

BANK-ARCHIV

Zeitschrift
für Bank- und Börsenwesen.

Bibliothek
der
Königsberger Handelshochschule

Herausgegeben von Geh. Justizrat Prof. Dr. Riesser, Berlin,
unter Mitwirkung von:

Geheim. Justizrat Dr. A. Braun, Meiningen; Geheim. Regierungsrat Professor Dr. Gustav Cohn, Göttingen; Ludwig Delbrück, M. d. H., Berlin; Handelskammersyndikus Geh. Justizrat Heinrich Dove, Berlin; Reichsgerichtsrat Dr. Düringer, Leipzig; Wirkl. Legationsrat Professor Dr. Helfferich, Berlin; Wirkl. Geh. Rat Dr. Franz Klein, Justizminister a. D., Wien; Professor Dr. Julius Landesberger, Wien; Geh. Oberregierungsrat Professor Dr. Lexis, Göttingen; Geh. Oberfinanzrat Dr. von Lumm, Mitglied des Reichsbank-Direktoriums, Berlin; Reichsgerichtsrat Dr. Neukamp, Leipzig; Staatsminister a. D. Jhr. Rochussen, Haag; Max Schinckel, Hamburg; Dr. Ernst Schuster, barrister-at-law, London; Justizrat Dr. Herman Veit Simon, Berlin; Professor Dr. Heinrich Waentig, Tokyo.

Schriftleitung:

Rechtsanwalt Otto Bernstein und Professor Dr. Carl Mollwo,
Geschäftsführer des Centralverbands des Deutschen Bank- und Bankiergewerbes,
Berlin NW 7, Dorotheenstr. 4.

Erscheint am 1. und 15
jedes Monats.

Preis 15 M. für den Jahr-
gang von 24 Heften

Zu beziehen durch alle
Buchhandlungen und die
Verlagshandlung.

Manuskripte sind an die
Redaktion (Berlin NW,
Dorotheenstr. 4, II) ein-
zusenden.

Inserate: viergespaltene
Petitzelle 40 Pf.
Anfragen u. Aufträge be-
liebenam gefälligst an die
Geschäftsstelle des Blat-
tes, Berlin W 35, Gen-
thiner Str. 38, zu richten.

Verlag von J. Guttentag, Verlagsbuchhandlung, G. m. b. H., Berlin W 35, Genthiner Strasse 38.

XI. Jahrgang.

Berlin, 15. Dezember 1911.

Nummer 6.

Inhalts-Verzeichnis.

Die Entwicklung der deutschen Hypothekenbanken seit Erlass
des Reichshypothekenbankgesetzes.
Von Geh. Staatsrat a. D. J. Budde, Berlin.
Ausländische Kommissionsgeschäfte.
Von Rechtsanwalt Dr. Rosenthal, Würzburg.
Gerichtliche Entscheidungen.

Aus der Bankpraxis des Auslandes
Aus der englischen Finanzierungspraxis.
Von Otto Heymann, Dr. phil., London.
Bücherbesprechungen.
Statistischer Teil.
Die Reichsbank im Monat November 1911.

Die Entwicklung der deutschen Hypotheken- banken seit Erlass des Reichshypotheken- bankgesetzes.

Von Geh. Staatsrat a. D. J. Budde, Berlin.

Am 1. Januar 1900 ist zugleich mit dem Bürgerlichen Gesetzbuche das Reichshypothekenbankgesetz in Kraft getreten. Die Einführung des Gesetzes bedeutet einen Markstein in der Geschichte der deutschen Hypothekenbanken. Bei seinem Erlass hatte sich der Gesetzgeber zum Ziele gesetzt, dem in den Hypothekenbanken angesammelten Sparkapitale eine möglichst vollkommene Sicherung zu beschaffen, einmal durch dem bürgerlichen Rechte angehörende Vorschriften, welche den Pfandbriefgläubigern ein unanfechtbares, durch Treuhänder gewahrtes Vorrecht an dem Hypothekenbestande der Banken einräumen, und zum anderen durch eine umfassende gesetzliche Ordnung und staatliche Kontrolle der Geschäftstätigkeit der Banken.

Auf den vom Gesetze gegebenen Grundlinien hat sich die Entwicklung der Hypothekenbanken im letztverflossenen Dezennium aufgebaut. Es soll versucht werden, die Ergebnisse dieser Entwicklung im folgenden in grossen Zügen nachzuweisen.

I.

Als das neue Gesetz in Kraft trat, bestanden 40 deutsche Hypothekenbanken, von denen die erste im Jahre 1862 gegründet worden war, die letzten zehn in dem letzten Dezennium des verflossenen Jahrhunderts¹⁾. Nur vierzehn

¹⁾ Vergl. Hecht: Die Statistik der deutschen Hypothekenbanken, ferner die Anlage I zu dem „Entwurf eines Hypothekenbankgesetzes“ (Nr. 106 der Reichstags-Drucksachen 1898/99).

von ihnen gehörten Preussen an, elf den süddeutschen Staaten, und der Rest verteilte sich auf Sachsen und die kleineren Staaten Norddeutschlands. Alle diese Banken waren Aktiengesellschaften, allen war gemeinsam, dass sie die Beleihung von Grundstücken als Hauptgeschäft betrieben, alle beschafften sich das zur hypothekarischen Anlage bestimmte Kapital durch Verkauf von Schuldverschreibungen, die auf Grund besonderer, vom Heimatstaate verliehenen Privilegien bei fast allen auf den Inhaber ausgegeben wurden. Nachdem die Gesetzgebung des Reichs die territoriale Schranke für Ausübung dieses Geschäftsbetriebes innerhalb des Reichsgebiets beseitigt hatte, waren sie fast sämtlich und auch die in den kleinsten Staaten beheimateten Banken über den Umfang lokaler Institute hinausgewachsen und suchten weitere unbegrenzte Entwicklung in der freien Konkurrenz unter sich und mit anderen Grundkreditinstituten. Das Reichshypothekenbankgesetz konnte sie alle zusammenfassen unter dem Begriff von Aktiengesellschaften, bei welchen der Gegenstand des Unternehmens in der hypothekarischen Beleihung von Grundstücken und der Ausgabe von Schuldverschreibungen auf Grund der erworbenen Hypotheken besteht, und leitete seine für sie geltenden Vorschriften mit der Bestimmung ein, dass fortan jede Hypothekenbank zur Ausübung ihres Geschäftsbetriebes der Konzession des Bundesrates bedürfe. Nur dann, wenn die Bank ihre hypothekarischen Beleihungen auf das Gebiet eines Einzelstaates beschränken wolle, solle dessen Konzession genügen.

Da ausdrücklich nach übereinstimmendem Ausspruche der gesetzgebenden Faktoren die Erteilung der Konzession von dem Nachweise eines Bedürfnisses abhängig gemacht wurde, so schuf das Gesetz von seinem Erlasse ab einen numerus clausus und für die darin aufgenommenen Hypothekenbanken eine Art gewerblichen Monopols.

In der Tat sind seit Erlass des Reichsgesetzes keine vollen Hypothekenbanken mehr erstanden, als Landeshypothekenbank nur ist die Hessische für das Grossherzogtum Hessen dem geschlossenen Kreise hinzugetreten. Dagegen sind mehrere von den seit Erlass des Gesetzes gezählten 40 Banken als solche erloschen, und die Gesamtzahl der Hypothekenbanken, welche den Vorschriften des Reichsgesetzes unterliegen, ist in der Gegenwart auf 36 zurückgegangen²⁾.

Die Entwicklung, welche die Hypothekenbanken in dem seit 1900 verflorbenen Jahrzehnt genommen haben, zeigt sich in folgenden Zahlen:

| | Aktienkapital | Reserven | Bestand an Hypotheken und Kommunal-Darlehen | Bestand der umlaufenden Obligationen |
|--------------|---------------|----------|---|--------------------------------------|
| | in 1000 Mark | | | |
| Anfang 1900: | 587 950 | 176 370 | 6 731 890 | 6 378 400 |
| Anfang 1910: | 780 501 | 323 265 | 10 707 099 | 10 189 064 |

Hiernach haben sich die Aktienkapitale der Hypothekenbanken in zehn Jahren um ca. 200 Millionen M., die Reserven um ca. 150 Millionen M., aber die im Geschäftsbetriebe ausgegebenen Darlehen einerseits und die ausgegebenen Obligationen andererseits um ca. 4 Milliarden M. vermehrt, und in Verhältniszahlen ausgedrückt: das Anlagekapital ist um $\frac{1}{3}$ gewachsen, die Reserven haben sich verdoppelt (sie betragen 41,3 pCt. in 1910 gegen 30 pCt. des Aktienkapitals in 1900), während die Masse des im Geschäftsbetriebe verwalteten Vermögens sich um $\frac{2}{3}$ gemehrt hat.

Trotz der bedeutenden Vermehrung des Geschäftsbetriebes ist der Geschäftsgewinn fast gleich geblieben. Für das Jahr 1899 wurde an Dividende durchschnittlich 8,08 pCt., für das Jahr 1909 ein geringes mehr, nämlich 8,45 pCt., verteilt. Berechnet man den Gewinn auf Aktienkapital und Reserven, was um so berechtigter ist, als die letzteren im grösseren Betrage von den Aktionären selbst mit dem Aufgelde nachbezogener Aktien eingezahlt sind, so ergibt sich ein regelmässiger Durchschnittsgewinn von ca. 6 pCt.

In diesen Zahlen kennzeichnet sich die Grösse der Entwicklung, welche die Hypothekenbanken im abgelaufenen Dezennium genommen haben. Zieht man die frühere Vergangenheit zum Vergleich heran, so ergibt sich folgendes: Im vorausgegangenen Dezennium hatte sich der Hypothekenbestand von 3058 auf 6732 und die Obligationenmasse von 2859 auf 6378 Millionen M. erhöht. Der absoluten Zahl nach war also die Entwicklung um ca. $1\frac{1}{2}$ Milliarden M. geringer, verhältnismässig aber war sie grösser: sie kam einer Verdoppelung des Geschäftsumfanges gleich. Der

Gewinn war sich auch hier fast gleich geblieben: im Jahre 1889 waren 7,56 pCt. Dividende ausgeschüttet worden gegen 8,08 pCt. im Jahre 1899.

Ungünstiger ist der Vergleich mit der Entwicklung der Kreditbanken. Bei den deutschen Kreditbanken haben sich in dem seit 1900 verflorbenen Dezennium das Aktienkapital von 1906 auf 2732 Millionen M., die Reserven von 374 auf 646 Millionen M. erhöht, das bei ihnen angelegte, in den Bilanzposten „Kreditoren“, „Depositen“ und „Akzente“ aufgeführte Kapital aber von 3951 auf 10 083 Millionen M.: also ein Wachsen des Geschäfts um mehr als das $1\frac{1}{2}$ fache gegenüber dem $\frac{2}{3}$ fachen bei den Hypothekenbanken. Zieht man aus diesen Vergleichen das Fazit, so ergibt sich, dass die Hypothekenbanken an dem Wirtschaftsfortschritte, der sich in dem erstaunlichen Wachstum des Bankwesens im allgemeinen zeigt, keinen vollen Anteil genommen haben. Um so günstiger wirkte für sie die Monopolvorschrift des Reichshypothekenbankgesetzes. Bei ihnen ein Rückgang der Zahl der Banken trotz fortdauernder Geschäftsentwicklung, während gleichzeitig die Menge der Kreditbanken von 116 auf 168, also um mehr als ein Drittel, gestiegen ist.

Der Anteil, den die einzelnen Hypothekenbanken an der Geschäftsvermehrung genommen haben, ist durchaus verschieden. Die über sie kurz nach dem Inkrafttreten des Reichshypothekenbankgesetzes hereingebrochene Katastrophe brachte für eine von ihnen, die „Deutsche Grundschuldbank“, die Liquidation und für drei, die Preussische, Pommersche und Mecklenburg-Strelitzsche Hypothekenbank, eine Reorganisation, die eine Reduktion des Pfandbrief- und Hypothekenkapitals und auf Jahre hinaus einen völligen Stillstand des Geschäfts mit sich führte. Erst jetzt haben die erstgenannten beiden Banken den früheren Geschäftsumfang wieder erreicht bzw. überschritten, während die Mecklenburg-Strelitzsche Hypothekenbank erst vor Jahresfrist den regelmässigen Betrieb wieder aufnehmen konnte. Einen Rückgang der Geschäfte weisen in neuerer Zeit ein süd-deutsches Institut, die Bayerische Bodeneredit-Anstalt in Würzburg, infolge besonderer Vorgänge in ihrer Verwaltung und einige kleinere, kaum in Betracht zu ziehende Banken auf, die grosse Zahl der Hypothekenbanken und besonders die grössten unter ihnen sind in stetigem Wachstum geblieben, viele der mittleren und kleineren haben ihren Geschäftsbetrieb in den Summen mehr wie verdoppelt.

Man wird, wenn man der Entwicklung der Hypothekenbanken im einzelnen nachgeht, wohl beachten müssen, dass durch das Reichsgesetz zwar ein einheitliches Recht für alle geschaffen ist, bestehende Ungleichheiten in der wirtschaftlichen Lage unter ihnen aber nicht zum Ausgleich gelangt sind. Es handelt sich vorzüglich um zwei Arten von Sonderrechten, deren Bestehen zur Unterscheidung verschiedener Kategorien von Hypothekenbanken führt.

An erster Stelle ist auch heute noch zu unterscheiden zwischen den reinen Hypothekenbanken, d. h. denjenigen, die lediglich nach Massgabe des Reichsgesetzes Geschäfte betreiben, und den gemischten, die auch anderen bankmässigen Geschäften als Hauptzweigen in ihrem Betriebe nachgehen. Von den vierzig Hypothekenbanken, die bei Erlass des Gesetzes bestanden, waren zehn gemischte und sechs sind noch unter den zurzeit bestehenden geblieben, von ihnen fünf in Süddeutschland³⁾. Zu diesen zählt die grösste deutsche Hypothekenbank, die Bayerische Hypotheken- und Wechselbank in München, mit einem Hypotheken- und Obligationenbestande von mehr als je 1 Milliarde M., welche nebenher ein umfassendes Kreditgeschäft als Hauptgeschäft betreibt.

³⁾ Nach der Statistik der Bayerischen Handelsbank sind unter den von ihr gezählten 38 Hypothekenbanken noch 10 gemischte. Sie rechnet denselben noch die beiden in Auflösung begriffenen und die kleinsten unter den Hypothekenbanken, die Königsberger Grundcreditbank und die Landwirtschaftliche Creditbank in Frankfurt hinzu. (Vgl. Anm. 2 oben.)

²⁾ So rechnet die Statistik der „Frankfurter Zeitung“ in Nummer 88 vom 29. Mai 1911, in der ein lokales Institut, die „Gründercreditbank in Königsberg“ (mit einem Hypothekenbestande von 6 Millionen M.) nicht, wohl aber die noch unbedeutendere „Landwirtschaftliche Kreditbank in Frankfurt“ (mit $3\frac{1}{2}$ Millionen M. Hypothekenbestand) mitgezählt ist. Die Statistik des „Deutschen Oekonomist“ in Nummer 1445 vom 10. September 1910 zählt unter Einrechnung beider vorgenannten Institute und der „Allgemeinen Deutschen Credit-Anstalt in Leipzig“, die ihre Hypotheken-Abteilung auflöst, 38 Hypothekenbanken. Zu derselben Zahl kommt die vom Archiv der Bayerischen Handelsbank jüngst herausgegebene Statistik der deutschen Bodenkreditinstitute, welche die „Hessische Landeshypothekenbank in Darmstadt“, die sie der staatlichen Garantie wegen zu den staatlichen Bodenkreditinstituten rechnet, ausschaltet, aber ausser der Allgemeinen Deutschen Credit-Anstalt auch die „Anhalt-Dessauische Landesbank“ (mit 2 Millionen M. Hypothekenbestand) noch mitrechnet. Lässt man alle hier ausdrücklich genannten Banken ausser Betracht, so verändert sich die Zahl der vollgeltenden deutschen Hypothekenbanken für die Gegenwart auf 34. — Die vorgedachten Statistiken können bei ihren verschiedenen Zählungen in ihren Ergebnissen nicht übereinkommen. Hier sind alle die Jahre 1909 und 1899 betreffenden Zahlenangaben der Statistik des „Deutschen Oekonomist“ vom 10. September 1910 entnommen.

