem eller en gruppe af medlemmer alt for let kan erobre magten i en investeringsforening.

ad stk. 2.

Bestemmelsen forudsætter, at stemmeretten kan gøres betinget af en forudgående notering, jfr. § 8 D, pkt. 6. I modsætning til, hvad der gælder for aktieselskaber, nemlig en mulighed for at fastsætte en noteringsfrist på indtil 6 måneder, har man dog ikke anset det for nødvendigt at foreskrive en længere noteringsfrist end 1 måned.

Bestemmelsens ordlyd udelukker ikke, at det som en ordensforskrift i vedtægten kan bestemmes, at adgangen til generalforsamlingen og dermed adgangen til at udøve stemmeret er betinget af, at medlemmerne et vist antal dage forud for generalforsamlingen løser adgangskort til denne mod behørig legitimation.

ad stk. 3.

Det kan ikke udelukkes, at en investeringsforening vil kunne være i besiddelse af egne formueandelsbeviser. For at hindre risikoen for misbrug ved stemmeafgivning i en sådan situation foreslås det, at foreningens bestyrelse eller direktion ikke kan udøve stemmeret på andelsbeviserne. Bestemmelsen vil også være til hinder for, at bestyrelsen eller direktionen delegerer stemmeretten på sådanne formueandelsbeviser til andre.

ad § 25.

Ifølge udkastets § 8 F skal vedtægten indeholde bestemmelser om fremgangsmåden bl. a. ved ændringer af vedtægten. For at hindre, at en generalforsamling, på hvilken et ringe antal af medlemmerne har givet fremmøde, enes om at vedtage ændringer i vedtægten, foreslås det,

at sådanne ændringer kun kan vedtages, når der på generalforsamlingen er repræsenteret mindst halvdelen af fællesformuen, og ændringerne desuden vedtages med mindst 2/3 af de afgivne stemmer. Som følge heraf vil vedtægten ikke kunne indeholde bestemmelser i den herhenhørende henseende, der giver lempeligere regler end de anførte, hvorimod der intet er til hinder for strengere vedtægtsmæssige krav. For ikke at besværliggøre vedtægtsændringer i investeringsforeninger med et større antal medlemmer giver bestemmelsen i 2. punktum, når visse stemmemæssige krav er opfyldt for 1. generalforsamlings vedkommende, mulighed for vedtagelse af vedtægtsændringer på en ny generalforsamling, selv om der på denne ikke er repræsenteret halvdelen af fællesformuen, når forslaget i øvrigt opnår 2/3 af de på generalforsamlingen afgivne stemmer.

Ved afgørelsen af, om den krævede halvdel af fællesformuen er repræsenteret på en generalforsamling, må også sådanne andele medregnes, der eventuelt ikke har stemmeret i henhold til vedtægtsbestemmelser herom, jfr. § 24, stk. 1. Med hensyn til det for stemmeafgivningen foreskrevne krav på mindst 2/3 af de afgivne stemmer må der ved afgørelsen af, om dette krav kan anses for opfyldt, ses bort fra de stemmer, som ikke har stemmeret.

ad § 26, stk. 1.

Bestemmelsen stemmer med gældende selskabsretlig praksis, og det foreslås udtrykkeligt fastslået, at foreningen har pligt til at føre en generalforsamlingsprotokol, hvis mødeprotokoller skal underskrives af generalforsamlingens dirigent.

ad stk. 2.

Bestemmelsen i stk. 2 imødekommer deltageres rimelige krav på at få adgang til at gøre sig bekendt med mødereferaterne enten ved et gennemsyn af selve protokollen eller gennem udskrift af denne.

ad § 27.

Den foreslåede bestemmelse stemmer i princippet med hidtil gældende lovgivning for aktieselskaber.

Da tvivl med hensyn til beslutningers gyldighed normalt bør fjernes inden for en kortere

frist dels af hensyn til foreningens ledelse, der ellers vil være i en vanskelig stilling, dels af hensyn til de medlemmer, der har stemt for beslutningen, foreskrives det, at adgangen til at indbringe sag til omstødelse af generalforsamlingsbeslutninger fortabes senest 3 måneder efter generalforsamlingsbeslutningen. Der er herved tillige lagt vægt på, at en sådan frist vil være af praktisk betydning, fordi formueandelsbeviser i mange tilfælde er fordelt på et stort antal medlemmer.

Efter udkastet gælder den anførte frist ikke for beslutninger, med hensyn til hvilke generalforsamlingens vedtagelse er i strid med lovens præceptive regler.

Regnskabsaflæggelse og årsberetning.
§§ 28-32.

ad § 28.

Bestemmelsen fastslår ledelsens pligt til årligt at udfærdige regnskab og beretning, jfr. udkastets § 8 D, pkt. 8, og § 8 E, hvorefter vedtægten skal indeholde bestemmelser om opgørelse og fordeling af overskuddet og om regnskabsaflæggelse. Regnskabet skal omfatte en periode på 1 år. Regnskab og beretning skal underskrives af bestyrelsen. Årsregnskabet skal tillige påtegnes af revisorerne, jfr. udkastets § 21, stk. 1.

Det er anset for påkrævet at foreskrive, at der tillige skal udarbejdes et forslag til anvendelse af årets overskud eller til dækning af et eventuelt underskud. Det er således ikke tilstrækkeligt, at der foreligger et årsregnskab og en årsberetning, men af hensyn til medlemmerne i en investeringsforening er det af betydning, at det kan ses, hvorledes anvendelsen af et overskud tænkes at skulle finde sted. I sammenhæng hermed bestemmer forslagets § 31, der foreskriver regler for indholdet af status, at driftoverskud skal fremgå som en særlig post på status, jfr. forslagets § 31, stk. 3 d.

Under hensyn til den store interesse, som må formodes at næres af medlemmerne i en investeringsforening, er det endvidere foreslået som en obligatorisk regel, at årsregnskab og beretning skal tilsendes alle medlemmer, der har fremsat ønske herom. Det er derimod ikke anset for påkrævet at foreskrive, at dette materiale skal tilstilles alle medlemmerne, uanset om de har anmodet herom.

ad stk. 2.

En redegørelse for foreningen og for den økonomiske stilling udtrykt i regnskabet kan efter forholdets natur kun give et rent beløbsmæssigt udtryk for resultatet af virksomheden i sammentrængt form. En nøjere bedømmelse af foreningens administration og trivsel forudsætter, at regnskabet suppleres med oplysninger om sådanne forhold vedrørende foreningens stilling og ledelsens forvaltning, som ikke har fundet et umiddelbart eller fuldstændigt udtryk i regnskabstallene. Det foreslås derfor, at årsberetningen skal indeholde oplysning om forhold, som ikke fremgår af regnskabet, og at der herunder yderligere skal gives oplysning om forhold, som er indtrådt efter udgangen af regnskabsåret, idet regnskabet kun omfatter forhold, der falder inden for regnskabsperioden.

ad § 29, stk. 1.

Bestemmelsen fastslår omfanget af årsregnskabet. Dette skal indeholde både et driftsregnskab og status, jfr. nærmere forslagens §§ 30 og 31. Herudover foreskrives, at årsregnskabet skal indeholde en opgørelse over forskydninger i aktivmassens sammensætning og værdi og tilsvarende forskydninger i fællesformuens samlede størrelse. Denne forskrift må anses som en meget central bestemmelse i forbindelse med regnskabsreglerne, da det er af vigtighed, at medlemmerne og offentligheden og derigennem eventuelle fremtidige deltagere kan få det bedst mulige grundlag for en bedømmelse af den enkelte investeringsforenings hele status. Aktivernes sammensætning kan påvirkes af til- og afgang af værdipapirer eller andre aktiver i årets løb, og aktivernes værdi påvirkes desuden af kurssvingninger på værdipapirer. Tilsvarende vil fællesformuens størrelse blive influeret ved til- eller afgang af medlemmer. Der skal kun foreligge en opgørelse over de nævnte forskydninger, og det vil således ikke være nødvendigt, at der redegøres for hver enkelt ændring i årets løb. Det er nok, at der gives en samlet fremstilling. Formålet med bestemmelsen er at få en klar opgørelse over fællesformuens størrelse og sammensætning. Det er ikke tanken at forbyde udbetaling af stedfundne værdistigninger til medlemmerne, men hvis noget sådant er hensigten, skal det udtrykkeligt fremgå af regnskabet, at der er tale om en udlodning på dette grundlag. Forskydninger af den i

bestemmelsen nævnte art bør dog på ingen måde påvirke opgørelsen af nettoindtægten af årets virksomhed, og det foreslås derfor udtrykkeligt, at disse forskydninger skal holdes uden for driftsregnskabet.

ad stk. 2.

Hvis fællesformuen er opdelt i serier, jfr. § 1, stk. 2, skal der opstilles driftsregnskab, status samt opgørelse for hver serie for sig. Dette følger af, at en serie i princippet behandles som et selvstændigt foretagende, jfr. dog forslagens § 30, 3. pkt., vedrørende specifikation af driftsudgifter.

ad § 30.

Det er ikke anset for påkrævet nærmere at specificere, hvilke indtægter og hvilke udgifter der skal angives i driftsregnskabet. Undladelsen heraf hænger sammen med, at det næppe er muligt at opstille ensartede bestemmelser, der kan anvendes på de forskellige kendte typer af investeringsforeninger. Endvidere vil en række indtægts- og udgiftsposter være af ret selvfølgeelig karakter. Yderligere foreslås det i udkastets § 33, at der altid skal være mindst én statsautoriseret revisor i en investeringsforening, hvilket skulle give en betydelig grad af sikkerhed for en normal og fyldestgørende regnskabsopstilling.

For så vidt en investeringsforening ejer faste ejendomme, kan der med hensyn til driften af disse opstå særskilte overskud eller underskud. Af hensyn til en simplificering af regnskabet forudsættes det, at ejendommenes driftsresultat indgår som en samlet post i det almindelige driftsregnskab.

Som tidligere omtalt er det vigtigt, at man af regnskabet kan aflæse udgifterne til vederlag til bestyrelsen, jfr. foran ad § 20. § 30 indeholder i 2. punktum er herpå sigtende bestemmelse.

Forslaget i 3. punktum er begrundet i praktiske hensyn. Det er nok, at der foreligger en samlet opgørelse for samtlige serier.

ad § 31, stk. 1 og stk. 2.

Bestemmelserne indeholder forskrifter om statusopgørelse. Det foreskrives, at status skal indeholde en opgørelse af samtlige aktiver og passiver. Visse statusposter er imidlertid anset for at være af særlig interesse, og det bestem-

mes derfor direkte i loven, at der på statussiden særskilt skal anføres en række nærmere omhandlede poster. Kravet om specifikation af værdipapirer vil kunne anses for opfyldt ved en henvisning til bilag, der indeholder en udtømmende fortegnelse over disse. Det er ikke anset for nødvendigt at bestemme, at omkostninger i forbindelse med etableringen af en investeringsforening kan aktiveres og opføres på en særlig konto på status. Der er imidlertid ikke noget til hinder for, at en forening, der ønsker at benytte sig af denne mulighed, aktiverer sådanne omkostninger og afskriver dem over en vis årrække.

ad stk. 4.

Bestemmelsen i § 2, stk. 5, fastsætter, hvorledes værdien af aktivmassen og værdien af de i et enkelt foretagende anbragte midler skal gøres op med henblik på en konstatering af, om den i § 2, stk. 2, foreskrevne limitering er iagttaget. Selv om det ikke ville være udelukket at anvende andre regler for værdifastsættelsen, når status gøres op, har man af praktiske grunde foreslået, at der skal anvendes samme principper ved ansættelsen af statusværdien af foreningens aktiver som foreskrevet i § 2, stk. 5.

ad § 32, stk. 1.