Die Sonderrechte, welche den gemischten Hypothekenbanken kraft Gesetzes geblieben sind, scheinen ihnen zu besonderem Vorteile zu gereichen. Drei von ihnen gaben für 1910 die höchste Dividende mit 15, 13 und 11 pCt., und zwei mit je 9 pCt. Dividende wurden nur noch von drei reinen Hypothekenbanken übertroffen.

Ein anderes Sonderrecht bedeutet für die damit ausgestatteten Banken einen ausserordentlichen Vorzug. Die 1900 in Kraft getretene Reichsgesetzgebung hat den Hypothekenbanken nicht die erwartete Mündelsicherheit ihrer Obligationen für das Reichsgebiet verschafft, wohl aber zugelassen, dass die einzelstaatlich bewilligten Privilegien der Mündelsicherheit für die bezüglichen Staatsgebiete erhalten bleiben durften. Daraus resultiert für die Gegenwart, dass die Pfandbriefe süddeutscher und der meisten norddeutschen ausserpreussischen Hypothekenbanken staatlich als mündelsicher anerkannt sind, während die Pfandbriefe der preussischen Hypothekenbanken als nicht mündelsicher angesehen werden. Nun entfallen von 10 706 Millionen Pfandbriefen im Jahre 1910 auf elf Hypothekenbanken der drei süddeutschen Staaten 4156 Millionen und auf ebensoviel Hypothekenbanken der mittel- und kleineren deutschen Territorien 2168 Millionen, der Rest von 4381 Millionen auf die preussischen. Die grössere Hälfte der im Deutschen Reiche unlaufenden Hypothekenspfandbriefe gilt als mündelsicher, die kleinere von den preussischen Hypothekenbanken ausgegebene nicht. Diese äusserlich verschiedene Bewertung der Obligationen, die von den einen und anderen Hypothekenbanken vertrieben werden, ist um so merkwürdiger, als die zur Sicherung der Obligationen dienenden Hypotheken in freier Konkurrenz aller Banken in allen Staaten begeben werden und vorzüglich in Preussen, das seinen Instituten selbst Mündelsicherheit verweigert.

Bedeutung und Wirkung der Sonderberechtigungen treten schärfer hervor, wenn man die Geschäftsentwicklung der Banken im einzelnen näher verfolgt.

II.

Es sind zwei Geschäftszweige, die nach der gesetzlichen Begriffsbestimmung von den Hypothekenbanken hauptsächlich zu betreiben sind: das Pfandbriefgeschäft, mit dem sie die zu verwaltenden Kapitalien gewinnen, und das Hypothekengeschäft, in welchem sie dieselben anlegen. Alle anderen Bankgeschäfte sind den reinen Hypothekenbanken nach dem Gesetze entweder verboten oder nur innerhalb bestimmter Grenzen erlaubt, und diese Grenzen sind so eng gezogen, dass ihnen für den regulären Betrieb selbst der einfachsten bankmässigen Geschäftszweige, der Wechsel- und Depositengeschäfte, nur wenig Raum gelassen ist. So findet sich denn, dass Verpflichtungen aus Wechseln zu Beginn des Jahres 1910 nur bei den gemischten Hypothekenbanken im Betrage von ca. 103 Millionen M. bestanden und von den ca. 298 Millionen M. Depositengeldern, die bei den Banken hinterlegt waren, 287 Millionen M. auf gemischte Hypothekenbanken entfielen. Andere Verpflichtungen aus dem bankgeschäftlichen Betriebe (diverse Kreditoren) bestanden bei sämtlichen Hypothekenbanken nur im Betrage von 324 Millionen M. und hiervon hatten die gemischten einen Anteil von 258 Millionen M. Für die reinen Hypothekenbanken belief sich die gesamte Schuldsomme dritten Gläubigern gegenüber auf nicht mehr wie 77 Millionen M. (zum weitaus grössten Teile Verpflichtungen in laufender Rechnung oder aus vorübergehenden Geldentnahmen bei Bankhäusern) und demgegenüber eine Schuld in Pfandbriefen und Kommunalobligationen von fast 8 Milliarden M.! Die reinen Hypothekenbanken sind zugleich reine Pfandbriefbanken.

Welche Bedeutung hiernach für die Hypothekenbanken der Absatz ihrer Obligationen hat, liegt auf der Hand. Sie können ihren Geschäften nur soweit nachgehen, als ihnen

gelingt, Obligationen zu verkaufen; die Vermehrung des Pfandbriefumlaufs ist Voraussetzung ihres Wachstums; der Rückgang des Pfandbriefbestandes bringt den Geschäftsbetrieb zum Stillstand. Zwar will das Gesetz sie vor einem schadenbringenden Rückfluss ihrer Obligationen bewahren, dadurch, dass es ihnen grundsätzlich verboten hat, Obligationen auszugeben, die für ihre Gläubiger kündbar sind. Aber so sehr hat sich das gesetzliche Privileg mit der Zeit verkehrt, dass sich die Hypothekenbanken ausnahmslos im täglichen Verkehr bereit halten, alle ihnen zum Rückkauf angebotenen eigenen Obligationen wieder zurückzunehmen. Es ist zur börsenmässigen Gewohnheit geworden, dass die Hypothekenbanken den Kurs ihrer Pfandbriefe selbst regulieren, den Preis für den Wiederankauf bestimmen, wie für den Verkauf. Die Obligationen der Hypothekenbanken sind unter diesen Usancen zu täglich gehandelten Papieren geworden, für die sich zu den dauernd notierten Geldkursen regelmässig im Börsenverkehr Abnehmer finden, seien es dritte Käufer, seien es die Hypothekenbanken selbst als Wiederkäufer. Die Obligationen sind als Anlagewerte vom Kapitalisten gesucht wegen ihrer Sicherheit, ihrer auf Jahre hinaus vom Gläubiger zugesagten Unkündbarkeit und eben ihrer regelmässigen Wiederverkäuflichkeit; sie notieren zu Kursen, die untereinander nur wenig differenzieren und der Regel nach nur um ein Geringes unter dem Kurse mündelsicherer Werte, vorzüglich der Reichs- und Staatsschuldverschreibungen, bleiben, und folgen hierbei den Kurschwankungen, welche diese Papiere infolge der verschiedenartigen Bewegungen des Wirtschaftsmarktes erleiden. Bedeutungsvoll sind insbesondere die Bewegungen des allgemeinen Zinsfusses. Die Erhöhung der Zinsrate, die als Folge allgemeiner wirtschaftlicher Kreditanspannung in der letztvergangenen Zeit zu beobachten war, hat nicht allein eine erhebliche Ermässigung des Kursniveaus aller von den Hypothekenbanken früher ausgegebenen, mit weniger wie 4 pCt. verzinslichen Obligationen (nicht anders, wie bei den Reichs- und Staatsanleihen) mit sich gebracht, sondern auch bewirkt, dass in letzter Zeit nur noch 4 prozentige Obligationen ausgegeben werden konnten. Zugleich hat sich trotz neuer Emissionen infolge erheblichen Rückflusses die Masse der niedriger verzinslichen Werte stetig vermindert. Die Gesamtmasse der unter 4 pCt. verzinslichen Obligationen der Hypothekenbanken ist seit 1900 bis 1911 von 4137 auf 4107 Millionen M. zurückgegangen, während die Masse der mit 4 pCt. und mehr verzinslichen von 2182 auf 6599 Millionen M. gestiegen ist. Einen unvergleichlich hohen Anteil an den geringer als 4 pCt. verzinslichen Obligationen, nämlich 2457 Millionen, d. i. ca. $\frac{3}{5}$ der Gesamtmasse, besitzen die elf süddeutschen Hypothekenbanken, während ihr Anteil an den 4 prozentigen nur 1650 Millionen M., etwa $\frac{1}{4}$ der Gesamtmasse beträgt. Das bedeutet für ihren Jahresertrag eine wesentliche Zugabe, die sie wohl hauptsächlich dem Privileg der Mündelsicherheit ihrer Pfandbriefe zu danken haben.

Der Verkauf der Obligationen der Hypothekenbanken vollzieht sich an und ausser der Börse zumeist durch Vermittlung von Banken und Bankiers. Bei der Gebundenheit ihres Geschäftsbetriebes würde es für die Hypothekenbanken gänzlich unlohnend sein, ausserhalb der Geschäftsräume Geld- und Wechselstuben zum Verkehr mit der kapitalanlagesuchenden Bevölkerung aufzumachen. Nur die süddeutschen gemischten Hypothekenbanken können infolge ihrer erweiterten Geschäftsbetriebe durch vielverzweigte Filialen unmittelbar an ihre Pfandbriefkäufer herantreten. Bei den reinen Hypothekenbanken ist der unmittelbare Verkauf an Abnehmer gering, der Verkauf durch Banken und Bankiers Regel. Je mehr und je besser eine Hypothekenbank bei diesen eingeführt ist, aus alter Ueberlieferung, aus Vertrauen, durch die Höhe der gezahlten Vergütungen,

um so grösseren Vorteil wird sie aus deren Mitwirkung ziehen⁴⁾. Hängt der Absatz von Pfandbriefen in der Gesamtsumme von der allgemeinen Marktlage ab, so ist der Anteil der einzelnen Hypothekenbanken an dem Gesamtabsatze abhängig von dem Können und Willen ihrer Bankverbindungen. Hierbei zeigt die in dem letzten Dezennium hervorgetretene Konzentration im Bankwesen auch ihre Wirkung auf die Hypothekenbanken. Mehr und mehr suchen die reinen Hypothekenbanken Angliederung an die grossen Kreditbanken, in deren gewaltigen Klientelen ihre Aktien und Obligationen Aufnahme finden. Vertreter der mit ihnen liierten Grossbanken sind in ihren Aufsichtsräten; die einzelne Hypothekenbank gehört zu diesem oder jenem Konzern der Grossbanken; die betreffende Grossbank hat massgebenden Einfluss auf die Leitung der mit ihr verbundenen Hypothekenbank und entscheidet über Besetzung der Vorstandsstellen. Inwieweit diese noch nicht abgeschlossene Entwicklung eine weitere Vermehrung des Machtbereichs der Grossbanken bedeutet, kommt hier nicht in Frage; jedenfalls trägt sie wesentlich dazu bei, die Hypothekenbanken selbst nach innen und aussen hin zu fundieren. Es ist wohl zu beachten, dass die Katastrophe in dem ersten Jahre nach Inkrafttreten des Reichsgesetzes nur solche Hypothekenbanken betroffen hat, die bis dahin in voller Selbständigkeit bestanden und keiner grösseren Kreditbank Einfluss auf ihre Verwaltung gewährt hatten.

III.

Die durch den Verkauf von Pfandbriefen gewonnenen Mittel sollen nach dem Gesetze in Hypotheken, die durch den Verkauf von Kommunalobligationen gewonnenen in Kommunaldarlehen angelegt werden. Das Gesetz lässt eine andere Anlage für die nicht zur Deckung der Obligationen unmittelbar erforderlichen Kapitalien, insbesondere der Bestände von Aktienkapital und Reserven, zwar zu, aber nur nach bestimmten Vorschriften, für welche der Wille des Gesetzgebers, den Pfandbriefgläubigern möglichste Sicherung zu verschaffen, massgebend war. In welchem Umfange diese Vorschriften bei den reinen Hypothekenbanken durchgeführt sind — und diese allein können hier in Betracht kommen —, beweisen die schon im vorstehenden und die nachfolgend gebrachten Zahlen.

Die Bilanzen der Banken für das Jahr 1909 liessen feststellen, dass bei ihnen nur 393 Millionen M. nicht unmittelbar im Hypotheken- und Kommunaldarlehens-Geschäft investiert waren. Hiervon waren in bar, in Reichs- und Staats-Schuldverschreibungen, Wechseln und Bankguthaben 281 Millionen M. angelegt, bestanden 33 Millionen in eigenen Pfandbriefen und 20 Millionen M. im Werte der eigenen Bankgebäude. Nur 59 Millionen M. wurden in Lombard-Darlehen und diversen Debitoren nachgewiesen, und 1 620 000 M. ist der Gesamtwert der im Geschäftsbetriebe übernommenen Grundstücke. Danach kann bei den reinen Hypothekenbanken von bankmässigem Betriebe der Neben-

⁴⁾ Es ist selbstverständlich, dass die Verkaufsvermittlung durch besondere Vergütung von den Hypothekenbanken abgegolten werden muss. Diese Vergütung kann in verschiedenen Formen gewährt werden: durch Zahlung prozentualer Bonifikationen, die nach dem jeweiligen Verkaufsinteresse abgestuft sind, durch Preisnachlass für den zeichnenden Vermittler bei Neu-Emissionen, durch gewisse Begünstigungen bei der Entrichtung der Kaufpreise oder durch andere besondere Vorteile, wie sie eine dauernd bestehende Geschäftsverbindung möglich macht. Ein klares Bild über die Höhe der von den einzelnen Hypothekenbanken gewährten Vergütungen ist daher kaum zu gewinnen; die natürliche Grenze wird durch das wirtschaftliche Interesse gezogen, beim Pfandbriefvertriebe keine uneinbringlichen Verluste zu erleiden. Im abgelaufenen Dezennium sind wiederholt Versuche gemacht worden, über die Höhe der zu gewährenden Vergütungen eine Vereinbarung unter den Hypothekenbanken zu erzielen; sie mussten aber Unmöglichkeit scheitern, bei ihrer Verschiedenheit ein zwingendes Gleichmass für ihre Bemessung zu finden.

geschäfte, auch soweit sie nach dem Gesetze erlaubt sind, kaum geredet werden. Bei allen anderen Anlagen ausser Hypotheken und Kommunaldarlehen handelt es sich offensichtlich nur um vorübergehendes Unterbringen verfügbaren Geldes, und selbst das im weiteren Rahmen gesetzlich erlaubte Lombard- und Konto-Korrent-Geschäft wird nur in dem geringen Umfange betrieben, den einerseits die vorübergehende Geldanlage und andererseits der Verkehr mit den Pfandbriefabnehmern mit sich bringen. Das gesamte regelmässige Anlagegeschäft der reinen Hypothekenbanken konzentriert sich auf das ihnen im Gesetze zugewiesene Grundstücks- und Kommunal-Kreditgeschäft, und es ist von Bedeutung, festzustellen, dass sich in keinem anderen Geschäftszweige irgend welches Risiko für sie ergeben kann. Gegenüber den schon oben ermittelten insgesamt 77 Millionen M. Verpflichtungen aus den Nebengeschäften hatten die reinen Hypothekenbanken 281 Millionen sofort flüssiger Mittel, wovon 27 Millionen bar, 134 Millionen Reichs- und Staatsanleihen und 84 Millionen M. Bankguthaben.

Aus dem Anlagegeschäfte sondert sich als besonderer Geschäftszweig das Kommunal-Darlehensgeschäft ab.

Dasselbe hat sich zwar seit einem Dezennium in der Summe etwa verdreifacht, begreift aber immer noch zu Beginn des Jahres 1910 nur 384 Millionen M. Nur sechzehn Banken befassen sich damit, und von diesen besitzen zwei, die Preussische Central-Boden-Credit-Bank und die Preussische Pfandbrief-Bank für sich allein mehr als die Hälfte des gesamten Darlehensbestandes. Bedenkt man dagegen, dass die Summe der von den Kommunen direkt zu dem Zwecke der Geldaufnahme ausgegebenen Obligationen seit dem Jahre 1900 von 3444 Millionen auf 9393 Millionen M. gestiegen ist, so muss das Kommunal-Kredit-Geschäft der Hypothekenbanken seinem Umfange nach wirtschaftlich als wenig bedeutend erscheinen.

Die hierfür massgebenden Gründe sind nicht weit zu suchen. Die Hypothekenbanken waren nicht in der Lage, den Gemeinden billigeres Geld anzubieten, als sie es sich selbst auf dem allgemeinen Geldmarkte durch Ausgabe von Obligationen mit Hilfe der Kreditbanken verschaffen konnten. Solange sie nur 4 prozentige Obligationen an den Markt bringen können, müssen sie, um nicht selbst Verluste zu erleiden, für ihre an Gemeinden gewährten Darlehen mehr wie 4 pCt. verlangen. Hierzu kommt, dass der Kursaufschlag, mit dem sie ihre landesgesetzlich mündelsicheren Kommunalobligationen verkaufen, nicht mehr die fortdauernd wachsenden, insbesondere durch neue Stempelabgaben vermehrten Anschaffungs- und Ausgabekosten der Obligationen ausgleicht, so dass auch hierfür von den darlehenssuchenden Gemeinden Ersatz gefordert werden muss, sofern die Banken nicht selbst Verluste erleiden wollen. Gegenüber solchen Ansprüchen bietet sich auch kleineren Gemeinden, die ihren in der Summe geringen Geldbedarf nicht durch Ausgabe eigener Obligationen befriedigen wollen oder können, Gelegenheit, bei staatlichen, provinziellen und genossenschaftlichen Instituten oder Privatfonds billigeres Geld zu erhalten⁵⁾, und so ist weder auf seiten der kommunalen Verwaltungen noch der Hypothekenbanken ein lebhaftes Bedürfnis, geschweige denn ein vitales Interesse nach Belegung und weiterer Entwicklung des Kommunal-Darlehensgeschäfts vorhanden, in dem beide Teile kaum ihre Rechnung finden. Bei diesen tatsächlichen Verhältnissen ist nicht zu verwundern, dass die durch Verhandlungen zwischen den deutschen Städtevertretungen und Hypothekenbankverwaltungen angeregten Versuche, im Wege grundsätzlicher Vereinbarung die Hypothekenbanken in weiterem

⁵⁾ Nach der von der Bayrischen Handelsbank herausgegebenen Statistik hatten im Jahre 1909 die staatlichen und provinziellen Bodenkreditinstitute 805 Millionen M. Darlehen, und zwar 41,5 pCt. ihres gesamten Darlehensbestandes, an Kommunen begeben.

Umfange zu Kreditgebern für den kommunalen Geldbedarf zu engagieren, resultatlos verlaufen sind. Ob die Gründung einer besonderen Kommunal-Darlehensbank den Zweck, den Gemeinden vermehrte und billigere Gelegenheit zur Geldbeschaffung zu gewähren, erfüllen kann und zu einer weiteren Einschränkung des Kommunal-Darlehensgeschäftes der Hypothekenbanken führen wird, muss die Zukunft lehren.

Das reine Hypothekengeschäft der Hypothekenbanken umfasste Ende 1909 einen Bestand von 10 138 Millionen Deckungs- und 185 Millionen M. freien Hypotheken⁶⁾ gegenüber 9835 Millionen M. Pfandbriefschuld. Von der Ertragsfähigkeit und dem Werte dieser Hypothekenmasse hängt die Sicherheit der Pfandbriefgläubiger in Zins und Kapital, hängt die Sicherheit der Banken ab. Nach dieser Richtung hin hat das Reichshypothekenbankgesetz am schärfsten seine Wirkungen im abgelaufenen Dezennium gezeigt. Das Gesetz verlangt, dass die dem Treuhänder zur Deckung von Pfandbriefen übergebenen Hypotheken der Regel nach nur an dauernd ertragsfähigen Grundstücken und innerhalb 60 pCt. ihrer Verkaufswerte bestellt sein müssen, und lässt nur in beschränkter Zahl Hypotheken an Bauplätzen und unfertigen Neubauten als Deckungshypotheken zu. Bei Durchführung dieser Vorschriften mussten vier Hypothekenbanken, welche durch Beleihung unbebauter und spekulativer Bebauung überlassener Grundstücke mit ihrem Vermögen in ausgedehnter Masse an Terrainunternehmungen beteiligt waren, zusammenbrechen. Durch die vom Gesetzgeber verordnete Kontrolle wurde die geschäftliche Lage dieser Banken aufgedeckt und den durch buchmässige Schiebungen, durch Scheinverkäufe unter den mit ihnen zu einem Konzern vereinigten Terraingesellschaften und durch Neukreditierungen auf Grund geschraubter Taxen fortdauernd prolongierten Spekulationen Einhalt getan. Als Folge ergab sich einmal ihre Zahlungsunfähigkeit, weil der reelle Zinseingang der Hypotheken für Zahlung der Pfandbriefschulden nicht mehr Deckung gewährte, und zum anderen ihre Ueberschuldung, weil die auf ertraglose Grundstücke, spekulative Neubauten und industrielle Unternehmungen gewährten Hypotheken die reellen Werte der Pfandgrundstücke überstiegen. Von den vier Banken kam eine zur Liquidation, die bei den andern eingeleiteten Reorganisationen, welche auf Grund der wirklichen Erträge und der wirklichen Werte der Hypothekenanlagen durchgeführt wurden, führten zu ihrer völligen Gesundung, zwar unter schweren Verlusten für ihre Aktionäre, indes unter Schadloshaltung der Pfandbriefgläubiger, soweit sie an dem Besitze der Obligationen festgehalten und sich an den Reorganisationen beteiligt hatten. So bedeutungsvoll dieser im Endergebnisse günstige Ausgang einer Krise war, die zu Beginn des Jahrzehnts den ganzen Hypothekenmarkt zu erschüttern drohte, wichtiger für die Gesamtheit der Hypothekenbanken ist die Feststellung, dass unter der Herrschaft des Reichshypothekenbankgesetzes die Tresore aller Banken möglichst von Hypotheken reingehalten werden, für welche andere als dauernd ertragsfähige Grundstücke haften. Nach den Geschäftsberichten für das Jahr 1909 haben dreizehn Banken unter ihren Deckungshypotheken gar keine Hypotheken an ertraglosen Grundstücken, Bauplätzen oder unfertigen Bauten. Die Summe aller derartigen Hypotheken in den Treuhändertresoren der übrigen Banken beläuft sich auf noch nicht 69 Millionen M., wovon 35 Millionen M. auf die fünf süddeutschen gemischten Hypothekenbanken entfallen. Berücksichtigt man, dass unter den für die reinen Hypothekenbanken verbleibenden 34 Millionen Mark Bauplatzhypotheken noch 13 Millionen M. Restbestand

der auf ihren wirklichen Wert heruntergeschriebenen Terrainhypotheken der an der Krise des Jahres 1901 beteiligten Banken waren, so ergibt sich bei der Geringfügigkeit des verbleibenden Betrages von 21 Millionen M. als Resultat, dass eine Gefährdung der Sicherheit des Pfandbriefkapitals infolge Beleihung ertragloser Grundstücke nicht mehr eintreten kann, eine Katastrophe wie zu Beginn dieses Jahrhunderts bei den Hypothekenbanken fernerhin ausgeschlossen ist.

Das Baugeldgeschäft wird, wie diese Zahlen beweisen, von den Hypothekenbanken, soweit sie überhaupt daran teilnehmen, fast allein mit freiem, nicht zur Deckung von Pfandbriefen angelegtem Gelde betrieben. Der Bestand der freien Hypotheken betrug zu Anfang des Jahres 1910 185 Millionen M. Ueber diesen Bestand wird von den Hypothekenbanken eine genaue Auskunft nicht gegeben; es lässt sich aber aus den Berichten ersehen, dass er nur zum kleinsten Teile aus Bauplatzhypotheken, zu einem erheblicheren Teile aus voll gezahlten Hypotheken bestand, die aus irgend welchen geschäftlichen Rücksichten, mit oder ohne gesetzlichen Zwang, dauernd oder nur vorübergehend abseits vom Pfandbrieffresore zur freien Verfügung gehalten werden. Der grössere Teil (man kann ihn wohl auf 100 Millionen M. veranschlagen) sind Hypotheken, die noch nicht voll gezahlt sind und nach den bestehenden Vereinbarungen in Raten je nach dem Fortschreiten der auf den Pfandgrundstücken zu errichtenden Neubauten gezahlt werden sollen. Die grosse Mehrzahl der Hypothekenbanken gewährt diese sogenannten Baugelder lediglich à conto festvereinbarter dauernder Beleihungen der Neubauten, und zwar erst nach Beginn des Baues, vielfach erst nach Vollendung des Rohbaues. Ein reines Baugeldgeschäft, bei welchem die Rückzahlung der Baugeldhypothek mit Vollendung des Baues bedingt wird und die Baugeldsummen in einem Jahre mehrfach zum Umsatz kommen können, betreiben in nennenswertem Umfange nur wenige Hypothekenbanken, und der grösste Bestand an solchen freien Hypotheken, der von einer zu diesen gehörenden Banken nachgewiesen wird, beträgt 11½ Millionen M.⁷⁾

Das wirtschaftlich bedeutsame Ergebnis dieser Untersuchung ist hiernach dahin zu bezeichnen: An dem Handel mit ertraglosem Bauterrain, an der städtischen Bodenspekulation sind die Banken gar nicht, auch nicht durch Hergabe von Leihkapital beteiligt. Ihr Beleihungsgeschäft setzt (abgesehen von geringfügigen, als vorübergehende Geld-Anlage gewährten Lombard-Darlehen) frühestens dann ein, wenn das unbebaute Grundstück zur Bebauung kommt, und die der Regel nach als feste Hypotheken auf längere Zeit gewährten Darlehen werden nicht nach spekulativen Grundstückswerten, sondern nach den erfahrungsmässig als sicher zu erwartenden Erträgen der fertigen Bauten bemessen. Während das Gesetz den Hypothekenbanken gestatten würde, annähernd 400 Millionen M. allein an Deckungshypotheken in Beleihungen von Bauplätzen und Neubauten anzulegen, besitzen sie unter den Deckungs- und freien Hypotheken an solchen überhaupt längst nicht die hälftige Summe, und die grosse Masse dieses Bestandes sind noch nicht voll gezahlte feste Hypotheken. Dies von den Hypothekenbanken betriebene Baugeldgeschäft, welches seinem Wesen nach nur in Vorschusszahlungen auf die für fertige Neubauten versprochenen Hypotheken besteht, ist wirtschaftlich gesund und für den Grundkredit kaum entbehrlich. In dem Fortbetriebe desselben sehen sich die Hypothekenbanken durch die noch nicht in Kraft getretenen Vorschriften des zweiten Teiles des Reichsgesetzes zum Schutze der Bau-

⁶⁾ Die Statistik des „Deutschen Oekonomist“ enthält hier ein Versehen, indem sie bei der „Braunschweig-Hannoverschen Hypothekenbank“ 33 Millionen M. als Amortisationshypotheken bezeichnete Deckungs-Hypotheken den freien Hypotheken zuzählt und infolgedessen irrtümlich die Gesamtsumme der letzteren auf 218 Millionen M. berechnet.

⁷⁾ Es ist dies der von der „Mecklenburgischen Hypotheken- und Wechselbank“ aufgeführte Betrag der freien Hypotheken, den man wohl in seiner ganzen Höhe als Baugeld wird ansprechen können.

gläubiger bedroht. Wenn nicht eine andere Organisation des Baugeschäfts Abhilfe auf der Grundlage der ausnahmsweise in dem Gesetze zugelassenen Sicherheitsleistung für die Forderungen der Bauhandwerker bringen würde, so würden durch dessen Vorschriften die Vorauszahlungen auf Hypotheken derart erschwert und verteuert werden, dass die Hypothekenbanken voraussichtlich zumeist darauf verzichten müssten.

IV.

Mit einer Ueberdeckung von 300 Millionen M. gegenüber 200 Millionen M. vor zehn Jahren ist das Kapital der Pfandbriefgläubiger durch feste, nach den Vorschriften des Reichsgesetzes ausgeliehene, durch staatlich bestellte Treuhänder verwahrte Hypotheken gesichert. Auf Beschaffung und Erhaltung des gesicherten Hypothekenbestandes konzentriert sich vornehmlich die Verwaltungstätigkeit der Hypothekenbanken, und auf Kontrolle dieser Sicherheit war in der Hauptsache das Interesse der Oeffentlichkeit an den Hypothekenbanken in der abgelaufenen Zeitperiode gerichtet.

Die Vorschriften des Reichshypothekbankgesetzes legen den Banken auf, über ihren Hypothekenbestand, sei es in den Bilanzen oder in den Geschäftsberichten, spezielle Mitteilungen zu machen, welche nach den Motiven des Gesetzes bedeutsam sind, weil sie „einen Teil der für die Beurteilung ihrer Vermögenslage und ihres Geschäftsbetriebes besonders wichtigen Angaben“ bilden. Das Gesetz verlangt nur summarische Mitteilungen, im besonderen über Höhe und Art der Hypotheken, über Zahl der Zwangsversteigerungen und Zwangsverwaltungen, über erlittene Verluste infolge von Zwangsversteigerungen und über Rückstände an Hypotheken und Hypothekenzinsen. Die öffentliche Meinung geht in ihren Ansprüchen weiter und fordert von den Banken speziellere Auskünfte zur Beurteilung des zeitigen Werts ihrer Hypothekenbestände. Auch diesen Anforderungen wird nach Möglichkeit entsprochen, und die Mitteilungen über die Hypothekenbestände nehmen in den Geschäftsberichten einen immer grösseren Raum ein. Bei fast allen Banken wird in besonderen Rubriken neben den Resultaten der Zwangsversteigerungen noch über die Ergebnisse freihändiger Verkäufe von beliebigen Grundstücken gehandelt, um einen Anhalt dafür zu bieten, in welchem Verhältnisse der Hypothekenbestand zu dem Werte der verpfändeten Grundstücke steht. Es ist in der Tat ein ausserordentlich günstiges Zeichen von der fortschreitend zunehmenden Befestigung der Hypothekwerte, dass bei keiner von den dreissig Banken, welche diese Ergebnisse für das Jahr 1909 berichtet haben, der Wert der Hypothekmasse auf den verkauften Grundstücken mehr wie 64 pCt. der Grundstückspreise betragen hat, bei zweiundzwanzig von ihnen unter 60 pCt., der gesetzlich vorgeschriebenen Beleihungsgrenze, geblieben und bei einer der ältesten reinen Hypothekenbanken sogar auf 44 pCt. der Kaufpreise gesunken ist. In dieser Statistik spiegelt sich die günstige Entwicklung unserer Volkswirtschaft wider, die in regelmässigem Verlaufe für alle Einzelwirtschaften eine fortwährende Steigerung der Grundstückspreise mit sich geführt hat. Dadurch hat sich naturgemäss im ganzen fortdauernd die Sicherheit der Hypothekenbestände erhöht, und zwar für die einzelnen Banken um so mehr, je grösser ihre alten Bestände sind, und je weiter sie mit ihren Beleihungen in die Vergangenheit zurückreichen.