I stk. 1 foreslås en pligt til at indsende det reviderede og godkendte årsregnskab samt beretning til investeringsforeningsregisteret. Årsregnskabet skal godkendes af generalforsamlingen, jfr. § 21, og den foreslåede frist på en måned vil derfor normalt blive regnet fra den ordinære generalforsamlings afholdelse.

På generalforsamlingen vil der kunne fremkomme kommentarer fra bestyrelsens eller direktionens side, som ikke fremgår af årsberetningen, og endvidere vil drøftelsen af årsregnskabet efter omstændighederne kunne give anledning til bemærkninger fra generalforsamlingens deltagere. Af hensyn til registerets interesse i at få kendskab til sådanne udtalelser foreslås det, at der foruden regnskab og beretning til registeret skal indsendes udskrift af forhandlingsprotokollen for den generalforsamling, der godkender årsregnskabet.

Hvis regnskabet ikke opfylder lovens forskrifter, vil registeret efter omstændighederne kunne påbyde en investeringsforening at bringe regnskabet i overensstemmelse med disse. I

forbindelse hermed er det af betydning, at der tillige skal indsendes en af bestyrelsen og revisor underskrevet erklæring om de i § 2, § 3 og § 5 fastsatte betingelser om anbringelsen af de indkomne midler, om det tilladte omfang af erhvervelse af aktier i et bestemt foretagende og benyttelse af aktierne samt om limiteringen i adgangen til at pådrage en investeringsforening gælds- og garantiforpligtelser. I givet fald må det påhvile investeringsforeningsregisteret at påtale en overtrædelse af de nævnte bestemmelser.

ad stk. 2.

Såvel årsregnskabet som årsberetningen og udskrifterne af generalforsamlingsprotokollen skal være offentligt tilgængelige i registeret. Det må antages, at de fleste investeringsforeninger i egen interesse vil offentliggøre deres regnskaber. Det følger endvidere af forslagens § 6 om indholdet af tegningsindbydelser, at det altid skal angives, hvor en forenings seneste regnskab ligger til eftersyn.

Revision.
§ 33.

ad § 33.

Revisor skal vælges af generalforsamlingen som det organ, der har den øverste myndighed i alle anliggender. Man har ikke fundet det påkrævet at tillægge et mindretal nogen ret til valg af en revisor ud over de af generalforsamlingen valgte.

Da investeringsforeninger retter henvendelse til videre kredse og derfor ofte vil have en mere omfattende deltagerkreds end et almindeligt aktieselskab, er det foreslået, at mindst én revisor skal være statsautoriseret revisor.

En valgt revisor fungerer, indtil der på en generalforsamling vælges en anden, og en revisor kan således fortsætte sit arbejde også efter afslutningen af årsregnskabet. Det må dog stå en revisor frit for at fratræde sin stilling i funktionsperioden, f. eks. på grund af dårligt samarbejde med den siddende bestyrelse; i en sådan situation kan det være af betydning, at der allerede er foretaget valg af en revisor-suppleant.

Der er ikke i loven foreskrevet særlige habilitetsbestemmelser for en investeringsforenings revisorer. Dette hænger sammen med, at der

altid skal være en statsautoriseret revisor. For sådanne revisorer gælder der i henhold til lov nr. 68 af 15. marts 1967 om statsautoriserede revisorer en række habilitetskrav, herunder at revisorerne skal være uafhængige af hinanden.

Det er heller ikke anset for nødvendigt at kræve, at revisor skal have bopæl her i landet, fordi en statsautoriseret revisor i henhold til nævnte lov skal have bopæl her i landet.

Opløsning af investeringsforeninger. §§ 34-37.

ad § 34, stk. 1.

Vedtægten skal indeholde nærmere bestemmelser om fremgangsmåden ved opløsning af en investeringsforening, jfr. § 8 F, men det er alene overladt til generalforsamlingen at træffe beslutning om opløsning af foreningen. Det er ikke anset for nødvendigt i selve loven at fastsætte bestemmelser om, med hvilken majoritet en opløsning kan vedtages, eller hvor stor en del af deltagerne i fællesformuen der skal være repræsenteret på den generalforsamling, der vedtager opløsningen. Det skal imidlertid som anført dels fremgå af vedtægten, hvorledes opløsningen skal vedtages, dels fremgå af indkaldelsen til den generalforsamling, der træffer bestemmelse om opløsning, at dette spørgsmål er på dagsordenen, jfr. herved også forslagets § 22, stk. 1. Det må således antages, at medlemmerne derigennem får fornøden opfordring til at varetage deres interesser ved at møde eller lade give møde på den besluttende generalforsamling.

Det kan ikke anses for udelukket, at en likvidation begrænses til en bestemt serie eller visse serier. I sådanne tilfælde må den i vedtægten fastsatte fremgangsmåde anvendes.

ad stk. 2.

Hvis der ikke er nogen bestyrelse for foreningen, hvilket vil være tilfældet, hvis blot antallet af bestyrelsesmedlemmer går ned under det i vedtægten foreskrevne antal, kan registeret træffe bestemmelse om, at foreningen skal opløses, hvis dette forhold ikke afhjælpes. Bestemmelser af tilsvarende art kendes i den gældende aktieselskabslov, jfr. § 59.

Såfremt registeret har truffet bestemmelse om, at en investeringsforening skal opløses, må der afholdes en generalforsamling til valg af likvidatorer. Hvis et sådant valg ikke finder

sted inden en af registeret fastsat frist, udnævner handelsministeren likvidatorerne, jfr. udkastets § 35, stk. 1.

ad § 35, stk. 1.

I tilfælde af opløsning skal vedtægtens bestemmelser om fremgangsmåden selvsagt følges, men det må altid være generalforsamlingen, der vælger likvidatorerne. Dette valg kan således ikke ved en bestemmelse i vedtægten overlades til bestyrelsen eller andre organer. Da der som anført foran *ad § 34, stk. 2*, kan tænkes tilfælde, i hvilke en generalforsamling undlader at vælge likvidator, kan investeringsforeningsregisteret fastsætte en frist til valget. Skulle der imidlertid ikke blive udnævnt en likvidator inden den frist, der fastsættes af investeringsforeningsregisteret, foreslås det, at handelsministeren udnævner likvidatorerne. Hvad enten disse vælges eller bliver udnævnt, indtræder de i de funktioner, som påhviler bestyrelsen og direktionen, og likvidatorerne underkastes derigennem de bestemmelser, der i loven gælder for de nævnte personer.

ad stk. 2.

Udvalget er under sine drøftelser af likvidationsbestemmelserne gået ud fra, at der kun meget sjældent vil blive tale om likvidation af en investeringsforening, og at det vil være endnu mindre sandsynligt, at en investeringsforening vil komme under konkurs. Man har derfor i betragtning af den ringe praktiske interesse, der er knyttet til disse spørgsmål, afstået fra at udforme detaljerede bestemmelser om fremgangsmåden ved likvidation og konkurs og har ment at kunne nøjes med en henvisning til visse af de gældende bestemmelser i aktieselskabsloven, der foreskriver den nærmere procedure for opløsning af aktieselskaber, hvad enten der er tale om solvente eller insolvente aktieselskaber. Det bemærkes i øvrigt, at aktieselskabslovens herhenhørende bestemmelser bygger på den gældende konkurslov af 1872. En revision af denne lov, som for tiden er genstand for udvalgsarbejde med henblik herpå, vil da kunne medføre, at udkastets bestemmelser eventuelt må ændres tilsvarende.

ad § 36.

Bestemmelsen skyldes praktiske hensyn og svarer i princippet til den gældende aktieselskabslovs § 72.

ad § 37.

Det vil kunne forekomme, at en investeringsforenings formue som helhed overdrages til en anden investeringsforening, eller at to eller flere foreninger sammensluttes. I begge tilfælde er der tale om en sammenslutning i lovens forstand. Der foreligger endvidere i sådanne tilfælde en opløsning, som kun kan ske i overensstemmelse med de herfor foreskrevne regler. Under hensyn dels til, at tilfælde af denne art antagelig kun sjældent vil komme til at foreligge, dels til, at det vil komplicere overdragelsen eller sammenslutningen, hvis bestemmelserne om likvidation skulle iagttages, foreslås det som en praktisk begrundet regel, at likvidationen i sådanne tilfælde vil kunne undlades. Det vil herefter være tilstrækkeligt, at vedtagelse af sammenslutningen finder sted i hver af de foreninger, der skal sammensluttes. Bestemmelse herom må træffes af de respektive generalforsamlinger, der kun vil kunne afgøre sådanne spørgsmål i overensstemmelse med de i vedtægten fastsatte regler om foreningens opløsning. I forbindelse med den nævnte sammenslutning kan der tænkes at opstå særlige problemer med hensyn til værdifastsættelsen af de aktiver, der skal overtages. Disses værdi kunne blive fastsat til en ufordeleagtig pris for den overtagende forenings vedkommende; omvendt kunne der opstå fare for, at prisen ville blive for lav for den overtagne forening. Udvalget er under sine overvejelser af dette problem gået ud fra, at man uden videre vil anvende de principper for værdifastsættelsen, som er foreskrevet i § 2, stk. 5, ligesom udvalget har anset det for selvfølgeligt, at medlemmerne i de implicerede foreninger i egen interesse vil gøre deres synspunkter i denne henseende gældende på de generalforsamlinger, der skal træffe beslutning om sammenslutningen.

Når sammenslutningen er gennemført, skal der i overensstemmelse med udkastets § 10, stk. 6, ske anmeldelse til investeringsforeningsregisteret om de ændringer, der bliver konsekvensen af sammenslutningen.

Registreringsmyndigheden m.v.
§§ 38 og 39.

ad § 38, stk. 1.

Der henvises herom nærmere til bemærkningerne foran ad § 10, stk. 1.

ad stk. 2.

I § 10, stk. 2 og stk. 6, er angivet forskrifter for, i hvilket tilfælde der skal ske anmeldelse til investeringsforeningsregisteret. Der kan imidlertid tænkes at være et praktisk behov for anmeldelse af andre forhold, og det foreslås derfor, at overregistrator ved aktieselskabsregisteret, der skal føre investeringsforeningsregisteret, kan fastsætte nærmere regler om anmeldelsens form og deres indhold i øvrigt.

Bestemmelsen i 2. punktum gælder ligesom 1. punktum både for nye foreninger og med hensyn til anmeldelse af ændringer i foreningernes registrerede forhold, og den må ses i sammenhæng med bestemmelserne i § 10, stk. 4, og § 39, stk. 1, der hjemler registeret ret til at nægte registrering, hvis en ordning, der anmeldes, ikke stemmer med loven eller foreningens vedtægt. Det vil til konstatering heraf kunne være af betydning, at registeret, forinden afgørelse herom træffes, kan indkalde supplerende oplysninger til brug for sagen.

ad stk. 3.

I overensstemmelse med det offentlighedsprincip, der skal gælde for investeringsforeninger, foreslås det, at investeringsforeningsregisteret skal være offentligt tilgængeligt. Det forudsættes herved, at anmeldelser og de med disse fulgte bilag tillige er offentligt tilgængelige, jfr. herved bestemmelsen om afgifter for gennemsyn af registerfoliet o. s. v.