Als bedeutsamer und wirkungsvoller, wie die über Veröffentlichung der Geschäftsergebnisse gegebenen Vorschriften des Gesetzes, haben sich in der Berichtsperiode die Vorschriften über die staatliche Beaufsichtigung der Hypothekenbanken gezeigt. Die Staatsaufsicht erwies ihre Macht und ihren Nutzen besonders bei dem Eintreten der in ihrem Verlaufe schon geschilderten Krise zu Anfang des Dezzenniums.

War es ihr Werk, dass die Fehler der Verwaltung bei den betroffenen Banken noch zu guter Zeit aufgedeckt wurden, so ist ihr noch mehr zu danken, dass durch ihr Mitwirken und durch Einsetzen ihrer Autorität die Reorganisation der Banken durchgeführt und eine weitere schadenbringende Erschütterung des gesamten Hypotheken- und Pfandbriefmarktes verhütet wurde. Seitdem sind in den einzelnen Staaten, immer mehr unter gegenseitiger Verständigung der Aufsichtsbehörden, eine Reihe von Einrichtungen und Massregeln getroffen worden, welche die gesetzliche Aufsicht zu einer dauernden, bis ins einzelne hinein wirkungsvollen Kontrolle des gesamten Geschäftsbetriebes ausgestaltet haben. Regelmässige und ausserordentliche Revisionen durch allgemein dazu bestellte Beamte (Bankinspektoren) in dem einen, durch besonders für jede Bank eingesetzte Staatskommissare in dem andern Staate und regelmässige über einzelne Geschäftszweige zu erstattende Berichte seitens der Banken selbst ermöglichen und sichern für die Aufsichtsbehörde eine gleichmässig fortdauernde Kontrolle. Insbesondere gilt dieselbe dem Hauptgeschäfte der Hypothekenbanken, eben der Anlage ihrer Geschäftskapitalien in Hypotheken. Und das, was die Oeffentlichkeit in unerfüllbarem Masse für sich fordert: eine vollständige Einsicht in den Hypothekenbestand, welche für jede neue wie für jede durch Zwangs- oder freihändigen Grundstücksverkauf berührte ältere Hypothek das Verhältnis zwischen der Beleihungshöhe und dem Grundstückswerte darlegt, wird der Aufsichtsbehörde in fortlaufenden Berichten auf das vollkommenste gewährt. Bei der im Laufe der Jahre immer intensiveren Ausgestaltung der Staatsaufsicht, für welche lediglich die allgemeinen Vorschriften des Reichsgesetzes als gesetzliche Grundlage dienen, werden freilich die Mängel dieser Institution: fehlende Einheitlichkeit und Gleichmässigkeit der Aufsicht in den verschiedenen staatlichen Territorien, fehlende Zusammenfassung und Veröffentlichung der Aufsichtsergebnisse, Fehlen eines verwaltungsrechtlichen Verfahrens und einer autoritativen Instanz, insbesondere in Fällen der Beschwerde gegen die Aufsicht, immer fühlbarer, und die Entwicklung drängt auf Einrichtung eines Reichsaufsichtsamts, wie es für Versicherungsanstalten bereits seit Jahren besteht.

Dieser Bewegung entspricht ein wachsendes Bedürfnis der Hypothekenbanken nach Zusammenschluss unter sich. Aus den zu Beginn des Dezzenniums, zur Zeit der mehrbesprochenen Krisis, unter Leitung der Aufsichtsbehörde gepflogenen gemeinsamen Verhandlungen ist ein permanenter Ausschuss der Hypothekenbanken als besondere Abteilung des Centralverbands des Deutschen Bank- und Bankiergewerbes hervorgegangen, der bei Einholung von Gutachten zu gesetzgeberischen und wirtschaftlichen Fragen den Behörden und Dritten als Vertretung der Hypothekenbanken gilt. Sind auch die weiter eingeleiteten Bestrebungen zur Festsetzung gemeinsamer Geschäftsgebräuche bisher gescheitert, so sind doch die geschäftlichen Beziehungen unter den einzelnen Banken nach und nach enger geknüpft worden. Das zeigt sich namentlich im Zahlungsverkehre der Banken untereinander, bei welchem allgemein die bankmässige Ueberweisung der Geldsummen nach vorheriger Ueberlassung der berechtigenden Dokumente zu treuen Händen an die Stelle barer Zahlungen und Aushändigung der Dokumente Zug um Zug getreten ist. Hierdurch hat die vor wenigen Jahren bei der Reichsbank zur Beseitigung der baren Geldsendungen eingerichtete besondere Verrechnungsstelle, soweit es die Hypothekenbanken betrifft, ihre Bedeutung verloren. Das neu begonnene Dezzennium wird lehren, ob die immer schärfer hervortretende Solidarität der Interessen und die schon hervorgehobene Anlehnung der Hypothekenbanken an die grossen Kreditbanken, wie bei diesen selbst, zu engerem Zusammenschluss aller oder einzelner Banken in besonderen Konzernen führen wird.

V.

Die Entwicklung, welche das Hypothekenbankwesen seit Erlass des Reichsgesetzes genommen hat, trägt in ihrem ganzen Verlaufe das Gepräge einer fortdauernden Konsolidierung. Das Gesetz selbst proklamierte bei seinem Erlasse als seinen vornehmsten Zweck den Schutz des in den Pfandbriefen angelegten Kapitals vor Gefährdung, wogegen das Interesse des die Banken zur Befriedigung seines Kreditbedürfnisses in Anspruch nehmenden Grundbesitzes nur als nebensächlich in Betracht gezogen wurde. Dieser Tendenz des Gesetzgebers entsprechend war die gesamte Entwicklung der Banken allein darauf gerichtet, dem Sparkapitale der Bevölkerung in ihren Obligationen eine über allen Zweifel sichere Anlage zu gewähren. Auch in den öffentlichen Besprechungen, in der gesamten die Hypothekenbanken betreffenden Literatur des abgelaufenen Dezenniums wird diese Aufgabe der Banken fast ausschliesslich gewürdigt. Wie sehr die öffentliche Meinung sich gewöhnt hat, die Hypothekenbanken lediglich als Sammler und Verwalter des Vermögens ihrer Obligationsgläubiger anzusehen, geht auch daraus hervor, dass man ihnen in der neuen Finanzgesetzgebung des Reichs in der Form von Talonsteuern solche Steuern zu zahlen aufgegeben hat, welche die Pfandbriefgläubiger als Kapitalbesitzer treffen sollten. Die Kapitalsteuer wurde dadurch zu einer Geschäftssteuer und teilte das Schicksal aller dem Verkehre aufgelegten Abgaben, dass sie auf die schwächsten Schultern abgewälzt wurde. Hier sind es die geldbedürftigen Schuldner, welche die Steuer ganz oder doch zum grössten Teile tragen müssen; sie hat zu einer Verteuerung des Grundkredites geführt.

Nun sind aber die Hypothekenbanken hervorgegangen aus dem wirtschaftlichen Bedürfnisse, dem Grundsbesitz, vorzüglich dem städtischen, billigen Kredit zu verschaffen. Diesem Zwecke sollten sie an erster Stelle dienen, und ihn haben sie in der Tat in den verflossenen Dezennien des Aufschwungs unserer nationalen Wirtschaft, soweit sie als Privat-Institute dazu instande waren, erfüllt. Die Verzinsung, welche sie heute für ihre Hypothekendarlehen erhalten, beträgt einschliesslich aller Nebenvergütungen an Provisionen, Kosten usw. nur 4,20 pCt., während sie durchschnittlich 3,73 pCt. Zins für ihre Obligationen zahlen müssen, ungerechnet Stempel, Steuern und Vertriebskosten. Der mässige Gewinn, den sie bei Hergabe der Darlehen nehmen, würde im Einzelfalle kaum einen Ersatz für die Mühewaltung und Kosten bieten, welche die Verwaltung der Hypothek dem Gläubiger auferlegt. In welchem Umfange aber sie dem Grundbesitz alljährlich Kapital zur Verfügung halten, zeigt sich in der jährlich ca. $\frac{1}{2}$ Milliarde betragenden Steigerung ihrer Pfandbriefschuld.

Was sie so im Interesse des Grundbesitzes und vorzüglich für den Städtebau leisten, wird freilich heute kaum mehr gewürdigt. Denn neben ihnen sind viele Geldgeber erwachsen, die in der Summe mehr und im einzelnen wirksamer dem Grundbesitze Kredit gewähren können, wie sie selbst. Die Sparkassen, denen billig verzinsliches Geld in den Spareinlagen kleiner Leute in von Jahr zu Jahr wachsenden Summen zufließt, die privaten Versicherungsanstalten, welche für ihre grossen, mässigen Ertrag heischenden Fonds sichere Anlage suchen, haben in kürzerer Zeit als die Hypothekenbanken ein auf mehr als 10 Milliarden M. angewachsenes Kapital in Hypotheken angelegt⁸⁾. Dazu kommen als billige Geldgeber die grossen Fonds der öffentlichen Versicherungsanstalten, staatliche, provinzielle und kommunale Institute⁹⁾ und endlich nicht am wenigsten ausländische Gesellschaften, die bei niedrigem Zinsfusse im eigenen Lande, des besseren Zinsgewinns wegen für ihr Geschäftskapital hier sichere An-

lage suchen. Von dem gesamten Kreditbedarf des städtischen Grundbesitzes, den man für das Jahr mit $1\frac{1}{2}$ Milliarden M. wohl nicht zu hoch beziffern wird, fällt den Hypothekenbanken nur noch $\frac{1}{3}$ zu. Ebensovienig wie ihre aus dem Pfandbriefverkaufe gewonnenen Mittel in der Summe für den Grundkreditbedarf zureichen, kann im einzelnen die von ihnen bewilligte Hypothek zur Befriedigung des Kreditbedürfnisses städtischer Hausbesitzer genügen. Die Entwicklung unserer Volkswirtschaft hat in beträchtlichem Umfange, besonders in den Grossstädten, aus den Wohnstätten gewerbliche Betriebsstätten gemacht und die Häuser zum Gegenstande gewerblichen Verkehrs. Sie werden wie eine Ware zum Gewinn, sei es durch Nutzung, sei es durch Weiterverkauf, gehandelt. Der Reichsgesetzgeber hat anscheinend dieser Entwicklung Rechnung tragen wollen, als er, die Verkäuflichkeit der Grundstücke voraussetzend, bestimmte, dass ihr Beleihungswert nach ihrem Verkaufswerte festgesetzt werden solle, dabei freilich zugleich verordnete, dass dieser Wert nach dem dauernd gesicherten Ertrage bemessen werden müsse. Dem Verlangen der Aufsichtsbehörden entsprechend und in Uebereinstimmung mit der öffentlichen Meinung werden diese Vorschriften, jede für sich und in Beziehung aufeinander, von den Hypothekenbanken in engster Auslegung gehandhabt. Nicht jeder aus gewerblicher Nutzung des Grundstücks gewonnene Ertrag gilt als gesichert, vor allem nicht der grossgewerbliche, und als Verkaufswert wird nur ein Kaufpreis angesehen, der auch bei einer Nutzung des Hausgrundstücks lediglich zu Wohnzwecken erzielt werden kann.

Neuzeitliche Kauf- und Warenhäuser, Hotels und Theater der Grossstädte zu beleihen und Millionenbeleihungen auf Gross- und Prachtbauten herzugeben, gilt als bedenklich, und auch für den kleineren Gewerbebetrieb werden keine dem Bedarf genügenden Darlehne zur Verfügung gehalten. Handel und Gewerbe aber, die auf Umsatz des Geschäftskapitals angewiesen sind, finden in einem Kredite bis zu 60 pCt. des Wohnwertes ihrer Grundstücke nicht ihre Rechnung, ebensowenig der Grundstückshändler, der nur erhofften Gewinns wegen Hausbesitzer geworden ist. In der Tat lehrt die Statistik, dass durchweg der grossstädtische Grundbesitz mit mehr wie 75 pCt. und bis zu 90 pCt. seines Wertes hypothekarisch belastet ist, während die von den Hypothekenbanken gewährten Darlehen nach den Ausweisen über die freihändigen Verkäufe im Durchschnitt beträchtlich unter 60 pCt. der Grundstückspreise bleiben. Andere Geldgeber, Institute und Private, inländische und ausländische, bieten grössere erste und zweite Hypotheken, bei deren Hergabe auch gewerbliche Erträge und persönliche Kreditfähigkeit der Schuldner gewürdigt werden. Die fortdauernde Industrialisierung städtischer und auch ländlicher Wirtschaft ruft das Bedürfnis nach besonderen Instituten für industriellen und gewerblichen Bodenkredit hervor, welche, nicht gebunden an die starren Vorschriften des Gesetzes, bei der Kreditgewährung mit der wirtschaftlichen Entwicklung fortschreiten können.

Selbst für den reinen Wohnungsbau stellt die neuzeitliche Entwicklung für die Hypothekenbanken vielfach unerfüllbare Ansprüche. Soziale Fürsorge verlangt die Beschaffung von besseren Wohnstätten für Arbeiter- und Mittelstand unter Inanspruchnahme von Grundkredit in solcher Form (Erbbaurechtshypothek), solcher Höhe (bis zu 75 pCt. des Werts) und zu so billigem Zins (nicht über 4 pCt.), dass die Hypothekenbanken aus rechtlichen und wirtschaftlichen Gründen ihre Mitwirkung versagen müssen. Andere Kreditinstitute sind im Entstehen, die mit staatlicher, kommunaler oder privater Hilfe gegründet und geleitet werden, um diesen Zwecken zu dienen¹⁰⁾. Es ist vor-

⁸⁾ Vgl. die Statistik S. 33 ff. des Geschäftsberichts des Kaiserlichen Aufsichtsamts für Privatversicherung für 1910.

⁹⁾ Vgl. die Statistik des Archivs der Bayerischen Handelsbank 1. Heft 1911.

¹⁰⁾ Ueber Entstehen und Entwicklung solcher Anstalten vgl. die Erläuterungen in Heft 1 Seite 23 der vom Archiv der Bayerischen Handelsbank herausgegebenen Statistik.

auszusehen, dass sie, hervorgegangen und gefördert durch lokale Interessen, mit der Zeit eine wachsende Bedeutung für städtischen Grundkredit und Wohnungsbau gewinnen werden.

Für die Hypothekenbanken aber lässt die letztzeitliche Entwicklung den Zweck, zu dessen Erfüllung sie ins Leben gerufen wurden, mehr und mehr zurücktreten. Sie sind noch immer die grössten Institute für städtischen Grundkredit, aber längst nicht mehr die einzigen und auch nicht mehr die hilfreichsten. Den neuzeitlichen Aufgaben sind sie nicht gewachsen. Unter der staatlichen Aufsicht, die, je intensiver, um so verantwortungsvoller wird, erhalten sie im wirtschaftlichen Leben immer ausgeprägter den Charakter von Sparbanken, welche nach unabänderlichen reglementarischen Vorschriften, wie die den kleinen Sparern dienenden Sparkassen, geleitet werden und ihre hypothekarischen Darlehen lediglich zu dem Zweck geben, die gesichertste Anlage für das bei ihnen verwaltete und durch Vermittlung der Kreditbanken ihnen zugeführte Kapital zu suchen. Zur Vervollkommnung nach dieser Richtung hin haben das Reichsgesetz und die Entwicklung, welche die Banken seit seinem Erlass genommen haben, einen wesentlichen Teil beigetragen. Die geplante behördliche Organisation des Taxwesens mit Bindung der Hypothekenbanken an die taxamtlichen Entscheidungen ist ein weiterer Schritt auf dieser Bahn, die in einer Zusammenfassung des gesamten Hypothekenbankbetriebs unter staatlicher Leitung und Garantie ihren Ausgang und ihre Vollendung finden würde. Vielleicht kann man die neue Hessische Landes-Hypothekenbank, die in ihrer Verfassung und in ihrem Wirken ausserhalb des Rahmens der hier geschilderten Entwicklung steht, als Typ einer neuen Fortbildung auf dem Gebiete des Hypothekenbankwesens ansehen.

Ausländische Kommissionsgeschäfte.

Von Rechtsanwalt Dr. Rosenthal, Würzburg.

I.

Seit Erlass des Börsengesetzes vom Jahre 1896 war in der Rechtsprechung des Reichsgerichts die in der Bankweit äusserst unangenehme Erscheinung zu beobachten, dass trotz der bestimmten Fassung des § 48 des Börsengesetzes der Begriff des Börsentermingeschäftes erweiternd interpretiert wurde. So kam es, dass das Reichsgericht insbesondere die an der Londoner Börse abgeschlossenen Geschäfte samt und sonders als Börsentermingeschäfte qualifiziert hat, weil die Lieferung nach dortiger Usance nur per medio und ultimo erfolgen könne.

vgl. insb. RGE. vom 1. November 1905, Juristische Wochenschrift 1906, S. 36 Nr. 46. Bankarchiv V. S. 95.

Zweifellos ist dieser Standpunkt des Reichsgerichts rechtlich ungemein bedenklich, weil den Londoner Geschäften von den Begriffsmerkmalen, die der § 48 aufstellt, nur das eine innewohnt, nämlich ein fest bestimmter Lieferungsstermin. Dagegen fehlen alle anderen Tatbestandsmerkmale, insbesondere das Moment, das für den Begriff des Termingeschäftes entscheidend ist, nämlich dass es im Widerspruch zu einem Tages- oder Kassageschäft steht, und dass für das betreffende Papier zweierlei Kurse in Betracht kommen, im Sinne der Schöpfer des Börsengesetzes gesprochen: der Tageskurs für die soliden Geschäfte und der Terminkurs für die Spekulationsgeschäfte. Dieses mit dem Termbegriff verbundene spekulative Moment fällt ohne weiteres weg, wenn feststeht, dass in London nicht anders gekauft werden kann. Tatsächlich hat auch von jeher Praxis und ein Teil der Theorie gegen diese Auffassung des Reichsgerichts Stellung genommen¹⁾, bislang aber ohne Erfolg. Eine Abschwächung hat der Standpunkt des Reichsgerichts aber neuerlich durch die Entscheidung des Reichsgerichts vom 17. Mai 1911, mitgeteilt im vorigen Jahrgang dieses Blattes S. 317, erfahren. Wenn in dieser Entscheidung davon gesprochen wird, dass zwischen dem deutschen Bankier und dem inländischen Kommittenten Lieferung per Kassa vereinbart

und dadurch wenigstens möglicherweise die Bestimmung der Londoner Usance über die Erfüllungszeit ausgeschlossen werden kann, so ist dadurch für den inländischen Bankier ein Weg angezeigt, auf welchem er mit Aussicht auf Erfolg der Gefahr entgehen kann, die bisher die Rechtsprechung des Reichsgerichts für jeden inländischen Bankier bot, der sich dazu hebeiließ, für seinen Kunden Shares-Käufe abzuschliessen.

Abgeschlossen ist allerdings in dieser Richtung die Rechtsprechung mit dem Urteil vom 17. Mai 1911 nicht, weil ja darin ausdrücklich der Vorbehalt gemacht wird, dass tatsächlich die Vereinbarung „Lieferungsstermin per Kassa“ nur zum Schein getroffen sei, um eben die Konsequenz hinsichtlich der Londoner Usance zu umgehen.

II.

Das erwähnte reichsgerichtliche Urteil geht bekanntlich davon aus, dass die Vereinbarung „Lieferungsstermin per Kasse“ ausdrücklich getroffen ist. In zahlreichen Fällen werden sich aber ähnlich gelagerte Geschäfte in der Weise abspielen, dass der Kunde ohne weiteren Zusatz den Auftrag gibt, die von ihm gewünschten an ausländischen Börsen gehandelten Effekten zu kaufen. Der weitere Verlauf ist dann der, dass der inländische Bankier den Auftrag zur Ausführung an seine am betreffenden Börsenplatz London oder Paris bestehende Bankverbindung weitergibt, und dass dort der Auftrag ausgeführt und entsprechende Schlussnote erteilt wird.

Für die Ausführung solcher Aufträge, insbesondere an der Pariser Börse, kommt nun die dortige Usance in Betracht, wonach Einzelstücke zum Tageskurs, grössere Posten, insbesondere solche, die durch 25 teilbar sind, regelmässig zu weit günstigeren Bedingungen per fin courant abgeschlossen werden.

Regelmässig wird der Kunde gegen die Mitteilung, dass sein Auftrag an der Pariser Börse per fin courant abgeschlossen worden ist — eine Tatsache, die er aus der ihm erteilten Schlussnote entnehmen kann —, einen Widerspruch zunächst nicht erheben. Erst wenn es hinterher zu Differenzen kommt, taucht auch die Frage auf, ob der Kunde aus der Ausführung des Geschäfts per fin courant den Terminseinwand abzuleiten vermag.

Die aufgeworfene Frage bildet eine Konsequenz der von Dr. Heinrich Hoeniger in Bd. X, Nr. 19 dieses Blattes erörterten Fragen, ob und inwieweit der Kommissionär berechtigt sein soll, von dem ihm erteilten Auftrage abzuweichen. Wenn, wie hier unterstellt wird, seitens des inländischen Kunden ohne einen Zusatz ein Kaufauftrag erteilt und dieser Auftrag in gleicher Weise dem ausländischen Kommissionär weitergegeben wird, so liegt offensichtlich eine Abweichung von dem Auftrag vor, wenn die Ausführung per ultimo geschieht. Man wird aber davon auszugehen haben, dass sich die auswärtige Bank zur Ausführung des Auftrags in der geschehenen Weise für berechtigt erachten dürfte, weil sie dadurch das Interesse ihres Kommittenten bestens gewahrt hat. Für den ausländischen Kommissionär ist hier die Usance seines Börsenplatzes massgebend, und er darf deshalb als geschäftsüblich und notwendig bezeichnen, einen grösseren Abschluss per ultimo auszuführen.

Der Gesichtspunkt, auf den Hoeniger hinweist, dass unter Umständen eine Rückfrage bei dem Kommittenten notwendig werden wird, dürfte im unterstellten Verhältnis auszuscheiden haben, weil der ausländische Bankier damit rechnen kann, dass dem inländischen Auftraggeber als Bankier die Verhältnisse der Pariser Börse bekannt sind und weil eine Verständigung in vielen Fällen bis zum Schluss der Börsenzeit gar nicht möglich sein wird.

Gerade im Verhältnis zwischen fachkundigem Kommissionär und Kommittenten wird man ohne weiteres annehmen dürfen, dass der Kommissionär zu jeder Art der Ausführung des Auftrags berechtigt ist, die im ordnungsmässigen Verkehr unter Berücksichtigung der Verhältnisse am Ort der Ausführung als herkömmlich und sachgemäss bezeichnet werden darf.

III.

Wenn schon der inländische Bankier, der in der Regel unmittelbar als Selbstkontrahent Auftraggeber ist, die Ausführung des Auftrags in jedem Falle gegen sich gelten lassen muss, so erscheint die weitere Frage, ob der in-

¹⁾ Vgl. Bank-Archiv IV, S. 123, V, S. 106.

ländische Kunde gegen die Ausführung seines Auftrags Einwendungen erheben und insbesondere sich auf den Terminseinwand berufen kann.

Die Beantwortung dürfte für das alte und neue Börsengesetz die gleiche sein, da ja der Begriff des Börsentermingeschäftes heute im Gesetz nicht mehr festgelegt ist, aber auch nach dem Rechte vom Jahre 1896 im wesentlichen von der Rechtsprechung des Reichsgerichts umschrieben war. So hat es in der erwähnten Entscheidung, vom 1. November 1905 ein Termingeschäft insbesondere angenommen, wenn ein im voraus bestimmter Erfüllungstag zwischen den Parteien zwar nicht ausdrücklich vereinbart wird, man aber stillschweigend darüber einig gewesen ist, dass die an der betreffenden Börse eingeführte Erfüllungszeit und der hiernach zu berechnende Kurs für das Geschäft massgebend sein soll.

Gerade für die Verhältnisse der Pariser Börse wird die Voraussetzung des Reichsgerichts, dass die Usancen den Kunden bekannt seien, in der Regel nicht zutreffen; während in der Presse und in der Rechtsprechung sehr vielfach von der Londoner Usance gehandelt worden ist, sind die Geschäftsbedingungen der Pariser Börse viel weniger Gegenstand der Erörterungen gewesen.

Man wird also allgemein eine Kenntnis des Kunden über die Pariser Bezugsbedingungen nicht unterstellen können und deshalb weder von einer ausdrücklichen, noch von einer stillschweigenden Vereinbarung einer Lieferzeit oder eines Lieferstermins reden können, und dies um so weniger, als in zahlreichen Fällen der Kunde weder weiss noch sich darum kümmert, an welcher Börse der von ihm erteilte Auftrag ausgeführt wird.

Rechtlich muss deshalb davon ausgegangen werden, dass ein Auftrag zu einem Zeitgeschäft nicht erteilt ist und deshalb auch die Vereinbarung eines bestimmten Lieferstermins nicht vorliegt. Vielmehr handelt es sich zwischen dem inländischen Kommissionär und dem inländischen Kommittenten um den Kassakauf einer Ware, die erst beschafft werden muss.

Wenn nun die Beschaffung nach den tatsächlichen Verhältnissen und nach dem zu unterstellenden Wunsch des Kunden — dass der Kunde seinen Auftrag so günstig wie möglich ausgeführt wissen will, darf ohne weiteres vorausgesetzt werden — nicht anders ausgeführt werden kann als per ultimo, so wird auch die Schlussfolgerung gestattet sein, dass durch diese Art der Ausführung der rechtliche Charakter des Geschäfts nicht berührt wird und dass aus dem zwischen den Parteien vereinbarten Kassageschäft durch die Art der Ausführung nachträglich nicht ein Termingeschäft werden kann.

Der Umstand, dass nach der Usance eines ausländischen Börsenplatzes die Ausführung des Auftrags billigerweise nicht anders geschehen konnte, kann für die Beurteilung des Geschäfts nach deutschem Recht nicht von so weitgehender Bedeutung werden, dass aus einem wirklichen Kassageschäft ein unwirksames Börsentermingeschäft wird.

IV.

Für diese Auffassung ist nunmehr in der eingangs erwähnten Entscheidung des Reichsgerichts vom 17. Mai 1911 ein wichtiger Anhaltspunkt gegeben. Der dort entschiedene Fall unterscheidet sich von der hier angeschnittenen Frage ja nur dadurch, dass dort Lieferstermin per Kassa und Ausführung nach der Usance der Londoner Stock Exchange ausdrücklich vereinbart gewesen ist, während wir davon ausgehen, dass ausdrücklich weder von Lieferung per Kasse noch von der ausländischen Börse, an der der Auftrag ausgeführt werden soll, die Rede gewesen ist, sondern dass ohne irgend einen Zusatz ein Kaufauftrag erteilt ist.

Praktisch scheint der letztere Auftrag sogar der wichtigere, denn im täglichen Verkehr wird die Auftragserteilung in der erwähnten Form ohne irgend welchen Zusatz die Regel bilden.

Bei dieser Form der Auftragserteilung ist es andersseits ausgeschlossen, dass von dem Gesichtspunkt die Rede sein könnte, den die erwähnte Entscheidung als möglich

unterstellt, nämlich dass Lieferung per Kassa nur zum Schein vereinbart wird, um die Konsequenz aus der ausländischen Börsenusance zu umgehen.

Gerichtliche Entscheidungen.

Börsenrecht.

1. Zu §§ 5, 7, 10 Börs., 119, 123 BGB.

Bei einem Berliner Bankier wird in den beteiligten Verkehrskreisen und im Publikum vorausgesetzt, dass er zur Berliner Börse zugelassen ist. Ein Kunde, der mit einem nicht zur Börse zugelassenen Berliner Effekthändler in Unkenntnis dieser Tatsache Börsengeschäfte geschlossen hat, kann dieselben wegen arglistiger Täuschung anfechten, wenn die Gegenpartei ihn in der Annahme, sie sei zur Börse zugelassen, geflissentlich bestärkte. Von gleicher Erheblichkeit ist ein Irrtum des Kunden darüber, daß die Gegenpartei ihr Geschäft nach den Grundsätzen eines Bucketshops betreibt, d. h. grundsätzlich die Eindeckung ihr erteilter Aufträge unterläßt.

Urteil des KG. XXII. Civ.-Sen. vom 2. November 1911 — 22 U. 4344. 11 —.

Tatbestand.

Der Kläger ist im Januar 1910 mit der beklagten Firma in Geschäftsverkehr getreten. Nach den für diesen Geschäftsverkehr gültigen Geschäftsbedingungen führte die Beklagte „sämtliche Geschäfte nicht als selbstkontrahierender Kommissionär, sondern nur als Eigenhändler“ aus. Alle Geschäfte des Klägers waren Ultimogeschäfte in Wertpapieren und gegen Zahlung einer Vorprämie abgeschlossen. An Prämien hat er der Beklagten in der Zeit vom 5. Februar bis 15. September 1910 die erforderlichen Beträge von zusammen 14 579 M. 90 Pf. gezahlt. Er hat am 2. Februar 1911 Klage erhoben und, indem er sich die am 10. Mai 1910 als Gewinn empfangenen 2000 M. und die nach Beendigung des Geschäftsverkehrs empfangenen 275 M. anrechnet, die Rückzahlung des Restes der Prämienbeträge mit 12 304 M. 90 Pf. nebst 4 pCt. Prozesszinsen verlangt. Er hat die Klage darauf gestützt, dass er von der Beklagten arglistig getäuscht worden sei, indem ihm vor November 1910 unbekannt gewesen sei, dass ihr Inhaber zum Börsenbesuch nicht zugelassen sei, und dass ferner in ihrem Geschäftsverkehr das System der Bucketshops befolgt werde. Er hat als Klagegrund ferner geltend gemacht, dass er von ihr gewerbsmässig zum Börsenspiel verleitet worden sei, dass sie ihn zum Börsenspiel durch Agenten im Wege des Hausierhandels bestimmt habe, und dass sie durch den Ansatz übermässiger Prämien zu seinem Schaden gegen die guten Sitten verstossen habe.

Durch Urteil des Landgerichts ist die Beklagte nach dem Klageantrage verurteilt worden. Das Landgericht hat die mit der Klage erklärte Anfechtung der Rechtsgeschäfte wegen arglistiger Täuschung für durchgreifend erachtet; dem Kläger sei arglistig verschwiegen worden, dass der Inhaber der Beklagten zur Börse nicht zugelassen sei; die Zulassung werde von einem Kunden als wesentliche Eigenschaft eines Bankiers angesehen, weil der Zugelassene unter der Gerichtsbarkeit der Börse stehe und daher für die Zuverlässigkeit seiner Geschäftsgrundsätze eine erhöhte Garantie biete, er auch über die Aussichten einer Spekulation als besser unterrichtet gelte wie ein der Börse Fernstehender.