Selv om selve registeret og en række dokumenter således kan gennemses personligt af det publikum, der selv indfinder sig i registeret i dets åbningstid, vil adgangen til et sådant gennemsyn ikke være tilstrækkeligt, og bestemmelsen suppleres derfor med en regel om, at de stedfundne registreringer skal indrykkes i Statstidende. Herved bliver en bredere offentlighed og præsumtiv enhver bekendt med alle foretagne registreringer. Det vil blive overregistrator ved aktieselskabsregisteret, der bestemmer denne bekendtgørelses form, jfr. stk. 2, da bekendtgørelsen må affattes under hensyntagen til anmeldelsernes form og indhold.

Af praktiske grunde er det fundet nødvendigt at give handelsministeren en almindelig bemyndigelse til at foreskrive nærmere bestemmelser om registerets førelse samt om de forskellige afgifter, der skal betales for registreringen eller for gennemsyn af registeret m. v.

ad stk. 4 og stk. 5.

Bestemmelserne svarer til bestemmelserne i aktieselskabslovens § 83, stk. 1 og stk. 2. Hensigten med påbudet om bekendtgørelse er at skabe en legal formodning for, at enhver registrering er kommet til alles kundskab, idet der ikke alene er ret, men også pligt til at skaffe sig kendskab til det i Statstidende bekendtgjorte. Faktiske omstændigheder kan imidlertid i visse tilfælde have forhindret tredjemand i at kunne få en sådan kundskab, f. eks. hvis han bor på et fjerntliggende sted, hvortil kundgørelsen på kontraheringstidspunktet bevisligt ikke har kunnet nå frem.

Omvendt giver det tredjemand en beskyttelse, så længe bekendtgørelse ikke har fundet sted, at forhold, der skal anmeldes, kun kan gøres gældende mod ham, hvis foreningen kan bevise, at han har haft kundskab om det pågældende forhold.

ad § 39, stk. 1.

Der henvises herom nærmere til bemærkningerne *ad § 10, stk. 4.*

ad stk. 2.

Der er her tale om en almindelig ordensforskrift, der sikrer, at foreningen får kundskab om grundene til en registrerings nægtelse. Herved får foreningen lejlighed til at overveje den skete nægtelse og til at tage stilling til, om afgørelsen eventuelt skal indbringes for handelsministeriet eller for domstolene. Der er ikke i loven foreskrevet nogen frist for et sådant skridt.

ad stk. 3.

For at få mulighed for at gennemtvinge de forpligtelser, der i forskellig henseende påhviler de i bestemmelsen omhandlede personer, foreslås det, at handelsministeriet i tilfælde af forsummelse som tvangsmiddel kan pålægge de pågældende en daglig eller ugentlig bøde. Tilsvarende bestemmelse forekommer f. eks. i aktieselskabslovens § 85, jfr. også banklovens § 21, stk. 5. Det er en selvfølge, at spørgsmålet om et pålægs berettigelse kan indbringes for domstolene.

Straffebestemmelser.

§ 40.

ad § 40.

Bestemmelsen svarer til tilsvarende bestemmelser i anden særlovgivning.

Ikkrafttrædelses- og overgangsbestemmelser. **§§ 41-43.**

ad § 41.

Der foreligger ingen nødvendighed for lovens ikrafttræden straks. Af hensyn dels til investeringsforeningsregisterets tilrettelæggelse af lovens administration, dels til ønskeligheden af en så lempelig overgang som muligt for de bestående foreninger vil det være praktisk, at loven f. eks. først træder i kraft en vis tid efter vedtagelsen. Det nærmere tidspunkt herfor kan først fastsættes i forbindelse med lovens behandling i folketinget.

ad § 42, stk. 1.

Bestemmelsen svarer til de overgangsbestemmelser, der i almindelighed indeholdes i lovforslag, som efter deres ikrafttræden får virkning for allerede bestående forhold inden for det område, der skal reguleres ved loven. Af praktiske grunde er det angivet i lovforslagets tekst, hvornår en investeringsforening kan anses »for bestående«. Den anmeldelse, der skal indgives, må efter sagens natur omfatte selve foreningen og den personkreds, for hvilken der efter forslagens bestemmelser skal gælde en særlig anmeldelsespligt, såsom bestyrelsesmedlemmer, direktører og revisorer. Det er en selvfølge, at foreningens vedtægt og det seneste årsregnskab og årsberetning skal følge med anmeldelsen. Medens alle foreninger må forudsættes at have aflagt et årsregnskab, gælder dette måske ikke ubetinget med hensyn til årsberetningen; men hvis en sådan findes, skal et eksemplar heraf følge med anmeldelsen.

Det er ikke nogen lovteknisk nødvendighed, at de allerede eksisterende investeringsforeninger, der er optaget i foreningsregisteret, jfr. lov nr. 100 af 31. marts 1926 om foreningsregisteret, slettes af dette, når de er blevet registreret i investeringsforeningsregisteret. De foreninger, der omfattes af lovforslagets bestemmelser kan således forblive stående i eller i givet fald blive optaget i det almindelige foreningsregister og derved bevare eller opnå de rettigheder, som en registrering i henhold til den nævnte lov om foreningsregisteret giver.

ad stk. 2.

Bestemmelsen svarer til den tilsvarende bestemmelse i § 10, stk. 3, om nye investeringsforeninger, bortset fra bestemmelsen om års-

regnskabet og om, at dette tillige skal være underskrevet af foreningens revisor. Bestemmelsen herom må imidlertid anses for ganske naturlig, da foreningens sidste årsregnskab skal være udgangspunkt for alle efterfølgende regnskaber, på hvilke bestemmelserne i loven, jfr. særlig kap. 4, fremtidig finder anvendelse.

ad stk. 3.

Denne bestemmelse er ligeledes udtryk for et i tilsvarende tilfælde almindeligt anvendt princip.

Den i stk. 1 foreslåede frist på 3 måneder må antages i almindelighed at være tilstrækkelig til, at de eksisterende foreninger kan bringe vedtægten eller andre forhold i orden, og vil næppe bevirke, at disse stilles over for praktisk uigennemførlige krav. Hvis dette undtagesvis skulle blive tilfældet, giver den foreslåede bestemmelse mulighed for en forlængelse af fristen med 6 måneder. Selv om forholdene i det store og hele herefter er bragt i overensstemmelse med loven, kan der være visse særlige forhold, der stadig ikke stemmer med denne. Med henblik på sådanne tilfælde

foreslås det, at handelsministeriet kan fastsætte en yderligere frist til opfyldelse af lovens bestemmelser.

Bringes vedtægten eller øvrige forhold ikke i overensstemmelse med loven inden for den ene eller anden frist, vil foreningen blive foranlediget opløst af registeret, jfr. herved § 35, stk. 1.

ad stk. 4.

Også denne bestemmelse er i overensstemmelse med almindelige principper i tilsvarende overgangsbestemmelser.

ad § 43.

De af loven omfattede foreninger er af en sådan særlig karakter, at de næppe får praktisk betydning i Grønland eller på Færøerne. Hvis der imidlertid skulle vise sig at være behov for investeringsforeninger i Grønland eller på Færøerne, vil loven kunne bringes til anvendelse for disse områder, dog under hensyntagen til de særlige forhold, der gør sig gældende for disse dele af riget.

KAPITEL VII.

Udenlandsk lovgivning om investeringsselskaber.

I de nordiske lande er stillingen den, at der hverken i Norge Sverige eller Finland endnu er gennemført en lovgivning, der tager sigte på at regulere investeringsselskabers virksomhed. For Norges vedkommende er det oplyst, at der ej heller for tiden påtænkes gennemført lovgivningsforanstaltninger på dette område.

I Finland blev der i december 1960 afgivet en betænkning om fremme af opsparingen ved køb af aktier. I betænkningen blev der i særlig grad lagt vægt på de skattepolitiske hindringer for en større udbredelse af denne spareform. Endvidere blev der peget på opsparing gennem særlige fonds, der anvender deres midler til indkøb af aktier, der danner grundlag for udstedelse af andelsbeviser (certifikater). Så vidt det er udvalget bekendt, har den nævnte betænkning ikke resulteret i noget forslag til en lovgivning for investeringsselskaber m. v. Derimod er man bekendt med, at der i Finland virker et enkelt større aktieselskab, kaldet »Finska Värdepapper A/B« som på grundlag af aktiekøb udfærdiger andelsbeviser, der giver køberne af disse medejendomsret i en række store erhvervsvirksomheder fortrinsvis inden for industri og banker, hvis aktier er noteret på Helsingfors' fondsbørs.

I Sverige blev der i begyndelsen af 1963 nedsat et udvalg med det formål at iværksætte en undersøgelse vedrørende visse former for handel med værdipapirer samt med hensyn til en revision af bestemmelserne om stempelafgift for fondspapirer. Det svenske udvalg har endnu ikke afgivet nogen betænkning. Det kan forventes, at udvalget vil foreslå gennemført en lovgivning, der tager sigte på en regulering af investeringsselskabers virksomhed.

I det følgende skal der gives en oversigt i hovedtræk over lovgivningen i forskellige vestlige lande.

Belgien.

I Belgien er der ved lov af 27. marts 1957 om offentlige investeringsfonds gennemført bestemmelser, der tager sigte på en regulering af visse former for investeringsvirksomhed. Ifølge loven forstås ved offentlige investeringsfonds ejendom i form af værdipapirer, der ejes i udeleligt sameje, og som forvaltes eller bestyres for samejernes regning, forudsat, at disses rettigheder består i værdipapirer lydende på ordre eller på ihændebarer eller i værdipapirer, der er eller har været genstand for en offentlig tegningsindbydelse. Loven tager altså kun sigte på investeringer i værdipapirer, men omfatter ikke investeringer i andre værdier.

Kun selskaber, der er godkendt hertil af bankkommissionen, kan forvalte eller bestyre en eller flere offentlige belgiske investeringsfonds og rette henvendelse til offentligheden om deltagelse i sådanne fonds. Disse selskaber betegnes som forvaltningsselskaber.

Det er forbudt at give forvaltningsselskaberne en uigenkaldelig fuldmagt til at repræsentere ihændebarere af anpartsbeviser på generalforsamlingerne i de belgiske og congolesiske selskaber, hvis værdipapirer indgår i investeringsfondens midler.

Det fastsættes nærmere ved et af bankkommissionen udfærdiget og af finansministeren godkendt reglement, på hvilken måde og på hvilke betingelser forvaltningsselskaberne kan udøve deres virksomhed. Det kan dog ikke ved et sådant reglement påbydes et forvaltningsselskab at indlemme bestemte værdipapirer i en offentlig investeringsfond. Kontrol med, at et forvaltningsselskab udøver sin virksomhed i overensstemmelse med loven, er overladt til den belgiske bankkommission, der har beføjelse til at fravige reglementet.

Med hensyn til ikke-belgiske investerings-

fonds bestemmer loven, at enhver indbydelse til offentligheden til at deltage i et sådant foretagende kræver bankkommissionens tilladelse, og at kommissionen kan begrænse beløbet og varigheden af den offentlige tegning. Kommissionen fastsætter i øvrigt de betingelser, hvis opfyldelse er afgørende for, at dens tilladelse kan gives og opretholdes.

I medfør af loven er der udfærdiget en kgl. anordning af 22. april 1958 omhandlende godkendelse af og kontrol med selskaber, der forvalter offentlige belgiske investeringsfonds.