Gegen dieses Urteil hat die Beklagte Berufung eingelegt. Sie hat geltend gemacht, dass erst seit Mitte 1910 der Kampf des Centralverbandes des Deutschen Bank- und Bankiergewerbes begonnen habe, während vorher derartige Grundsätze, wie sie das Landgericht ausgesprochen habe, noch nicht bekannt gewesen seien; von einer Arglist auf ihrer Seite gegenüber dem Kläger könne mithin nicht die Rede sein. Eine Rechtspflicht, die Zulassung nachzusuchen, bestehe nicht. Für die Durchführung der Absicht des Klägers, durch Spekulation Gewinn zu erzielen, habe es keinen Unterschied gemacht, ob ihr, der Beklagten, Inhaber zur Börse zugelassen sei oder nicht. Sie sei über die Kurse an der Börse und über die geschäftlichen Verhältnisse der Börse genau so unterrichtet gewesen wie ein Börsenbesucher, da sie ständig in telephoni-

schem Verkehr mit Personen, die sich in der Börse befunden hätten, gestanden habe. Das Interesse des Klägers sei nur dahin gegangen, dass er keine unrichtigen Ratschläge erhalte, dass die Geschäfte zum richtigen Kurse abgerechnet wurden, und dass ein Gewinn ihm ausgezahlt werde.

Die Berufung wurde mit folgender Begründung zurückgewiesen:

Nach den für den Geschäftsverkehr der Parteien gültigen Geschäftsbedingungen stand die Beklagte dem Kläger nicht als Kommissionär, sondern als Eigenhändler gegenüber. Der Geschäftsverkehr erschöpfte sich aber nicht in dem Abschluss und in der Erfüllung der einzelnen Geschäfte über Lieferung von Wertpapieren, vielmehr gehörte zu den Vertragspflichten der Beklagten von vornherein zugleich die Leistung von Diensten, die höchst persönlicher Art insofern waren, als sie die persönliche Sachkunde des Firmeninhabers und seine persönliche Vertrauenswürdigkeit vorausgesetzt worden ist. Es ist Verkehrssitte, dass der Bankier den Kunden berät (RG. 42, S. 131). Vom Bankier wird vorausgesetzt, dass er die Kenntnisse, die zur Beurteilung der Güte eines Wertpapiers im allgemeinen und im einzelnen Falle erforderlich sind, besitzt oder sich doch leichter zu verschaffen imstande ist; er gilt als Sachverständiger, der Kunde als Laie. Raterteilung und Empfehlung bilden ein notwendiges Glied in dem Zweige der Effektenabteilung eines Bankgeschäfts. Auch im Verhältnis der Prozessparteien wurde nicht nur der Abschluss und die Erfüllung der einzelnen Geschäfte, sondern der gesamte Geschäftsverkehr, in dessen Verlauf seitens der Beklagten Ratschläge erteilt wurden, von Treue und Glauben beherrscht. Der im Prozess beigebrachte Briefwechsel ergibt, dass Rat und Empfehlung auf Grund eines Vertrauensverhältnisses, das in erhöhtem Masse zur Wahrung von Treue und Glauben verpflichtete (RG. 27, S. 121), vom Kläger in Anspruch genommen und von der Beklagten erteilt worden sind. Der Kläger entschloss sich zum Abschluss der Vorprämien-geschäfte, um im Börsenspiel Gewinn zu erzielen. Die Beklagte hat ihm durch ihr Schreiben vom 14. Januar 1910 versprochen, ihn auf solche Effekten aufmerksam zu machen, die sich speziell für Prämien-geschäfte eignen würden. Sie hat durch Schreiben vom 26. Februar und 3. März über Hansa-Aktien, durch letzteres auch über Schantung-Aktien berichtet. Sie hat durch Schreiben vom 21. März, nach eingehendem Bericht über Hansa-Aktien, empfohlen, das Engagement per ultimo April zu erneuern. Sie hat sich am 27. Juli bereit erklärt, Effekten namhaft zu machen, für welche in nächster Zeit Kurssteigerung erwartet werden könne, und sie hat durch Schreiben vom 15. November, unmittelbar bevor der Kläger die Geschäftsverbindung abbrach, den Ankauf von Phönix-Aktien als chancenreich bezeichnet. Der Kläger andererseits hat durch Schreiben vom 23. Juni bezüglich der Lübeck-Büchener Aktien Mitteilungen und Ratschläge erbeten und darauf hingewiesen, dass Glasel, der Vertreter der Beklagten, ihm Vorschläge für Siemens & Halskesche Aktien gemacht habe; er hat im Schreiben vom 3. Oktober 1910 erklärt, „ich habe es als selbstverständliche Pflicht Ihrerseits erachtet, mir zur Rehabilitierung in meinen großen Verlusten beizustehen und habe Ihnen großes Vertrauen entgegengebracht“.

Unstreitig war der zurzeit im Auslande befindliche Alleinhaber der beklagten Firma zum Börsenbesuch an der Berliner Börse nicht zugelassen; auch sind von der Beklagten mit Beziehung auf die in ihrem Betriebe mit zahlreichen Kunden abgeschlossenen Ultimogeschäfte in Wertpapieren Deckungsgeschäfte grundsätzlich nicht abgeschlossen worden. Nach diesen beiden Richtungen hin war der Kläger während seines Geschäftsverkehrs in Unkenntnis; er hat von der Nichtzulassung zum Börsenbesuch erst im November 1910 Kenntnis erlangt. Für den in Berlin wohnenden Bankier gilt im Bankierstande und insbesondere in dem Verhältnis der Bankiers zu ihrer Privatkundschaft die Zulassung zum Börsenbesuch als wesentliche Eigenschaft. Dies ergibt die Auskunft der Ältesten der Kaufmannschaft vom 22. Dezember 1910, die schon in erster Instanz zum Gegenstande der mündlichen Verhandlung gemacht war. Die Auskunft ist auch überzeugend; denn das Börsengesetz fasst die am Börsenverkehr Beteiligten als einen abgegrenzten und in sich zusammenhängenden Personenkreis nach Art eines Standes oder einer Berufsgruppe auf (Begründung des Ent-

wurfs des Börsengesetzes von 1896 Seite 16 und 18); es unterwirft die Börsenbesucher (§ 10 des Börsengesetzes) einem Ehrengericht, um unehrenhafte Elemente, insbesondere auch diejenigen auszuschalten, welche im Zusammenhange mit ihrer Tätigkeit an der Börse sich eine mit dem Anspruch auf kaufmännisches Vertrauen nicht zu vereinbarende Handlung haben zuschulden kommen lassen. Die Zulassung zur Börse bietet mithin eine gewisse Gewähr für die Zuverlässigkeit des Bankiers und andererseits wird dann im Verkehr demjenigen Bankier, der es unterlässt, die Rechte des Börsenbesuchers zu erwerben, von vornherein ein erheblich geringeres Vertrauen entgegengebracht. Der Kläger und jeder andere Kunde eines Bankiers, der den Fall verständigt würdigt, würde Misstrauen gegen die Person des Inhabers der Beklagten gehabt haben, wenn er gewusst hätte, dass dieser zum Börsenbesuche nicht zugelassen war, und der Kläger würde infolge dieses Misstrauens — nach der Ueberzeugung des Berufungsgerichts — zu einem Geschäftsverkehr mit der Beklagten sich überhaupt nicht entschlossen haben.

Unbekannt war dem Kläger zu der Zeit, als er mit der Beklagten Geschäfte abschloss, fernerhin, dass diese ihm bei dem Spiel als alleiniger Gegner gegenüberstand, derart, dass, wenn das Prämien-geschäft ihm Gewinn brachte, die Beklagte aus eigenen Mitteln ihm den Gewinn auszahlte hätte, dass mithin sein Gewinn für die Beklagte einen Verlust in gleicher Höhe bedeutete. Letzteres war der Fall, weil die Beklagte unstreitig Deckungsgeschäfte in ihrem Betriebe grundsätzlich nicht abschloss.

Ihren Kunden gegenüber hatte sie bereits durch die Geschäftsbedingungen erklärt, dass sie zu einer Ausführung der Geschäfte nicht verpflichtet sei, vielmehr als Eigenhändlerin abschliesse. Trotzdem war sie, wie bereits dargelegt, zur Raterteilung verpflichtet. Die Vorprämien-geschäfte waren vom Kläger abgeschlossen worden in der Hoffnung, dass die Kurse bis zum Prämien-erklärungstage erheblich steigen würden. Stieg der Kurs nicht über den Betrag der Vorprämie hinaus, so war auf seiner Seite die Prämie zum Vorteil der Beklagten verloren, während, wenn an diesem Tage der Kurs so beträchtlich gestiegen war, dass sich für ihn ein Gewinn ergab, dieser Gewinn ihm aus eigenen Mitteln der Beklagten zu zahlen war. Die Beklagte hat sich damit verteidigt, alles dies sei für den Kläger gleichgültig gewesen, auf seiner Seite habe nur ein Interesse dafür bestanden, dass die ihm erteilten Ratschläge richtige seien und sie selbst fähig sei, ihm Gewinne auszu-zahlen. Auf den von ihr nach dieser Richtung hin bezeichneten Sachverständigenbeweis kam es aber nicht an; wesentlich ist vielmehr, dass der Kläger wie jeder andere Kunde eines Bankiers, der den Fall richtig würdigt, das Vertrauen zur Beklagten verloren haben würde, wenn er den wahren Sachverhalt bezüglich des beiderseitigen Spiels gekannt hätte. Es erscheint ausgeschlossen, dass er den Rat und die Empfehlung geeigneter Wertpapiere von der Beklagten in Anspruch genommen haben würde, wenn er gewußt hätte, dass ein Gewinn in diesen Papieren auf seiner Seite der Beklagten einen Verlust in gleicher Höhe brachte. Dass er dies nicht gewusst hat, ist ihm zu glauben, und daran würde auch der Umstand nichts ändern, dass er, wie die Beklagte behauptet, schon in früherer Zeit durch den Bezug von Pariser und Londoner Börsenberichte Interesse für das Börsenspiel gezeigt hat. Hätte er aber den wahren Sachverhalt gekannt, so würde der Gedanke, dass die Beklagte ihm nur solche Papiere empfehlen werde, von denen sie annahm, dass der Kurs sinken oder im wesentlichen unverändert bleiben würde, sich ihm ohne weiteres aufgedrängt haben. Er würde daher auch aus diesem Grunde das Vertrauen, das er der Beklagten bei Beginn der Geschäftsverbindung und bis in den November 1910 hinein entgegenbrachte, in sie nicht gesetzt haben, und er würde dann von einer Geschäftsverbindung mit ihr Abstand genommen haben. Seine Unkenntnis sowohl nach der Richtung hin, dass der Inhaber der Beklagten zum Börsenbesuche nicht zugelassen sei, wie auch nach der Richtung hin, dass die Beklagte grundsätzlich Deckungsgeschäfte nicht abschloss, und daher seine alleinige Gegnerin beim Spiel war, beruhte auf arglistigem Verhalten der Beklagten. Diese hat in der Person ihres Inhabers durch ihre dem Kläger vor dem Beginn der Geschäftsverbindung zugesandten Druckschriften und durch ihre späteren brieflichen Mitteilungen den Eindruck erwecken wollen, und in dem Kläger auch erweckt, dass sie in denjenigen Beziehungen zur Börse ihres Wohnortes stehe, welche bei einem Berliner Bankier regelmässig vorausgesetzt werden

und dass ferner die im Rahmen des Geschäftsverkehrs erteilten Ratschläge unbefangen seien, dass sie insbesondere ein eigenes Interesse daran, ob der Kläger gewinne oder verliere, nicht habe. Wenn die Beklagte, wie es mehrfach geschehen ist, Redewendungen dahin gebrauchte, die Börse tendiere fest, es machte sich für Schantung-Aktien gutes Interesse bemerkbar, die Börse habe heute recht schwach eröffnet, doch habe sich im Laufe des Verkehrs eine kräftige Erholung geltend gemacht, und endlich: „Wir haben beinahe in allen Effekten Kursrückgänge zu verzeichnen gehabt,“ so zielten diese Äußerungen bewusst darauf ab, und wurden vom Leser auch nur dahin verstanden, dass die Mitteilungen den Wahrnehmungen entsprechen, die der Inhaber der Beklagten bei dem Börsenbesuche unmittelbar und aus eigener Anschauung gemacht habe. Das Verschweigen der Nichtzulassung zum Börsenbesuch und die Empfehlung von Wertpapieren unter den dargelegten Umständen, wo jedem, der mit dem Bankier in Verkehr tritt, begründetes Misstrauen gegen Unbefangenheit der Empfehlung auftrat, war auf seiten der Beklagten ein arglistiges; denn sie rechnete in der Person ihres Inhabers gerade damit, dass der Kläger nach beiden Richtungen hin in Unkenntnis bleiben würde, und sie wusste, dass bei Kenntniss des wahren Sachverhalts der Kläger sich auf einen Geschäftsverkehr mit ihr nicht einlassen würde (zu vgl. RG. in der Jur. Wochenschrift 1904 Seite 162, 1905, Seite 13).

Der Kläger war nach alledem berechtigt, wegen der nach jeder der beiden Richtungen hin gegen ihn verübten arglistigen Täuschung die Geschäftsabschlüsse anzufechten.

Nachschrift der Redaktion: Das hier mitgeteilte Urteil ist in doppelter Hinsicht bedeutungsvoll. Einmal, weil es einen Weg vorzeichnet, auf welchem, lediglich in Gemässheit der Normen des allgemeinen bürgerlichen Rechts, einem Kunden gegen Schädigungen, die ihm seitens eines Bucketshops zugefügt worden sind, zivilrechtliche Remedur verschafft werden kann, sodann aber, weil es mit Recht davon absieht, eine Rückforderung im voraus bezahlter Vorprämien bereits aus dem Grunds zuzulassen, daß es sich um Börsentermingeschäfte handelte, welche zufolge der §§ 52 ff. des Börsengesetzes nur unvollkommen wirksam waren. Der 22. Zivilsenat des Kammergerichts steht somit in dieser bestrittenen börsenrechtlichen Frage nicht auf dem Standpunkt, welchen der 5. Zivilsenat des Kammergerichts in seiner bekannten, im Bank-Archiv Bd. X S. 384 von uns mitgeteilten und kritisch beleuchteten Entscheidung vom 11. Februar 1911 eingenommen hat. Wie wir hören, hat es auch der 7. Zivilsenat des Kammergerichts in einer noch unveröffentlichten Entscheidung vom 25. November d. J. — 7. U. 6278 11 — ausdrücklich abgelehnt, der Auffassung des 5. Senats zu folgen. U. E. ist dies nicht allein aus juristischen Gründen lebhaft zu begrüssen. Es verrät ein nicht geringes Mass von Kurzsichtigkeit, wenn die verfehlte Entscheidung des 5. Senats vereinzelt als ein wertvolles Hilfsmittel im Kampfe gegen das Bucketshopunwesen gepriesen worden ist. Durch das oben mitgeteilte Urteil des 22. Senats istargetan, dass einem Bucketshop gegenüber der Kunde auch ohne Erhebung des anstössigen Termineinwandes zu seinem Rechte gelangen kann, und dass es mithin aus diesem Gesichtspunkte heraus einer Erweiterung des Anwendungsgebiets des Termineinwandes, durch welche in zahlreichen Fällen einem arglistigen Kunden gegen einen realen Bankier geholfen wird, nicht bedarf. In letzter Linie aber ist ausschlaggebend, dass die Bestrebungen zur Aufrechterhaltung von Treu und Glauben im Börsenverkehr, welche vor Allem zur Aufnahme des Kampfes gegen die Bucketshops geführt haben, eine schlechte Förderung erfahren, wenn man auf der andern Seite durch Begünstigung des Spiel- oder Differenzeinwandes einer Demoralisation des Börsengeschäftes Vorschub leistet. Zu welcher moralischen Verwirrung die für den Börsenverkehr geltende Ausnahmegesetzgebung geführt hat, das zeigen die häufigen Fälle, in denen routinierte Spekulanten, die bereits mehr als einmal mit Erfolg den Differenzeinwand erhoben haben, sich als unerfahrene Opfer von Bucketshops ausgeben, und umgekehrt die nicht minder zahlreichen Fälle, in denen es Bucketshops der schlimmsten Art gelingt, ihr Tun dadurch in ein milderes Licht zu rücken, dass sie sich als Märtyrer des Differenzeinwands aufzuspielen vermögen. Dass es, wie auf allen Gebieten des Wirtschaftslebens, so auch auf dem des Börsengeschäfts aufs dringendste nützt, Moral und positives Recht miteinander in Einklang zu bringen, dies scheint die wichtigste Lehre zu sein, welche aus all jenen wenig erfreulichen Erscheinungen gezogen werden muss.

2. Zu §§ 43, 90 BörsG.

Das Verbot des § 43 beschränkt sich auf die Veröffentlichung von Preislisten über solche Geschäfte in nicht zugelassenen Wertpapieren, die an der Börse abgeschlossen sind.

Urteil des RG. II. Straf-Sen. vom 2. Mai 1911 — 2 D 145, 1911¹⁾.

Die Revision der Staatsanwaltschaft gegen das freisprechende Urteil des Landgerichts rügt nur Verletzung der §§ 43 und 90 des BörsG. vom 8. Mai 1908, lässt das Urteil mithin insoweit unangefochten, als es die Angeklagten auch von der Anklage eines Vergehens gegen § 51 des Gesetzes freigesprochen hat.

Das Rechtsmittel konnte keinen Erfolg haben.

Das Verbot des § 43 des BörsG. beschränkt sich auf die Veröffentlichung von Preislisten für solche Geschäfte in den nicht zum Börsenhandel zugelassenen Wertpapieren, die an der Börse abgeschlossen sind. Die Mitteilung von Preisen über außerhalb der Börse zustande gekommene Geschäftsabschlüsse fällt nicht darunter. Nun ging die Strafkammer schon in ihrem ersten Urteile davon aus, es lasse sich den Angeklagten nicht widerlegen, dass sie ihre im Berliner Lokal-Anzeiger veröffentlichten Kursnotierungen unter Zugrundelegung von Preisen gemacht hätten, die hauptsächlich außerhalb der Börse gezahlt seien, und die Strafkammer nahm hiernach an, dass eine Mitteilung von Börsenkursen, d. i. von Kursen über börsenmässig abgeschlossene Geschäfte, überhaupt nicht stattgefunden habe. Diese Feststellung hat das Revisionsgericht seinerzeit deshalb beanstandet, weil sie mit dem Inhalte der von den Angeklagten verfassten Berichte und dem darin gebrauchten „Börsenjargon“ sich in mehr als einer Richtung in Widerspruch zu setzen schien.

In dem nunmehr angefochtenen zweiten Urteile hat das Gericht jene Widersprüche beseitigt. Es nimmt auf Grund von Sachverständigengutachten an, dass die Veröffentlichung der Kurse unter der Überschrift „Fondsbörse“ und ihre Bezeichnung als Preise, die „im freien Verkehre“ erzielt worden seien, nicht notwendig zum Ausdruck bringe, dass es sich hierbei um Mitteilungen über Geschäfte handle, die an der Börse selbst zustande gekommen wären. Die Behauptung der Angeklagten, sie hätten ihre Preisangaben hauptsächlich aus Geschäftsabschlüssen ausserhalb der Börse entnommen, erachtet das Urteil nach wie vor als nicht widerlegt.

An dieser Feststellung scheidet die Revision der Staatsanwaltschaft. Richtig ist, dass die Angeklagten die in ihren Listen aufgeführten Preise festgesetzt haben auch unter Verwertung solcher Abschlüsse, die an der Börse getätigt worden waren. Das steht indes der Annahme, dass sie (überhaupt) keine Börsenpreise veröffentlicht haben, nicht entgegen. Haben die Angeklagten bei Ermittlung der Durchschnittspreise der in Frage kommenden Wertpapiere die Notierungen der Börse nur hin und wieder und in vereinzelt Fällen mit berücksichtigt, in der Hauptsache aber andere Preisbildungen zum Anhalt genommen, diejenigen nämlich, die sich im Handel mit den Papieren ausserhalb der Börse vollzogen hatten, so brauchten die so zustande gekommenen Kurse nicht zusammenzufallen mit den im Handel an der Börse erzielten. Ob dies der Fall war und ob die von den Angeklagten berichteten Preise wirklich Börsenkurse gewesen sind, darüber zu urteilen war Sache des Tatrichters. Er erklärt das für nicht nachweisbar. An diese Annahme ist das Revisionsgericht gebunden.

Das Rechtsmittel der Staatsanwaltschaft war somit in Uebereinstimmung mit dem Antrage des Oberreichsanwalts zu verwerfen.

Aus der Bankpraxis des Auslandes.

Aus der englischen Finanzierungspraxis.

Von Otto Heymann, Dr. phil., London.

Die englische und amerikanische Finanzierungspraxis hat in den letzten Jahren ein Mittel zur Kapitalbeschaffung aus-

¹⁾ Mitgeteilt von Herrn Reichsgerichtsrat Dr. Düringer, Leipzig. — Durch das vorliegende Urteil wird der Rechtsstandpunkt der früheren U. des RG. in der gleichen Sache — Bank-Archiv X, S. 43 — nicht aufgegeben, wonach die Veröffentlichung von Preislisten über verbotene Börsentermingeschäfte auch dann strafbar ist, wenn die Geschäfte ausserhalb der Börse vorgenommen sind. Das RG. war lediglich aus formalen Gründen gehindert, in seinem zweiten Urteil zu dieser Frage nochmals Stellung zu nehmen. Die Red.

gebildet, das in Deutschland bis jetzt noch nicht bekannt, zum wenigsten nicht angewandt ist und darum der Betrachtung um so mehr wert: die Ausgabe von Obligationen, welche nach der Wahl des Inhabers in Aktien der ausgebenden Gesellschaft umgetauscht werden können.

Die konvertiblen Bonds und konvertiblen Debentures — ich verstehe hierunter, und möchte, um Missverständnissen vorzubeugen, das im Anfang gleich hervorheben, nur diejenigen, welchen das Recht des Umtausches in Aktien der schuldnerischen Gesellschaft innewohnt — zeigen, abgesehen von eben diesem besonderen Recht, die gleichen Züge wie gewöhnliche industrielle Obligationen: Kündigungsfrist und Amortisation bzw. Rückkauf sind genau bestimmt, der Zinsfuß entspricht in der Regel dem für industrielle Obligationen von gleichem Wert und Sicherheit zur Zeit der Emission zu zahlenden, die Sicherheit selbst zeigt bei den einzelnen Anleihen ebenso viele Verschiedenheiten wie die bei anderen industriellen Schuldverschreibungen: sie sind teils durch Hypotheken an erster oder zweiter Stelle, teils durch verpfändete Effekten (Erie Railroad) sichergestellt, anderen fehlt jede solche Sicherheit. Das letztere gilt für die meisten von den grossen amerikanischen Eisenbahn-Gesellschaften ausgegebenen konvertiblen Anleihen, hier trat eben das unter Umständen für den Obligationär sehr wertvolle Konversionsrecht an Stelle einer solchen Sicherheit. Dagegen sind die mir bekannten grösseren Anleihen dieser Art in England sämtlich durch Hypotheken sichergestellt.

Um die Bedeutung dieses Mittels zur Kapitalbeschaffung in der Praxis zu zeigen, seien kurz einige der wichtigsten konvertiblen Anleihen in Amerika und England aufgezählt: 75 000 000-Doll.-Anleihe der Union Pacific Railroad Co., 100 000 000 Doll. der Southern Pacific Co., 15 000 000 Doll. der Baltimore & Ohio Co. vier Anleihen der Atchison, Topeka und Santa Fé Railway Co. und einer ganzen Anzahl anderer grosser Eisenbahngesellschaften der amerikanischen Union; 2 000 000-Lstrl.-Anleihe der Randfontein Estate Co., 500 000 Lstrl. der West Rand Consolidated Mines, 1 500 000 Lstrl. der East Rand Propriety Mines, 500 000 Lstrl. der Malacca Rubber Plantations und Ausgaben von anderen Minen und in der letzten Zeit vor allem Plantagengesellschaften. In England wurden seither konvertible Debentures fast nur von Minen und anderen Unternehmungen rein spekulativer Art ausgegeben, unter andern auch von einigen im letztjährigen Gummi- und Petroleumboom gegründeten Unternehmungen recht zweifelhafter Art, während die grossen Eisenbahngesellschaften bis jetzt noch an ihren konservativen Finanzierungsmethoden festhalten. Es könnte beinahe wundernehmen, dass England, das sonst jedem Fortschritt im Aktien und Emissionswesen sich sofort zugänglich erweist, ein Mittel, das in Amerika beim Kapitalistenpublikum, wie der Erfolg beweist, Anklang gefunden und dessen Anwendung sich auch bei Unternehmungen von der soliden finanziellen Leitung wie der Union Pacific Railroad Company z. B. bewährt hat, nur mit Zögern und nur für Unternehmungen spekulativster Art aufnimmt.

Die Grundzüge des Konversionsrechts sind folgende: Der Umtausch der Obligationen in Aktien kann innerhalb eines bestimmten in den Anleihebedingungen festgesetzten Zeitraums stattfinden. Diese Frist beträgt bei den englischen konvertible Debentures durchschnittlich zwei bis drei Jahre, in letzter Zeit begegnet man auch hier und da Fristen von fünf bis sechs Jahren, dagegen ist die Umtauschperiode bei den amerikanischen eine bedeutend längere und beträgt in der Regel ungefähr zehn Jahre. Sie fällt ausser einer mir bekannt gewordenen Ausnahme (Baltimore & Ohio Railroad) nicht mit der Laufzeit der Obligationen zusammen und beginnt meistens mit dem Tage der Emission oder nach kurzer Frist. Der Unterschied in der Länge der Umtauschperioden in den Vereinigten Staaten von Amerika und in England dürfte seine Erklärung in der Verschiedenheit der Unternehmungen, die in den beiden Ländern konvertible Anleihen ausgegeben haben, finden. Die amerikanischen Eisenbahnen bieten, trotz der Schwankungen, denen die Kurse ihrer Aktien durch die Spekulationslust der Amerikaner ausgesetzt sind, für deren Entwicklung durch die bekannten und steten Einnahmen eine einigermassen verlässliche Grundlage; die Kurse können sich hier also auf soliderer Basis gestalten als bei Minen, Petroleumfeldern und vor allem neu gegründeten Unternehmungen, wo die Zukunft eine unbekannte und unberechenbare ist, und die Aktienkurse hierdurch viel grösseren und sprunghaften Schwankungen ausgesetzt sind. Eine wertvolle Mine müsste sich als solche schon im Laufe zweier Jahre herausstellen, die

Chancen für ein Steigen des Preises ihrer Aktien ist daher für einen Zeitraum von zwei oder drei Jahren nicht so viel kleiner als einen solchen von fünf oder zehn Jahren, während eine Eisenbahngesellschaft sich nur langsam und stetig entwickeln kann, so dass die Periode, um einen Umtausch der Obligationen in Aktien mit Kapitalgewinn zu ermöglichen, vor allem, wenn der Umtauschkurs beträchtlich höher ist als der zurzeit geltende Wert, bedeutend länger gewählt werden muss. Daraus ergibt sich, dass das Umtauschrecht um so wertvoller ist, je länger die Periode für den Umtausch läuft, da die Aussichten, dass das Unternehmen sich günstig entwickelt oder eine Börsenbewegung den Kurs der Aktien höher treibt mit der Kürze der Optionsdauer abnehmen.

Da wo die Gesellschaften das Recht haben, noch während der Gültigkeit der Option Obligationen heimzuzahlen, muss natürlich Vorsorge getroffen werden, einzelne Obligationenbesitzer vor Schaden zu bewahren, der darin besteht, dass er durch Umtausch eine hochbewertete Aktie hätte erlangen können und sich nun mit dem nicht oder nur wenig über pari hinausgehenden Rückzahlungspreise begnügen müsste. In diesen Fällen hat der Obligationär das Recht, statt der Rückzahlung von der Gesellschaft unter rechtzeitiger Benachrichtigung den Umtausch seiner Obligationen in Aktien zu verlangen.

Viel zahlreicher sind, wie sich ja aus der verschiedenen Höhe der Aktienkurse der einzelnen Unternehmungen von selbst ergibt, die Abweichungen in dem Wertverhältnis, in dem die Obligationen bei den einzelnen Anleihen in Aktien umgetauscht werden können. Allen diesen Emissionen gemeinsam ist lediglich, dass der Umtausch stets in Stammaktien, nie in Vorzugsaktien stattfindet, und weiter muss in allen Fällen der Wert der Aktien für den Umtausch höher angenommen werden als der zur Zeit der Emission geltende Kurs ist. Anderenfalls würden, vorausgesetzt, dass der Umtausch sofort stattfinden kann, die Obligationenbesitzer, soweit sie nicht auf weitere Kurssteigerungen spekulieren, den Umtausch sofort ausüben, oder m. a. W. statt die Aktien direkt zu kaufen, von der Gesellschaft die Obligationen übernehmen und auf diesem Wege durch den Umtausch die Aktien zu billigerem Preise erhalten. Die Aktiengesellschaft hätte in einem solchen Falle also lediglich auf Umwegen eine Aktienemission vorgenommen. Wird eine konvertible Anleihe in verschiedenen Abschnitten ausgegeben, so ist es notwendig für die einzelnen Teilemissionen, je nach der Höhe des Aktienkurses verschiedene Umtauschverhältnisse festzusetzen, da es möglich ist, dass bis zum Zeitpunkt der zweiten Emission der tatsächliche Aktienkurs den ursprünglichen Umtauschkurs weit überholt hat; so ist z. B. für die erste Serie der Anleihe der Erie Railroad der Wert der Common Shares mit 50 Doll., für die zweite Serie aber mit 60 Doll. angenommen. Bei Neugründungen, die sich ihr Kapital zugleich auch durch die Ausgabe von konvertiblen Obligationen beschaffen, findet der Umtausch in der Regel im Verhältnis von 1:1 statt.

Voraussetzung bei der Ausgabe von konvertiblen Bonds ist, dass gleichzeitig eine Erhöhung des Aktienkapitals beschlossen wird, soweit ein solcher Beschluss nicht vorher gefasst und ein entsprechender Betrag unausgegebener Aktien vorhanden ist. Der Betrag der neu auszugebenden Aktien muss wenigstens so gross sein, um den Umtausch sämtlicher Obligationen durchführen zu können, und während der ganzen Dauer der Option im Verhältnis zu den noch ausstehenden Obligationen für diesen Zweck in Reserve gehalten werden. Eine weitere Voraussetzung für das den Obligationen gewährte Umtauschrecht ist ferner, dass im amerikanischen wie englischen Recht die beschränkenden Vorschriften des deutschen Handelsgesetzbuches § 287 I, wonach bevor die erfolgte Erhöhung des Grundkapitals in das Handelsregister eingetragen ist, Aktien und Interimsscheine auf das zu erhöhende Kapital nicht ausgegeben werden können, nicht bestehen. Diese Vorschrift würde bedeuten, dass die Obligationäre bei einem etwaigen Umtausch erst dann ihre Aktien bzw. Interimsscheine erhielten, wenn alle anderen ihr Umtauschrecht ebenfalls ausgeübt haben, oder ein etwa verbleibender Rest auf andere Weise gezeichnet ist. Da sich vor allem bei den langen amerikanischen Umtauschperioden der Umtausch über eine Reihe von Jahren verteilt, würde durch eine solche Vorschrift das Konversionsrecht zu einem praktisch undurchführbaren Recht.