Følgende betingelser skal opfyldes for at få godkendelse:

Forvaltningsselskaber skal have form af et aktieselskab oprettet i overensstemmelse med belgisk lovgivning med hovedsæde i Belgien. Forvaltningsselskaber kan med mindre væsentlige undtagelser ikke udøve anden virksomhed end forvaltning og bestyrelse af en eller flere belgiske offentlige investeringsfonds.

Et forvaltningsselskab skal have en aktiekapital på mindst 5 mill. fres. Herudover skal den tegnede kapital og forvaltningsselskabets reserver være mindst lig med 1/100 af den samlede værdi af de offentlige investeringsfonds, som selskabet forvalter eller bestyrer.

Et forvaltningsselskabs kapital repræsenteres udelukkende ved aktier lydende på navn, og det skal i sine egne vedtægter fastsætte, hvorledes selskabets egne midler skal placeres. Disse kan kun investeres i værdipapirer, der er lette at realisere.

Mindst én af forvaltningsselskabets revisorer skal være autoriseret revisor.

For forvaltningsselskaber gælder der visse kontrolforanstaltninger, idet formanden for bankkommissionen kan forlange forvaltnings-selskabets bøger, korrespondance, protokoller og alle dokumenter forelagt, ligesom selskaberne på forlangende skal tilstille bankkommissionen alle oplysninger vedrørende deres virksomhed.

I reglement for bankkommissionen af 3. april 1948 vedrørende offentlige belgiske investeringsfonds (åbne fonds med varierende sammensætning) har bankkommissionen fastsat en række til dels ret detaljerede bestemmelser, der gælder for oprettelsen og forvaltningen eller bestyrelsen af de offentlige belgiske investeringsfonds og for offentlig indbydelse til tegning af værdipapirer repræsenterende samejernes rettigheder.

Det af bankkommissionen godkendte regle-

ment »forvaltningsreglementet« er de vedtægtsmæssige forskrifter, der definerer fondens formål, de særlige forvaltningsregler, der kommer til anvendelse på fonden samt på forvaltnings-selskabets, depositarens og deltagernes rettigheder og forpligtelser. »Depositaren« er den bank, hvori fonden er deponeret. Forvaltningsreglementet skal deponeres hos bankkommissionen. Alle interesserede kan hos bankkommissionen få adgang til forvaltningsreglementet. Teksten til dette skal i øvrigt være aftrykt på anpartsbeviser og på de tegningsformularer, der udleveres til dem, der ønsker optagelse i fonden.

Om forvaltningsselskabernes virksomhed gives en række meget detaljerede forskrifter, der til dels er af teknisk karakter. Af bestemmelserne skal kort gengives følgende:

Det fastslås, at en fond ikke kan omfatte mere end 1/20 af de værdipapirer af samme kategori, der er udstedt af et selskab eller en sammenslutning af privatretlig karakter. Det er endvidere foreskrevet, at forvaltningsselskabet ikke kan anvende mere end 1/20 af fondens midler til erhvervelse af værdipapirer i noget selskab eller i nogen sammenslutning af privatretlig karakter ej heller mere end 1/20 til erhvervelse af ikke-noterede værdipapirer, der er udstedt af en hvilken som helst sammenslutning af privatretlig karakter. Uanset de fornævnte bestemmelser kan forvaltningsselskabet altid udøve de med de af fonden omfattede værdipapirer forbundne tegnings- og andre rettigheder, dog at denne ret ikke i et tidsrum af over 12 måneder kan medføre en overskridelse af de nævnte begrænsninger. De anførte begrænsninger beregnes i øvrigt alt efter tilfældene pr. datoen for erhvervelse af værdipapirerne eller pr. de datoer, hvor forvaltningsselskabet udøver de dermed forbundne tegnings- eller andre rettigheder.

Det forbydes et forvaltningsselskab for fondens regning at optage lån eller at kautionere for forpligtelser, og det er ligeledes forbudt selskabet for fondens regning at foretage visse, særlige nævnte børsforretninger eller med visse undtagelser at erhverve aktier i selskaber eller sammenslutninger, der er under konkurs, eller som ikke har offentliggjort mindst 2 årsbalancer og tabs- og vindingskonti.

Inden udløbet af det døgn, hvor der accepteres anmodninger om optagelse i fonden eller modtages anmodninger om udtrædelse, skal forvaltningsselskabet offentliggøre værdien pr.

enhed af anparterne i fonden. Værdien fastsættes således som anført i forvaltningsreglementet.

Mindst én gang om måneden skal forvaltningsselskabet offentliggøre fondens sammensætning og antallet af anpartsbeviser i cirkulation. Hver 3. måned skal denne offentliggørelse suppleres med angivelse af antallet af anpartsbeviser, der er udstedt eller indfriet siden sidste offentliggørelse.

Om depositarens virksomhed er der ligeledes foreskrevet en lang række udførlige, til dels dog selvfølgelig bestemmelse, herunder tekniske detaljer.

Om deltagerne i en investeringsfond bestemmes, at der ikke kan etableres flere kategorier af deltagere, og at alle deltagerne er ligeberettede.

Anpartsbeviserne kan repræsentere en eller flere anparter. Prisen for optagelse i eller udtrædelse af fonden fastsættes i henhold til de samejede midlers værdi i fondens status. Børsnoterede værdipapirer og udenlandsk valuta vurderes på grundlag af de sidst kendte kurser på det tidspunkt, hvor anmodning om optagelse eller udstedelse accepteres af forvaltningsselskabet. Dette kan ligeledes vurdere de nævnte værdipapirer og valutaer på grundlag af kurserne på det første børs møde, på hvilket selskabet har kunnet foretage den erhvervelse eller afhændelse af midler, som optagelse i eller udtrædelse af fonden nødvendiggør. Andre aktiver skal vurderes med forsigtighed. Optagelsesprisen forhøjes med visse afgifter og provisioner.

Bortset fra tilfælde af force majeure er forvaltningsselskabet forpligtet til på alle hverdage at acceptere anmodninger om udtrædelse.

Endelig er det fastsat, at forvaltningsreglementet skal bestemme reglerne for fondens ophør og de foranstaltninger til offentliggørelse, der i så tilfælde skal træffes for at give deltagerne meddelelse herom.

England.

Der findes ingen særlovgivning for investeringsforeninger indeholdende almindelige regler for disses virksomhed.

I tidens løb har der imidlertid udviklet sig 2 forskellige typer: »investment trusts« og »unit trusts«.

Af disse er »unit trusts« langt de vigtigste i økonomisk henseende.

Det første investeringsselskab i England blev dannet i 1870'erne, men først i 1930'erne fik idéen betydning efter at være blevet reimporteret fra USA. Den første unit trust blev dannet i 1931, og antallet af disse var i 1939 vokset til 96.

Værdien af de af unit trusts foretagne investeringer anslås for 1960 til at være ca. 200 mill. pd. mod ca. 90 mill. pd. i 1957. Værdien i 1939 blev anslået til 83 mill. pd.

Investment trusts er selskaber med begrænset ansvar, der er omfattet af den engelske aktieselskabslov. Herigennem investeres i noterede eller unoterede obligationer, fast ejendom eller i andre værdier. Aktier udstedes og om sættes på børsen på sædvanlig måde.

Unit trusts ledes af en kurator (trustee) og en administrator (management company). Der investeres i aktier og obligationer på den måde, at der erhverves et antal papirer, på grundlag af hvilke der udstedes certifikater for mindre beløb.

Kurators opgave er at opbevare værdipapirerne og føre et register samt i et vist omfang at føre tilsyn med administrator. I en række tilfælde har kuratoren mulighed for at afskedige administrator. Kuratorens rolle udfyldes sædvanligvis af en bank eller et anerkendt forsikringsselskab.

Administrator, der sædvanligvis er et selskab, varetager bl. a. køb og salg af værdipapirer og beregning af udbytte.

Hvis selskabet ikke er begrænset til en lukket kreds, vil dens virksomhed være omfattet af »prevention of Fraud (Investments) Act, 1958«, medmindre der udf. ær diges vedtægter, der godkendes af The Board of Trade. Hvis et selskab ikke opnår godkendelse i henhold til disse bestemmelser, vil det være omfattet af lovens almindelige regler, hvorefter som hovedregel enhver, der ønsker at handle med værdipapirer, må erhverve særlig tilladelse hertil, hvilket bl. a. medfører deponering af en sikkerhed på 5.000 pd. og tilsyn fra det offentliges side.

For at den nævnte godkendelse skal kunne gives, må såvel »the manager« som »the trustee« være et selskab med hjemsted i Storbritannien. Vedtægterne skal sikre, at de to selskaber varetager investeringsvirksomhedens ledelse og kontrollen uafhængigt af hinanden.

Trustee-selskabet skal som regel have en ka-

pital på ikke under 500.000 pd., hvoraf mindst 250.000 pd. skal være indbetalt.

Autorisationen kan tilbagekaldes, hvis foreningen ophører at opfylde de nævnte betingelser.

Board of Trade skal hvert år offentliggøre en beretning om samtlige godkendte investeringsforeninger.

De mere detaljerede regler om, hvad vedtægterne skal indeholde, findes i et særligt tillæg til loven. I henhold hertil har Board of Trade fastsat en række minutigt angivne forskrifter, der tager sigte på at sikre beskyttelsen af certifikatindehaverne, både som købere og sælgere.

Herefter skal der i vedtægterne fastsættes regler for beregning af certifikaternes salgskurs, af den kurs, hvortil medlemmerne kan forlange, at foreningen tilbagekøber certifikatet, samt for beregning af udbyttets størrelse.

Der er endvidere truffet bestemmelse om, at udstedelse af certifikater ikke må ske, før de pågældende værdipapirer foreligger, eller der foreligger leveringsaftaler med en bank eller vekselerer eller et tilstrækkeigt beløb i konstanter.

Administrators annoncer, brochurer o. l. angående køb og salg af certifikater skal være godkendt af kurator. Oplysninger om købsprisen skal være ledsaget af oplysninger om udbyttets størrelse.

Der skal oprettes en særskilt fond til dækning af udgifterne ved foreningens administration.

Vedtægterne skal indeholde bestemmelser om stiftelsesudgifterne, de årlige administrationsgebyrer samt hvilket vederlag, der tilfalder kurator.

Der skal findes bestemmelser om udfærdigelse, revision og udsendelse af årsregnskabet, herunder om vederlaget til administrator.

Administrator skal altid kunne afsættes, hvis kurator anser det for at være påkrævet af hensyn til indskydernes interesser.

Board of Trade kan lade foretage undersøgelse af et investeringsforetagende, hvis det skønnes fornødent af hensyn til indskyderne, og såfremt der er en offentlig interesse heri.

Der findes derimod ingen regler i lovgivningen om medlemmernes indflydelse på foreningens ledelse, (stemmeret, afholdelse af generalforsamlinger) eller på valg af kurator og administrator. Sådanne regler optages dog sædvanligt i vedtægterne.

Vedtægterne for en unit trust indeholder en oversigt over de papirer, i hvilke der kan investeres og fastsætter normalt en vis øvre grænse for, hvor stor en del af trustens kapital der kan investeres i et enkelt selskab eller en enkelt type selskab. Endvidere er der i reglen en overgrænse for, hvor stor en del af et aktieselskabs aktier unit trusten kan eje. I de fleste unit trusts er der dog mulighed for, at administrator kan gå uden for den én gang foreskrevne liste over papirer og foretage investeringer i andre eventuelt nyere selskaber. Dette vil dog i reglen kræve samtykke fra kurator.

Det investerende publikum kan til stadighed købe andele i en unit trust. Prisen for en andel beregnes på grundlag af den tilstedeværende mængde værdipapirer, disses kurs og antallet af andele. Der udstedes herefter andele for de indbetalte penge, og for disse indkøbes nye værdipapirer.

Fremgangsmåden ved indkøbet af de nye værdipapirer er forskellig for de forskellige selskaber.

Foruden unit trusts findes forskellige andre typer, der på visse punkter adskiller sig fra disse.

Frankrig.

I henhold til lovanordning af 2. november 1945 vedrørende investeringsselskaber med ændringer senest af 16. oktober 1958 er den franske finansminister bemyndiget til at fremme oprettelsen af nationale investeringsselskaber i form af aktieselskaber, som skal have en minimumskapital på 250 mill. fres. (gammel kurs) fuldt indbetalt. I disse selskaber kan staten indskyde i eller overdrage værdipapirer, der er noteret på en officiel kursliste eller på en børs-mæglerkursliste, og som staten på en eller anden måde er kommet i besiddelse af, f. eks. gennem betaling af visse skatter.

Visse juridiske personer af offentligretlig karakter og kreditinstitutioner med særlig status i henhold til lovgivningen kan deltage i oprettelsen af de nationale investeringsselskaber, og disse sammenslutninger har ret til at indskyde eller overdrage til de nationale investeringsselskaber værdipapirer, der er noteret som ovenfor nævnt.

Vedtægterne for de nationale investerings-selskaber skal godkendes af Conseil d'Etat eller indstilling af finansministeren. Af bestyrelses-medlemmerne udpeges en vis del af finansmini-

steren; antallet af de af finansministeren udpegede medlemmer varierer i takt med omfanget af statens deltagelse i selskabskapitalen. Hvis statens deltagelse er under 5 pct. af selskabskapitalen, er der ingen af bestyrelsesmedlemmerne, der skal udnævnes af finansministeren.

De investeringselskaber, der er omfattet af den nævnte lovanordning, skal som eneste formål have forvaltning af en værdipapirportefølje, som ikke kan omfatte andele i selskaber med begrænset ansvar, og det er forbudt investeringselskaberne at foretage alle andre finansielle, industrielle eller kommercielle transaktioner. Selskaberne kan ej heller erhverve andre faste ejendomme end sådanne, der er strengt nødvendige for deres virksomhed.

Investeringselskaberne skal være oprettet i form af aktieselskaber med en minimumskapital som foran anført.

Intet investeringselskab kan eje mere end 10 pct. af de af en sammenslutning udstedte værdipapirer vurderet til deres nominelle værdi og heller ikke mere end 10 pct. af de af en sammenslutning udstedte værdipapirer, som er uden nominel værdi. Der kan ej heller af et sådant selskab disponeres over mere end 1/10 af stemmerettighederne i et selskab eller anbringes mere end 5 pct. af de anbragte og af de til anbringelse disponible summer i værdipapirer fra en og samme sammenslutning.

Bortset fra udøvelse af de rettigheder af enhver art, der er knyttet til de værdipapirer, som et investeringselskab kan besidde, kan et sådant selskab kun erhverve værdipapirer, der er genstand for en offentlig tegningsindbydelse eller optaget på en offentlig kursliste eller en børsmæglerkursliste, eller værdipapirer i selskaber, der har opstillet mindst 3 års-balancer, der er godkendt af generalforsamlingen.

Det påhviler investeringselskaberne i løbet af 6 måneder fra regnskabsårets afslutning at offentliggøre en samlet fortegnelse over de værdipapirer, der udgør selskabets aktiver på datoen for regnskabsårets afslutning med angivelse af erhvervelsesprisen samt kursen på datoen for statusopgørelsen. Denne offentliggørelse skal ligeledes omfatte årsbalancen samt tabs- og vindingskontoen.

I henhold til den forannævnte lovanordning er der endvidere hjemmel til oprettelse af en særlig art af investeringselskaber, som kaldes investeringselskaber med variabel kapital. I

sådanne selskaber har spareerne mulighed for med kortere varsel end i de almindelige investeringselskaber at indsætte og udtage deres midler.

I henhold til vedtægterne i et investeringselskab kan det fastsættes, at selskabskapitalen kan forøges som følge af udstedelse af nye aktier eller kan formindskes som følge af tilbagekøb af aktier fra de aktionærer, der fremsætter ønske herom. Der foreligger i så fald et investeringselskab med variabel kapital. Den oprindelige kapital i et investeringselskab med variabel kapital kan ikke være lavere end 20 mill. NF., og selskabets kapital kan ikke gå ned under 10 mill. NF. ved tilbagekøb af aktier.

Udstedelsen og tilbagekøbet af aktierne sker til priser, der udregnes ved at dele værdien af selskabets nettoaktiver med antallet af aktier, der er i cirkulation, idet prisen kan forhøjes eller nedsættes med omkostninger og provisionsbeløb inden for en vis maksimal grænse. De variationer, der kan ske som følge af svingninger i aktiekapitalen, kan ske uden vedtægtsændring, uden at det er nødvendigt at forelægge dem for aktionærerne på en generalforsamling.

Thændehavepapirer og aktiecertifikater lydende på navn i investeringselskaber med variabel kapital kan udstedes uden angivelse af nominel værdi.

Aktiverne i et investeringselskab med variabel kapital skal for så vidt angår mindst 90 pct. af det samlede beløb udgøres af værdipapirer, der er optaget på officiel kursliste på en fransk børs eller på en børsmæglerkursliste, af skatkammerbeviser, kontant beholdning eller indskud.

Endvidere gælder, at 30 pct. af aktivmassen skal være sammensat af statspapirer, obligationer, kontante midler eller bankindskud alle med pari-pålydende.

Et investeringselskab med variabel kapital kan ikke eje mere end 5 pct. af de af en sammenslutning udstedte værdipapirer vurderet til deres nominelle værdi og ej heller eje mere end 5 pct. af antallet af de af samme sammenslutning udstedte værdipapirer uden nominel værdi. Et sådant investeringselskab kan kun disponere over 1/20 af stemmerettighederne i et selskab og kan ikke anvende mere end 5 pct. af de anbragte og af de til anbringelse disponible beløb i værdipapirer fra en og samme sammenslutning undtagen staten.

Investeringselskaber med variabel kapital er forpligtet til ved udgangen af hvert kvartal i selskabets regnskabsår inden for en vis frist at offentliggøre den samlede sammensætning af de værdipapirer, der udgør dets aktiver. Endvidere skal der ske offentliggørelse af stillingen ved regnskabsårets afslutning. De periodiske opstillinger kontrolleres af revisorer, som attesterer deres rigtighed.

Schweiz.

I Schweiz er under 1. juli 1966 gennemført en lov om investeringsfonds, der er trådt i kraft den 1. januar 1967.

En investeringsfond er i loven defineret som en formue, der er tilvejebragt på grundlag af henvendelse til offentligheden med henblik på fælles kapitalinvestering, og som for deltagerne regning forvaltes af en fondsledelse med hensyntagen til en spredning af risikoen.

Fondsledelsen skal have tilladelse til at udøve sådan virksomhed fra den tilsynsførende myndighed, d.v.s. den schweiziske bankkommission. En sådan tilladelse kan kun gives enten til en bank eller til et aktieselskab eller andelselskab, som udelukkende har til formål at være fondsledelse for en investeringsfond. Selskaber, der skal udøve virksomhed som fondsledelse, skal have en grund- eller stamkapital på 1 mill. fres., hvoraf mindst halvdelen skal være indbetalt. Driver et sådant selskab tillige bankvirksomhed, skal kapitalen udgøre 2 mill. fres. fuldt indbetalt.

Der skal bestå et passende forhold mellem fondsledelsens egne midler og den samlede værdi af de af ledelsen forvaltede investeringsfonds.

Hvis fondsledelsen ikke er en bank, skal der tillige benyttes en depotbank, som skal have tilladelse til udøvelse af denne virksomhed af tilsynsmyndigheden. En sådan tilladelse kan kun gives til en bank; for så vidt banken er et selskab, skal selskabet have en fuldt indbetalt grund- eller stamkapital på mindst 2 mill. fres.

En investeringsfonds midler må kun anbringes i værdipapirer eller i urørlig ejendom. For sidstnævnte anbringelse gælder særlige regler, jfr. nedenfor. Det er tilladt at holde passende kontante midler.

Det er forbudt at investere i varepapirer, i andelsbeviser på andre investeringsfonds, der administreres af den samme eller en med den samme fondsledelse forbunden fondsledelse,

samt i andre værdipapirer, der er udstedt af fondsledelsen. Der må i samme foretagende kun anbringes 7½ pct. af investeringsfondens samlede formue, beregnet efter omsætningsværdien på investeringstidspunktet. Undtagelse herfra gælder for benyttelse af tegningsrettigheder.

De andelsrettigheder, der tilhører en investeringsfond i samme foretagende, må ikke omfatte mere end 5 pct. af stemmerne i dette. Såfremt flere investeringsfonds står under den samme eller en tilknyttet fondsledelse, må de tilsammen højst råde over 10 pct. af stemmerne. Indbetalingspligt, der er forbundet med værdipapirer eller andre investeringer, må ikke overstige mere end 1/10 af investeringsfondens formue.

Loven opererer med et særligt begreb, der kaldes fælles investeringsaftale; det siges herom, at fondsledelsen gennem denne aftale forpligter sig til at delagtiggøre deltagerne i investeringsfonden i forhold til deres indbetalinger samt til at forvalte fonden mod vederlag i overensstemmelse med fondsreglementet og lovens bestemmelser. Fondsledelsen skal udlevere deltagerne andelsbeviser og tilbagetage disse på anfordring.

Fondsreglementet udfærdiges af fondsledelsen, eller hvis der tillige er en depotbank, af disse i fællesskab og skal godkendes af tilsynsmyndigheden. Fondsreglementet skal fremlægges på tegningssteder til oplysning for publikum. Under særlige omstændigheder kan fondsledelsen i et vist omfang kræve fondsreglementet ændret af retten efter en nærmere fastlagt procedure, der bl. a. skal give mulighed for, at deltagerne i fonden kan gøre indsigelser.

Fondsreglementet skal i særdeleshed indeholde bestemmelser om:

- a) navnet på investeringsfonden, firma og hovedsæde for fondsledelsen og i givet fald firma, hovedsæde og forpligtelser for en depotbank,
- b) retningslinierne for investeringspolitikken,
- c) beregningen af emissions- og tilbagekøbsprisen for andelsbeviser,
- d) anvendelsen af nettooverskud og kapitalgevinst, der fremkommer ved salg af fondens aktiver,
- e) arten og beregningsmåden for alle vederlag til fondsledelsen og depotbanken, herunder emissions- og tilbagekøbskommissioner og de særlige refusioner af omkostninger, som kan pålægges fonden,

- f) regnskabsåret,
- g) de steder, på hvilke fondsreglementet og regnskabsberetningen ligger til eftersyn og kan fås,
- h) den form, som investeringsfonden benytter ved offentliggørelse,
- i) tidsrummet for investeringsfondens virksomhed.

Fondsledelsen skal i eget navn forvalte investeringsfonden for deltagernes regning og træffe afgørelse bl. a. om erhvervelse og salg af værdipapirer samt med hensyn til størrelsen af likvide midler og om emission af andelsbeviser.

Fondens midler må ikke gøres til genstand for pantsætning eller overdrages til sikkerhed.

Emissionsprisen for nye andelsbeviser skal fastsættes på grundlag af fondsformuens omsætningsværdi på emissionstidspunktet divideret med antallet af de i omløb værende andele.