Für die Beurteilung der konvertiblen Anleihen sind auf der einen Seite die Vor- und Nachteile für die die Anleihe

aufnehmende Aktiengesellschaft, auf der anderen die für das investierende Publikum zu untersuchen. Wir haben davon auszugehen, dass den Aktiengesellschaften zur Kapitalbeschaffung in der Hauptsache zwei Wege offenstehen: die Ausgabe von Aktien oder von Obligationen. Die Wahl des einen oder anderen Weges hängt im einzelnen Falle in erster Reihe von der finanziellen Lage der Aktiengesellschaft ab und weiter als nächst wichtigem Faktor von der Lage des Geldmarktes bzw. der Börse.

Das Umtauschrecht bedeutet für den Erwerber der Obligation die Aussicht, bei steigenden Aktienkursen durch den Umtausch in Aktien zu niedrigem und Verkauf dieser zu dem höheren Börsenpreis einen Kapitalgewinn zu erzielen. Diese Aussicht hat je nach der Wahrscheinlichkeit und Höhe des zu erwartenden Gewinns einen grösseren oder kleineren Wert, in allen Fällen aber einen gewissen Wert, für den der Erwerber bereit ist, dem Verkäufer, d. h. der die Obligationen ausgebenden Gesellschaft, einen entsprechenden Preis zu zahlen. Dieser höhere Preis kann für die Gesellschaft Anreiz genug sein, den Obligationären das Konversionsrecht zu gewähren, vor allem dann, wenn die Aussichten auf eine gewinnlassende Ausübung dieses Rechts — und diese Aussichten zu beurteilen, ist sie selbst ja am besten in der Lage — relativ geringe sind. Je höher der für den Umtausch festgesetzte Kurs der Aktien über den zurzeit an der Börse herrschenden hinausgeht, um so geringer sind diese Aussichten, je näher er an ihn heranrückt, um so grösser wird die Gefahr, dass die Gesellschaft in einem späteren Zeitpunkt, wenn der Kursstand der Aktien eine Neuauflage von solchen zu höheren Preisen ermöglicht hätte, die Aktien zu dem niedrigen Preise im Umtausch gegen Obligationen emittieren muss.

Gibt der Kursstand der Aktien nicht die Möglichkeit zu einem Umtausch der Obligationen mit Gewinn, so werden die Obligationäre auf denselben verzichten. Die Gesellschaft hätte also einen höheren Preis erzielt, ohne letzten Endes einen Gegenwert zu gewähren. Wird dagegen das Umtauschrecht ausgeübt, so stellt sich die Ausgabe der konvertiblen Bonds in der Tat als eine hinausgeschobene Aktienausgabe dar. Wären diese Aktien direkt ausgegeben worden, so hätte ihr Emissionskurs mit einer entsprechenden Marge unter dem derzeitigen Börsenkurs festgesetzt werden müssen. Für das Umtauschverhältnis wird der Wert aber über demselben festgesetzt, d. h. die Aussichten einer günstigen Entwicklung des Unternehmens oder auch der Börse werden im voraus eskontiert. Angenommen der Kurs einer Aktie sei 110 pCt., so wäre eine Aktienemission kaum über pari möglich. Für das Umtauschverhältnis würde der Kurs auf etwa 115 pCt. wenigstens angesetzt. Steigt nun der Börsenkurs der Aktien während der Optionsperiode auf 125 pCt., so werden die Obligationäre ihre Obligationen im Verhältnis 115 : 100 in Aktien umtauschen, diese also zu einem um 10 pCt. billigeren Preise erhalten als zurzeit durch einen Kauf an der Börse möglichst oder m. a. W. beim Verkauf an der Börse — und ein grosser Teil dürfte den Umtausch nur durchführen, um diesen Kapitalgewinn sofort zu realisieren — einen Zwischengewinn von 10 pCt. erzielen.

Weiter: Bei einem Aktienkurs von 125 pCt. wäre eine Neuemission kaum über 115 pCt. möglich, die Gesellschaft erhält also beim Umtausch der Obligationen den gleichen Preis als ihr bei einer Aktienemission jetzt möglich gewesen wäre, dagegen einen um 10—15 pCt. günstigeren Preis, als sie vorher bei einer solchen an Stelle der Obligationenausgabe hätte erzielen können. Steigt der Kurs dagegen angenommen auf 135 pCt. weiter, so wäre eine Aktienausgabe jetzt zu 125 pCt. ungefähr möglich, d. h. die Gesellschaft könnte gegenüber den im Umtausch auszugebenden Aktien einen um 10 pCt. günstigeren Preis erzielen. Diesem Verlust von 10 pCt. steht aber der Gewinn von 10 pCt. gegenüber, der dadurch erzielt wurde, dass seinerzeit an Stelle der Aktien Obligationen zu 105 pCt. ausgegeben wurden, die jetzt zu 115 pCt. in Aktien umgetauscht werden. Verlust und Gewinn gleichen sich also aus, und von einem relativen Verluste kann erst dann gesprochen werden, wenn die Spannung zwischen dem jetzigen Aktienpreis und dem Umtauschpreis eine grössere ist als diejenige zwischen diesem und dem ursprünglich zu erzielenden Aktienkurs. Relativ ist aber der Verlust deshalb, weil die Aktiengesellschaft mit der Befriedigung ihres Kapitalbedürfnisses nicht bis zu dem späteren günstigeren Augenblick warten konnte. Hätte die Möglichkeit der Emission von konvertiblen Bonds nicht bestanden, so hätte man Aktien zu einem Kurse ausgeben müssen, der gegenüber dem späteren höheren Kurse

immer einen Verlust bedeutet, der aber durch den bei den konvertiblen Bonds zu erzielenden höheren Umtauschkurs zum wenigsten vermindert wird, unter Umständen sich dadurch auch in beträchtlichen Gewinn verwandeln kann.

Es hängt also im einzelnen Falle von der Einsicht und Tüchtigkeit der den Anleihevertrag abschliessenden Parteien ab, dass die Chancen einer Kurststeigerung der Aktien und ihre mögliche Höhe so genau als möglich geprüft und geschätzt werden: der Umtauschpreis sollte so festgesetzt werden, dass sich möglichst Gewinn und Verlust für die Gesellschaft entsprechend obigen Ausführungen die Wage halten, den Obligationären aber die Möglichkeit eines dem höheren Obligationenpreis entsprechenden Kapitalgewinns verbleibt. Da aber die Vertreter des Unternehmens selbst dessen Zukunftsaussichten besser beurteilen können als die Gegenpartei, so ist, worauf oben schon kurz hingewiesen wurde, die Gefahr, dass der Umtauschpreis zuungunsten der Obligationäre festgesetzt wird, eine erheblich grössere als die, dass die Festsetzung sich als nachteilig für die Aktiengesellschaft selbst erweist.

Der konvertible Bond gibt also die Möglichkeit, die Zukunftsentwicklung des Unternehmens bzw. des Geldmarktes im voraus zu eskontieren und hierdurch einen höheren Preis zu erzielen, als zurzeit bei einer Aktienemission möglich wäre. Wird die Umtauschoption dann nicht ausgeübt, so stehen in der Bilanz statt der Aktien die Obligationen, für die aber eben durch das Umtauschrecht ein höherer Preis erzielt werden konnte als für eine gewöhnliche Obligationenanleihe.

In der Praxis stellen sich die Verhältnisse häufig natürlich viel komplizierter dar. Eine Aktienemission kann z. B. unmöglich sein, weil der Aktienkurs zurzeit nur pari oder darunter steht, das Gesetz aber eine Unterpariemission nicht gestattet, ferner kann der Erfolg einer gewöhnlichen Obligationenanleihe ein fraglicher sein, da ihr Wert und Verzinsung zu ungesichert sind, um die für die Abnahme solcher Effekten in Betracht kommenden Kapitalistenkreise anzuziehen. Durch das Umtauschrecht erhalten die Obligationen eine Anziehungskraft für spekulativer veranlagte Kapitalisten, die bereit sind, das grössere Risiko gegen die Aussicht auf Kursgewinn zu tragen. Es ist der Gesellschaft also möglich, auf diese Weise Kapitalien aufzunehmen, die ohne das Konversionsrecht durch Obligationen vielleicht gar nicht und durch Aktien nur zu ungünstigen Bedingungen hätten erlangt werden können.

Da, wo die Möglichkeit besteht, gewöhnliche Obligationen vor allem nur mit kurzer Laufzeit, oder etwa die seit einigen Jahren von den amerikanischen Eisenbahngesellschaften immer häufiger angewandten Short Term Notes, d. s. an bestimmtem Termine nach zwei oder drei Jahren wieder einzulösende festverzinsliche Schulscheine, auszugeben, um den Kapitalbedarf zu decken, bis die Lage des Unternehmens oder die des Geldmarktes eine Aktienemission zu günstigen Bedingungen gestattet, besteht selbstverständlich keine Veranlassung, das Konversionsrecht zu gewähren.

Der Erfolg einer Obligationenanleihe ist vor allem dann ein ungewisser, wenn die Gesellschaft nicht in der Lage ist, sie durch Hypotheken oder Effekten sicherzustellen; in diesem Falle tritt das Konversionsrecht an die Stelle der mangelnden Sicherheit, und es scheint, als ob dieser Grund die Veranlassung zu einem beträchtlichen Teil, der, wie im Anfang dargelegt, ohne Sicherstellung ausgegebenen amerikanischen konvertiblen Bonds gewesen ist.

Eine zahlenmässige Gegenüberstellung möge die Ergebnisse einer 1. Aktienemission, 2. gewöhnlichen Obligationen oder short term notes Emission rückzahlbar bei späterer Aktienausgabe und einer 3. konvertiblen Bond-Obligation zeigen:

1. Aktienausgabe.

| | |
|------------------------------------|-----------------------------|
| 1 000 000 Aktien zu pari | Ertrag 1 000 000 M. |
| Das Kapital rentiere sich netto | |
| mit 6 pCt. jährlich | 60 000 M. |
| 5 pCt. Dividende auf 1 000 000 | |
| jährlich | 50 000 „ „ |
| Für 3 Jahre Ueberschuss, 3 mal | 10 000 M. Ertrag = 30 000 „ |
| | Gesamtertrag 1 030 000 M. |

2. Obligationen-Ausgabe.

| | |
|--------------------------------------|-----------------------------|
| 1 150 000 M. Obligationen zu 95 pCt. | Ertrag 1 092 500 M. |
| 6 pCt. Rente wie bei 1. jährlich | 65 550 M. |
| 4 pCt. Zinsen auf 1 150 000 M. | |
| jährlich | 46 000 „ „ |
| Für 3 Jahre Ueberschuss 3 mal | 19 550 M. Ertrag = 58 650 „ |

| | |
|--|-----------------------------|
| 1 000 000 Aktien zu 115 pCt. | 1 150 000 M. Ertrag |
| Zur Rückzahlung der Obligationen | 1 150 000 „ |
| | Gesamtertrag 1 151 150 M. |
| 3. Konvertible Bonds-Ausgabe. | |
| 1 150 000 Obligationen zu pari | Ertrag 1 150 000 M. |
| 6 pCt. Rente wie bei 1. und 2. | |
| jährlich | 69 000 M. |
| 4 pCt. Zinsen auf 1 150 000 M. | |
| jährlich | 46 000 „ |
| Für 3 Jahre Ueberschuss 3 mal | 23 000 M. Ertrag = 69 000 „ |
| | Gesamtertrag 1 219 000 M. |

In allen drei Fällen soll nach Verlauf von drei Jahren lediglich das entsprechende Aktienkapital von 1 000 000 M. ausstehen. Der Erlös für diesen Betrag ist unter Berücksichtigung des in diesen drei Jahren aus dem Unterschied zwischen Rente und Verzinsung verbleibenden Ueberschusses bei

1. unmittelbarer Aktienausschüttung 1 030 000 M. oder 3 pCt. Agio
2. kurzfristiger Obligationenausschüttung

| | |
|-------------|--------|
| 1 151 000 „ | 15,1 „ |
| 1 219 000 „ | 21,9 „ |

Hieraus gehen die finanziellen Vorteile, welche die konvertiblen Bonds den Aktiengesellschaften bieten können, mit aller Deutlichkeit hervor, doch wird das Urteil erst vollständig, wenn wir auch die Vor- und Nachteile geprüft haben, welche diese Obligationen für den Kapitalisten haben.

Jede Industrieobligation birgt in sich ein gewisses Risiko, ein Risiko, das sich noch entsprechend erhöht, wenn der Preis sich als Zusatz zu dem durch die Sicherheit gegebenen Wert erhöht durch den Preisaufschlag, der gewissermassen als Prämiengeld für das Konversionsrecht zu zahlen ist. Ergibt sich, dass dieses Recht nicht mit Gewinn auszuüben ist, dann wird nach Ablauf der Optionsdauer der Wert der Obligation auf den allein durch ihre Sicherheit repräsentierten Betrag zurückgehen. Jeder Inhaber eines konvertiblen Bonds muss seiner Aussicht auf Kapitalgewinn beim Umtausch diese Möglichkeit eines Verlustes des Prämiengeldes gegenüberstellen. Konvertible Bonds eignen sich also von vornherein nur für das Portefeuille derjenigen Kapitalisten, die bereit sind, dieses Risiko zu tragen. Das Risiko ist ein beschränktes, denn der Preis der Obligation wird nicht unter einen einigermaßen genau aus ihrem inneren Wert zu bestimmenden Niedrigstpunkt hinuntergehen, und ihre Verzinsung ist in der Regel ebenso wie das Kapital relativ sichergestellt. Während die Dividende und der Wert einer Aktie viel schwerer zu bestimmen, der mögliche Verlust hier ein sehr grosser sein kann, ist bei der Obligation also das Risiko nach unten hin beschränkt, dagegen hat sie bei steigenden Kursen die nämlichen Gewinnchancen wie die Aktie. Abgesehen von dem Falle, dass der Aktienkurs hinter dem Umtauschkurs zu weit zurückbleibt, so dass vor allem bei nur noch kurzer Optionsdauer eine gewinnlassende Ausübung des Umtauschrechtes so gut wie im Bereiche der Unmöglichkeit liegt, wird der Kurs der Obligationen sich stets in der gleichen Richtung bewegen wie derjenige der Stammaktien. Es besteht das Bestreben, den Kurs der Obligationen so festzustellen, dass bei Ausübung des Umtausches für die Aktien der gleiche Kaufpreis zu zahlen ist, als ihr gegenwärtiger Marktwert beträgt, wobei in der Regel zugunsten der Aktien als Äquivalent der Umtauschspesen und -bemühungen sich eine kleine Differenz ergibt. Ich gebe zur Erläuterung nach einem der von zahlreichen Börsenfirmer herausgegebenen Handbücher die Höchst- und Niedrigstpreise der Common Shares und 4proz. konvertiblen Bonds der Atchison, Topeka und Santa Fé Railway an der Londoner Börse.

| Common Shares | | Konvertible Bonds | |
|--|-------------------------------------|--------------------------------------|----------------------------------|
| höchst | niedrigst | höchst | niedrigst |
| 1905 105 pCt. | 80 ¹ / ₈ pCt. | 105 ³ / ₄ pCt. | 96 pCt. |
| 1907 111 ¹ / ₈ „