Fondsledelsen skal i sin forretningsførelse udelukkende handle i deltagernes interesse. Specielt må fondsledelsen i forbindelse med køb og salg for fondens regning ikke hverken for sig selv eller for tredjemands regning gøre fordring på eller modtage formueandele, bortset fra de provisioner, som er omhandlet i fondsreglementet. Fondsledelsen må ej heller overtage fra eller sælge til fonden værdipapirer for egen regning, bortset fra værdipapirer til gældende børspris.

Fondsledelsen skal føre særskilt regnskab for hver investeringsfond, som den forvalter. Inden 6 måneder efter afslutningen af et regnskabsår skal ledelsen offentliggøre en regnskabsberetning, hvis indhold er nærmere fastlagt i loven. Regnskabsberetningen skal i 10 år være tilgængelig for deltagerne på fondsledelsens sæde.

Hvis en depotbank enten i henhold til loven eller fondsreglementet deltager i en kollektiv investeringsaftale, skal den opbevare den samlede fonds formue og drage omsorg for, at investeringer, der strider mod loven eller fondsreglementet, ikke foretages. Med henblik herpå drager depotbanken omsorg for emissioner og tilbagebetalinger af andelsbeviserne og sørger tillige for alle investeringsfondens betalinger.

Deltageren får ved sin indbetaling krav på fondsledelsen på andel i fondens formue og i dennes indtægter. Som bevis for disse krav udfærdiges værdipapirer uden pålydende værdi (andelsbeviser), der omfatter en eller flere andele og lyder på navn eller ihændeher. An-

delsbeviserne må kun udstedes mod kontant indbetaling af emissionsprisen og skal indeholde den fuldstændige ordlyd af fondsreglementet. De underskrives af fondsledelsen og eventuelt tillige af depotbanken.

Deltagerne kan til enhver tid opsig medlemskabet af fonden og forlange deres andel udbetalt kontant. Tilbagekøbsværdien skal beregnes efter samme principper som emissionsprisen på dagen for udbetalingen.

Opløsning af en investeringsfond skal finde sted i visse tilfælde, f. eks. når dens varighed er begrænset til en vis årrække eller ved opsigelse fra fondsledelsen eller depotbankens side.

Hvis en investeringsfond opløses, eller opsigelse finder sted, må der ikke ske tilbagebetaling af andelsbeviser, og nye andelsbeviser må ikke udstedes. Når opløsning finder sted, skal fondens aktiver sælges, og provenuet skal udbetales og fordeles mellem deltagere.

Der gælder som foran anført særlige regler for sådanne investeringsfonds, hvis midler anbringes i urørlig ejendom. Ved urørlig ejendom forstås grunde med tilbehør, som er indført i grundbogen med bemærkning om deres tilhørsforhold til investeringsfonden, samt andele i og fordringer på ejendomsselskaber, hvis formål alene går ud på erhvervelse og salg, leje og forpagtning af egne grunde, under forudsætning af, at mindst 2/3 af det pågældende selskabs grundkapital og stemmer tilhører investeringsfonden. I disse investeringsfonds skal af fondsledelsen udpeges en eller flere uafhængige vurderingsmænd, der skal vurdere værdien af enhver grund, som erhverves eller sælges.

En investeringsfond skal årligt revideres, og det påhviler fondsledelsen at sørge herfor. Revisionen skal tillige omfatte fondsledelsens egen virksomhed. Revisionen skal godkendes af tilsynsmyndigheden og skal udarbejde en beretning over revisionen, som tilstilles fondsledelsen, depotbanken og tilsynsmyndigheden.

I henhold til loven institueres et tilsyn med investeringsfonds, som udøves af den schweiziske bankkommission. Tilsynsmyndigheden træffer afgørelse med hensyn til tilladelse til optagelse af virksomhed som fondsledelse og som depotbank og om anerkendelse som revision samt godkendelse af fondsreglementet. Tilsynsmyndigheden skal ikke prøve hensigtsmæssigheden af de af fondsledelsen truffede dispositioner. Tilsynsmyndigheden kan af fondsledelsen, depotbanken, de til en investeringsfond hørende ejendomsselskaber samt af revisionen

kræve alle oplysninger og dokumenter, der er nødvendige til opfyldelse af dens opgave.

Tilsynsmyndigheden kan fratage en fondsledelse eller en depotbank, som ikke længere opfylder forudsætningerne, tilladelsen til at drive sådan virksomhed, og tilladelsen bortfalder i alle tilfælde, når fondsledelsen eller depotbanken kommer under konkurs.

I tilfælde, hvor tilladelsen er bortfaldet, udnævner tilsynsmyndigheden en bestyrer for fondsledelsen eller depotbanken.

Den schweiziske nationalbank kan i tilfælde af alvorlige forstyrrelser i penge- eller kapitalmarkedet efter samråd med forbundsrådet forbyde erhvervelse af udenlandske værdipapirer og urørlig ejendom i et vist tidsrum.

Forbundsrådet kan pålægge fondsledelsen at afgive periodiske indberetninger om udviklingen i fonden til den schweiziske nationalbank.

Tyskland.

I Tyskland gælder en lov om kapitalinvesteringsselskaber af 16. april 1957. (Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften). Kapitalinvesteringsselskaber er selskaber, hvis virksomhed tager sigte på under hensyntagen til risikospredning at anbringe modtagne midler i eget navn for indskydernes fælles regning i værdipapirer adskilt fra selskabets egen formue og på grundlag af disse at udstede andelsbeviser til indskyderne. Sådanne foretagender må kun drives i form af aktieselskaber eller G.m.b.H. Kapitalinvesteringsselskabets egne aktier skal lyde på navn, og der kræves tilladelse fra selskabet til overdragelse af aktier.

Der kræves tilladelse fra banktilsynet til at oprette kapitalinvesteringsselskaber. Aktiekapitalen skal udgøre mindst 500.000 DM og skal være fuldt indbetalt.

De fra indskyderne mod udstedelse af andelsbeviser modtagne penge og de for disse indkøbte værdipapirer danner en særformue, som enten er indskrevet som kapitalinvesteringsselskabets ejendom eller står som andelshavernes fælles ejendom. Særformuen skal holdes afsondret fra kapitalinvesteringsselskabets formue.

Særformuen skal som hovedregel anbringes i inden- eller udenlandske børsrapirer eller almindelige omsætningspapirer. Der må ikke erhverves andelsbeviser i en anden særformue.

Endvidere kan der erhverves værdipapirer på grundlag af tegningsrettigheder samt på grund-

lag af friaktier. I øvrigt gælder ret detaljerede bestemmelser om anbringelsen. Aktier eller værdipapirer i samme foretagende må ikke erhverves i videre omfang end 5 pct. af særformuens værdi. I visse tilfælde, der kræver godkendelse, kan der gås op til 7½ pct. af særformuens værdi. Den samlede sum af værdipapirerne skal i øvrigt med visse undtagelser ligge inden for 5 pct. af det pågældende foretagendes nominelle kapital.

Kapitalinvesteringsselskabet er berettiget til i eget navn at udøve stemmeret på de til særformuen hørende aktier. Værdipapirer og andre aktiver, der hører til særformuen, må ikke pantsættes eller overdrages til sikkerhed.

Kapitalinvesteringsselskabet skal forvalte særformuen til fordel for indskyderne under iagttagelse af forsigtig forretningsbrug særlig med hensyn til udøvelsen af den med erhvervede aktier forbundne stemmeret. Særformuen hæfter ikke for kapitalinvesteringsselskabets forpligtelser.

Ingen andelshaver/indskyder kan forlange det i henhold til særformuen bestående fællesskab ophævet, men enhver andelshaver/indskyder er berettiget til at forlange sin andel af særformuen udbetalt. Betingelserne for udbetalingen skal angives i kontrakten.

Forvaltningen af særformuen skal overlades til et andet kreditinstitut (depotbank), som skal godkendes af banktilsynet. De til særformuen hørende værdipapirer indlægges af depotbanken i spærret depot.

Kapitalinvesteringsselskabet kan opsigte forvaltningen af en særformue under iagttagelse af en opsigelsesfrist på 3 måneder, som skal bekendtgøres i »Bundesanzeiger«.

Kontraktbestemmelser, der tager sigte på en regulering af forholdet mellem kapitalinvesteringsselskabet og indskyderne, skal fastsættes, inden andelsbeviserne udstedes, og skal angives in ex tenso på andelsbeviserne. Kontraktbestemmelserne skal godkendes af banktilsynet. For at opnå godkendelse skal kontraktbestemmelserne indeholde en række oplysninger bl. a. om, hvor stor en del af særformuen, der kan anlægges i banktilgodehavender. Endvidere må størrelsen af forhøjelsen af emissionsprisen for et andelsbevis oplyses. Det må angives under hvilke forudsætninger og på hvilke betingelser en andelshaver kan fordre, at kapitalinvesteringsselskabet skal tage andele tilbage. Der er ingen bestemmelser i loven, der sikrer medlemmerne indflydelse på forvaltningen af særfor-

muen, f. eks. med hensyn til stemmeret, afholdelse af generalforsamling o. s. v.

Andelshavernes krav over for kapitalinvesteringsselskabet skal tilsikres i andelsbeviserne. Andelsbeviserne kan lyde på ihænde-haver eller navn. Andele i særformuen må ikke have forskellige rettigheder og skal omfatte samtlige til særformuen hørende aktiver. Andelsbeviser kan overdrages.

Andelsbeviserne må kun udstedes mod fuld indbetaling af emissionsprisen. Emissionsprisen for et andelsbevis skal svare til andelens værdi i særformuen med tillæg af en vis forhøjelse, der er fastsat i kontraktbestemmelserne. Værdien på en andel bestemmes ved en deling af særformuens værdi med antallet af andele. Særformuens værdi opgøres på grundlag af den til enhver tid gældende kursværdi på særformuens værdipapirer.

Der afgives et årligt regnskab, der skal offentliggøres, og der foreskrives meget detaljerede regler for, hvilke regnskabsmæssige oplysninger, der skal gives. Endvidere foreskrives revision.

U S A .

Indtil 1921 fandtes der kun få investerings-selskaber i De Forenede Stater, men derefter foregik udviklingen af disse selskaber med rivende fart op til 1929, formentlig inspireret af en række artikler, der fremkom i amerikanske aviser og tidsskrifter omkring 1921, om de engelske og skotske investeringsselskaber.

Efter det store børssammenbrud i 1929 og den påfølgende deflation nedsattes »The Securities and Exchange Commission«, der afgav betænkning i 1939 - Investment Trusts and Investment Companies - på grundlag af hvilken »Investment Company Act of 1940« blev udarbejdet og vedtaget med virkning fra 1. november 1940, dog for visse selskaber først fra 1. januar 1941.

Ved et investeringsselskab forstås ifølge ovennævnte lov et selskab,

- 1) der først og fremmest beskæftiger sig med investering, reinvestering eller handel med værdipapirer (securities), som nærmere defineret i loven,
- 2) der er beskæftiget med udstedelse af »face-amount certificates«, d. v. s. værdipapirer der repræsenterer en forpligtelse for udstederen til at betale et bestemt beløb til en

bestemt tid i mere end 2 år efter papirets udstedelse, f. eks. en almindelig dansk kreditforeningsobligation, eller

- 3) der beskæftiger sig med investering, reinvestering, ejer, besidder eller handler med værdipapirer og ejer investeringspapirer til en værdi på over 40 pct. af selskabets samlede aktiver.

Herfra er undtaget banker, visse Holding Companies, selskaber på under 100 aktionærer samt selskaber, hvis formål klart er et andet end at være investeringsselskaber.

Investerings-selskaber opdeles i 3 kategorier:

- 1) »Face-amount certificate companies«, der er beskæftiget med udstedelsen af »face-amount certificates«.
- 2) »Unit investment trusts«, der er investerings-selskaber som A) er organiserede under en trustaftale, en aftale om bestyrelse eller agentur eller lignende aftale, B) ikke har nogen bestyrelse, og C) kun udsteder indløselige værdipapirer, som hver for sig repræsenterer en udelt interesse i en enhed bestående af specificerede værdipapirer; men som ikke omfatter en »stemmetrust« (voting trust).
- 3) »Management Companies«, som er andre investerings-selskaber end »face-amount certificate companies« og »Unit investment trusts«.

»Management Companies« er igen opdelt i

- 1) »Open-end companies«, hvorved forstås »management companies«, som til salg udbyder eller har udestående indløselige værdipapirer, som de har udstedt.
- 2) »Close-end companies«, hvorved forstås et hvert management company, som ikke er et open-end company.

Yderligere er management companies opdelt i

- 1) »Diversified companies«, hvorved forstås selskaber, der opfylder følgende betingelser: Mindst 75 pct. af deres samlede aktiver er repræsenteret af kassebeholdning eller en kassepost, statsobligationer, værdipapirer fra andre investerings-selskaber og andre værdipapirer, der med henblik på denne beregning er begrænset i forhold til enhver udsteder til et beløb, der ikke overstiger 5 pct. af management compagniets samlede aktiver og ikke mere end 10 pct. af den del af de enkelte udsteders udestående værdipapirer, der hjemler stemmeret.

2) »Non-diversified companies«, hvorved forstås ethvert management company, som ikke er et »diversified company«.

For at et investeringsselskab lovligt skal kunne drive virksomhed, skal det inden for nærmere af »Securities and Exchange Commission« fastsatte tidsfrister ansøge kommissionen om registrering. Loven tillægger i øvrigt kommissionen en række beføjelser med henblik på en sikring af investorerne.

I bestyrelsen må som hovedregel højst 60 pct. af medlemmerne være investeringsrådgivere eller personer nært beslægtede med investeringsrådgivere eller funktionærer i selskabet.

Det er forbudt for ethvert »Open-end Company« at tilbyde ejere af værdipapirer udstedt af det pågældende selskab eller andre open-end companies at ombytte disse værdipapirer med andre værdipapirer til en anden pris, end den relative nettoværdi på de to papirer betinger, medmindre kommissionen har godkendt forholdet.

a) Det er forbudt ethvert registreret investeringsselskab at foretage marginale køb eller salg af værdipapirer bortset fra, hvad der er nødvendigt af hensyn til gennemførelse af transaktioner.

b) Det er forbudt ethvert registreret »Open-end Company« at afsætte sine udstedte værdipapirer på anden måde end gennem mæglere.

c) Det er forbudt ethvert registreret »diversified-company« at være mægler, hvis dette medfører, at omfanget af dets udestående forpligtelser i form af værdipapirer umiddelbart derefter sammen med værdien af dets investeringer i værdipapirer udstedt af selskaber, i hvilke det ejer mere end 10 pct. af selskabets stemmeberettigende papirer, overstiger 25 pct. af dets samlede aktiver.

d) Det er som hovedregel forbudt ethvert registreret investeringsselskab eller selskaber afhængige af det at købe eller på anden måde erhverve værdipapirer udstedt af andre investeringsselskaber eller forsikringsselskaber, eller andre økonomiske interesser i disse, hvoraf det registrerede investeringsselskab ikke på hvervstidspunktet ejer eller kommer til at eje tilsammen mindst 25 pct. af de udstedte stemmeberettigede papirer, hvis investeringsselskabet i alt ejer eller som følge af en sådan erhvervelse kommer til at eje mere end visse fastsatte andele af de stemmeberettigede værdipapirer.

Et investeringsselskab skal for offentligt at kunne udbyde værdipapirer til salg have en nettoværdi på mindst 100.000 \$. Såfremt et investeringsselskab senere skulle blive mindre værd, er det dog fortsat berettiget til at udbyde værdipapirer.

Face-amount Certificate Companies skal, såfremt de er dannet efter lovens ikrafttræden, have en aktiekapital på mindst 250.000 \$. Der gælder særlige regler for indbetaling til reservefond for denne kategori af selskaber.

Virksomhed som investeringsrådgiver kan kun udøves i henhold til en skriftlig kontrakt mellem det registrerede investeringsselskab og den pågældende, som er godkendt af flertallet af ejere af selskabets udestående stemmegivende papirer. Kontrakten skal 1) nøje angive enhver kompensation, der betales i henhold til denne, 2) kun kunne være i kraft i over to år, sålænge dens fortsættelse udtrykkeligt godkendes mindst én gang om året af bestyrelsen eller af det ovennævnte flertal, 3) være opsigelig fra bestyrelsens eller flertallet af stemmeberettigede værdipapirindehaveres side med et varsel på 60 dage og 4) sikre automatisk ophør i tilfælde af, at rådgiveren overdrager stillingen.

For en mægler gælder, at der mellem denne og investeringsselskabet skal være en skriftlig kontrakt, som 1) såfremt kontraktsforholdet vedvarer over 2 år da mindst én gang om året skal godkendes af bestyrelsen eller af flertallet af de stemmeberettigede værdipapirindehavere og 2) sikrer automatisk ophør i tilfælde af, at mægleren overdrager stillingen.

Det påhviler investeringsselskaberne at føre bøger over deres forskellige transaktioner, og kommissionen kan når som helst forlange at få kendskab til disse.

Investeringsselskabet skal udsende opgørelser over selskabets økonomiske forhold mindst én gang hvert halvår til samtlige aktionærer.

I USA har The Securities and Exchange Commission efter årelange undersøgelser afgivet en rapport, i hvilken det stærkt kritiseres, at de eksisterende Investment funds tager sig betalt ved særdeles høje provisioner ved salg af andele i disse fonds. Kommissionen har derfor bl. a. foreslået, at disse provisioner væsentligt nedskæres. Som en måde at gøre dette på foreslås, at Investment funds nedsætter de ge-

byrer, der af fondene betales til de »management companies«, der rådgiver og sædvanligvis kontrollerer disse. Kommissionen har endvidere henledt opmærksomheden på forskellige andre forhold, der må anses for ufordelagtige for investorerne og har bl. a. peget på ønskeligheden af at få nedsat børsmæglernes salærer i forbindelse med køb af værdipapirer for Investment funds. Kommissionens kritik munder ud i forslag om, at The Investment Company Act of 1940 ændres med henblik på at tilvejebringe muligheder for at komme de påpegede ulemper til livs.

Østrig.

I Østrig er gennemført en lov af 10. juli 1963 om kapitalinvesteringsfonds (investeringsfondslov). Den nævnte lov omfatter kapitalinvesteringsfonds, der defineres som en særformue bestående af værdipapirer, der er erhvervet med risikospredning for øje, og som er delt i lige andele, der fremtræder som værdipapirer. Det er endvidere en betingelse, at fonden er underkastet andelshavernes medejendomsret og er dannet i overensstemmelse med loven. Endelig skal fonden bestyres af et kapitalinvesteringselskab.

Forvaltningen eller bestyrelsen af en kapitalinvesteringsfond betragtes som bank- eller sparekassevirksomhed; foretagender, der udøver investeringsvirksomhed, betragtes som kreditforetagender og er underkastet den for sådanne gældende lovgivning.

Et kapitalinvesteringselskab må ud over den virksomhed, der er nødvendig til anlæg af egenformuen, kun drive investeringsvirksomhed, og sådan virksomhed må i øvrigt kun udøves af aktieselskaber eller G.m.b.H. Et kapitalinvesteringselskabs aktier skal lyde på navn, og overdragelse af aktier eller deltagerandele i et kapitalinvesteringselskab kan kun ske med selskabets tilladelse.

Af et kapitalinvesteringselskabs grundkapital (stamkapital) skal mindst 2 mill. S være indbetalt kontant, og mindst halvdelen af den indbetalte kapital skal anbringes efter de for anbringelse af umyndiges midler gældende regler.

Kun et kapitalinvesteringselskab er berettiget til at træffe bestemmelse om og at udøve ret over de formueværdier, der hører til en af dette bestyret kapitalinvesteringsfond. Selska-

bet handler i eget navn for andelshavernes regning.

En kapitalinvesteringsfonds formueværdier må hverken pantsættes eller på anden måde anvendes til sikkerhed eller overdrages. Et kapitalinvesteringselskab er ikke berettiget til for en kapitalinvesteringsfonds deltageres regning at indgå forpligtelser, medmindre dette er hjemlet i loven. Undtaget herfra er dog udøvelse af tegningsrettigheder og overtagelse af forpligtelse til yderligere indbetaling på ikke-fuldt indbetalte aktier.

Andelsbeviser (certifikater) er værdipapirer og tjener som bevis for medejendomsret i en kapitalinvesteringsfonds formueværdier og for andelshavernes rettigheder både over for kapitalinvesteringselskabet og over for depotbanken, jfr. nedenfor. Andelsbeviserne skal indeholde de fondsbestemmelser, jfr. nedenfor, der er gældende på tidspunktet for deres udstedelse.

Andelsbeviser må kun udstedes mod fuld indbetaling af emissionsprisen. Værdipapirer kan højst ansættes til den gældende børskurs den dag, andelsbeviserne udgives. Inden andelsbeviserne udgives, skal de gives i forvaring til depotbanken, som kun må udgive dem, når deres modværdi er stillet til bankens disposition.

En andels værdi fremkommer ved at dele antallet af andele i kapitalinvesteringsfondens samlede værdi indbefattet udbytte, og emissionsprisen skal modsvare den beregnede værdi. Til denne kan lægges en forhøjelse til dækning af kapitalinvesteringselskabets omkostninger ved emissionen.

Andelshavernes medejendomsret skal indføres i aktiebogen under kapitalinvesteringselskabets navn.

Efter anmodning kan en andelshaver få udbetalt sin andel af kapitalinvesteringsfondens. Betingelserne for denne udbetaling skal angives i fondsbestemmelserne, jfr. nedenfor, og udbetaling kan gøres afhængig af salg af kapitalinvesteringsfondens formueværdier og af salgssummens indbetaling.

Kapital investeringselskabets direktion skal aflægge regnskabsberetning ved udgangen af hvert regnskabsår. Beretningen skal indeholde et indtægtsregnskab og en formueopstilling.

Beretningen skal endvidere revideres af en revisor, der for hvert år vælges af kapitalinvesteringselskabets generalforsamling. Den reviderede beretning og bestyrelsens beretning skal

fremlægges på kapitalinvesteringsselskabets kontor med henblik på, at andelshaverne kan gøre sig bekendt hermed.

Et kapitalinvesteringsselskab kan efter særlig bekendtgørelse opsigse forvaltningen af en kapitalinvesteringsfond under iagttagelse af en vis opsigelsesfrist.

Hvis et kapitalinvesteringsselskabs ret til at bestyre en kapitalinvesteringsfond ophører, overgår forvaltningen til depotbanken, som med tilladelse af finansministeren inden for en vis frist kan overdrage forvaltningen af fonden til et andet kapitalinvesteringsselskab.

Hvis fondsbestemmelserne indeholder hjemmel hertil, skal depotbanken til en andelshaver, der skriftligt forlanger dette inden en vis frist, udbetale en andelsmæssig del af fondens værdipapirer, såfremt dette i øvrigt er muligt under hensyn til den pågældende andelshavers andel og til værdipapirernes størrelse.

Loven foreskriver endvidere udførligt, hvilke værdipapirer der må erhverves for en fond. Der må kun erhverves aktier og visse værdipapirer, der er en mellemform mellem aktier og fordringer, såsom konvertible obligationer; endvidere må erhverves kasseobligationer, pantebreve og kommunale gældsfor skrivinger. Værdipapirerne skal være optaget til officiel notering på børsen eller kunne handles på en børs. Værdipapirer, der kun kan handles eller handles på en udenlandsk børs, må kun erhverves, hvis erhvervelsen er tilladt i henhold til fondsbestemmelserne.

Midlertidig anbringelse af midler fra en investeringsformue eller af udbytte er tilladt i kassebeviser eller andre pengemidler. Erhvervelse af ikke-fuldt indbetalte aktier og af tegningsret til sådanne aktier er kun tilladt i et omfang, der svarer til 10 pct. af fondens formue og i øvrigt kun, når det er hjemlet i fondsbestemmelserne.

Værdipapirer, der hidrører fra samme udgiver, må kun erhverves i et omfang, der svarer til højst 5 pct. af fondens formue. Værdipapirer, der hidrører fra 2 udstedere, af hvilke den ene ejer mere end 50 pct. af kapitalen i den anden, anses for værdipapirer hidrørende fra samme udgiver. Den foreskrevne limitering på 5 pct. kan forhøjes til 10 pct. med tilladelse af

finansministeren, hvis fondsbestemmelserne hjemler dette.

Aktier, der hidrører fra samme udgiver, må kun erhverves i et samlet omfang, der svarer til 5 pct. af det udstedende aktieselskabs grundkapital. De 5 pct. kan forhøjes til 7½ pct. med finansministerens tilladelse, hvis fondsbestemmelserne hjemler dette.

Det påhviler direktionen i et kapitalinvesteringsselskab at udfærdige fondsbestemmelser, som regulerer retsforholdet mellem andelshaverne såvel over for kapitalinvesteringsselskabet som over for depotbanken. Bestyrelsen i kapitalinvesteringsselskabet skal godkende fondsbestemmelserne, som ligeledes skal approberes af depotbanken. Endelig skal bestemmelserne godkendes af finansministeren.

Ud over hvad der er foreskrevet i loven skal fondsbestemmelserne indeholde en række særlige oplysninger, herunder om andelsbeviserne lyder på navn eller på ihænde haver, efter hvilke kriterier de værdipapirer, som skal erhverves af fonden, bliver udvalgt, samt hvilken andel af fondsformuen der højst må anbringes i banktilgodehavender.

Endvidere skal fremgå, hvilket vederlag kapitalinvesteringsselskabet modtager for bestyrelsen af fonden, og hvilke udgifter selskabet skal have refunderet, samt om der ved udgivelsen af andelsbeviserne sker en forhøjelse af den beregnede værdi til dækning af kapitalinvesteringsselskabets omkostninger ved udgivelsen. Endelig skal bestemmelserne angive, på hvilke tidspunkter andelenes værdi skal konstateres, om der ved tilbagetagelse af andelsbeviser bliver fratrukket et vederlag til kapitalinvesteringsselskabet, samt om hvilket vederlag depotbanken skal have i tilfælde af afvikling af kapitalinvesteringsfonden.

Et kapitalinvesteringsselskab skal overdrage udgivelsen og tilbagetagelsen af andelsbeviser samt bestyrelsen af de til fonden hørende værdipapirer til en depotbank. Antagelsen af en sådan depotbank skal godkendes af finansministeren. Depotbanken udbetaler udbytteandele til andelshaverne og betaler det vederlag, som tilkommer kapitalinvesteringsselskabet for forvaltningen, samt refunderer selskabet de med bestyrelsen af fonden forbundne udgifter.

Udvalget af 16. februar 1961 angående investeringsvirksomheder.

Efter at aktieselskabs-registeret i skrivelse af 12. august 1965 har haft lejlighed til at udtale sig om det af udvalget i marts måned 1965 udarbejdede udkast til lov om investeringsforeninger, har udvalget ved at fremsende et nyt udkast, dateret april 1966, tillige med 2 mindretalsudtalelser, i skrivelse af 7. november f. å. anmodet aktieselskabs-registeret om at ville fremkomme med eventuelle kommentarer.

I denne anledning skal aktieselskabs-registeret bemærke følgende:

I et af udvalget udarbejdet foreløbigt udkast af maj 1964, der lå til grund for det foran nævnte udkast af 1965, var det foreslået at etablere et tilsyn med og en registreringsordning for de af udkastet omfattede foreninger. Det var efter dette udkast tanken at henlægge disse tilsyns- og registreringsopgaver til direktoratet for tilsynet med banker og sparekasser. Dette forslag var også nærliggende, idet det må formodes, at man ved udvalgets nedsættelse har haft for øje, at det, såfremt udvalgets arbejde skulle resultere i et positivt forslag, ville være naturligt at henlægge administrationen til det statsorgan, som i forvejen har tilsynsopgaver med virksomheder, der modtager penge fra offentligheden. Man havde ved udvalgets nedsættelse næppe i tankerne, at der kunne blive tale om inddragelse af aktieselskabs-registeret i en eventuel administration på dette lovgivningsområde. Det var derfor også naturligt, at registeret ikke blev repræsenteret i udvalget.

Da aktieselskabs-registeret blev opfordret til ved et møde den 20. oktober 1964 at udtale sig om det foreløbige udkast af 1964, blev det oplyst, at tilsynet med banker og sparekasser ikke mente at kunne påtage sig administrationen af den eventuelle lov, hvilket udvalget tilsluttede sig, idet man samtidig foreslog, at beføjelserne efter udkastet blev overdraget aktieselskabs-registeret. På det nævnte møde understregede registeret, at denne institution, der er en ren registreringsmyndighed, ikke kunne på-

tage sig nogen tilsynsmyndighed, hvorefter udvalget foreslog sådanne ændringer i udkastet, at tilsynsbeføjelserne søgtes fjernet i teksten, således at udkastet herefter skulle fremtræde som en ren registreringslov.

Over det på basis heraf ændrede udkast (1965) afgav registeret herefter i den foran nævnte skrivelse af 12. august 1965 en udtalelse angående de selskabsretlige spørgsmål, idet man navnlig påpegede, at det næppe ville være muligt at opretholde den i udkastets § 1 givne definition af de af udkastet omfattede foreninger som foreninger uden selskabskapital.

Efter at udvalget i dets udkast af 1966 har tilsluttet sig registerets nævnte opfattelse, og efter at registeret har haft lejlighed til at gennemgå det nu foreliggende materiale, skal man fremkomme med følgende supplerende betragtninger.

Efter mindretalsudtalelsen af april 1966 stiller det sig som tvivlsomt, om det er hensigtsmæssigt at stille forslag til en lovgivning for det omhandlede område. Registeret mener ikke at burde udtale sig om dette spørgsmål.

Der er næppe tvivl om, at offentligheden vil få det indtryk, at der ikke blot er tale om en registreringslov, men at der i realiteten også vil påhvile registreringsmyndigheden en vis tilsynspligt med den virksomhed, som foreningerne udøver. Det er vel også tvivlsomt, om det er realistisk at gå ud fra, at det under sagens videre gang vil være muligt at fastholde, at der efter udkastet ikke forudsættes udøvet et tilsyn med disse virksomheder.

Disse betragtninger fører tanken hen på spørgsmålet om, af hvilke grunde udvalget i sin tid ændrede udkastets principielle linie fra at være en tilsyns- og registreringslov til at være »blot« en registreringslov. I mindretalsudtalelsen af april 1966 motiveres bank- og sparekassetilsynets vægring ved at påtage sig en tilsynsmyndighed over for disse foreninger med, at foreningernes sigte er et ganske andet end

bankernes og sparekassernes sigte, og at det ikke kan udelukkes, at der kan opstå tab for investeringsforeninger. Hertil må bemærkes, at tilsynet med banker og sparekasser også har tilsynet med de af loven af 2. maj 1934 omfattede sammenslutninger, og at det vel heller ikke kan udelukkes, at der i disse kan forekomme tab. Investeringsforeninger må efter registerets opfattelse skønnes naturligt at henhøre under den kategori af virksomheder, der modtager penge til anbringelse på anden måde, end banker og sparekasser gør det. Investeringsforeninger må derfor snarere sammenlignes med disse foreninger end med banker og sparekasser.

I mindretalsudtalelsen af april 1966 side 2 foroven henvises der endvidere til, at investeringsforeninger som sådanne ingen formue ejer og ingen indtægter har, hvorved formentlig skal forstås, at det er de enkelte medlemmer, der ejer de gjorde indskud, og at foreningerne derfor blot er en slags administrator af medlemmernes indskud. Der skulle efter dette synspunkt ikke være tale om foreninger, over for hvilke et tilsyn kunne rettes.

Det er rigtigt, at disse betragtninger blev lagt til grund i sin tid, da den første investeringsforening kom til eksistens, og at udvalgets udkast af 1965 var baseret på sådanne betragtninger. Som foran nævnt, har udvalget imidlertid i det seneste udkast forladt denne opfattelse af foreningernes struktur, idet der klart gives udtryk for, at de af medlemmerne gjorde indskud ejes af foreningen, og at foreningen søger opnået indtægter. Foreningerne er altså selskaber med begrænset ansvar og med selvstændig hæftelse for foreningens forpligtelser, jfr. herved fimalovens § 33.

Skulle man drage den konsekvens af den ændrede opfattelse af foreningernes struktur, at tilsyn er påkrævet, kunne man eventuelt

etablere en ordning svarende til den for banker gældende, nemlig at tilsynet udøves af bank- og sparekassetilsynet, og registreringsopgaverne varetages af aktieselskabs-registeret. Registeret må lægge overordentlig vægt på, at der forvaltningsmyndighederne imellem ikke finder nogen sammenblanding sted af de enkelte institutioners forvaltningsopgaver, hvilket ville blive tilfældet, såfremt aktieselskabs-registeret skulle påtage sig et tilsyn med investeringsforeningerne.

Hvis forslaget fastholdes i den nu foreliggende skikkelse, skal aktieselskabs-registeret i fortsættelse af registerets skrivelse af 12. august 1965 fremsætte følgende supplerende bemærkninger:

Registeret er enig i, at det næppe er heldigt i forslaget at optage regler, der kun er foreslået i aktielovkommissionens betænkning, jfr. mindretalsudtalelsen af 7. maj 1966. Om denne kommissions udkast på et eller andet tidspunkt vil blive fremmet, er uvist, hvorved bemærkes, at der for tiden på nordisk basis forhandles om ligelydende lovgivning, der ikke vil blive identisk med kommissionens forslag.

Dette mindretal har endvidere med understregning af, at det foreliggende udkast forekommer meget omfattende, rejst spørgsmål om at lette lovteksten ved at foretage en henvisning til de i den gældende aktielov indeholdte bestemmelser, der skal finde anvendelse på investeringsforeninger. Denne fremgangsmåde er i øvrigt anvendt i flertallets forslag om likvidation (§ 35, stk. 2). Såfremt en sådan udvej ikke møder lovtekniske indvendinger, vil det også efter registerets opfattelse være en hensigtsmæssig måde at forenkle udkastet på.

Axel Roelsen

/ Viggo Larsen

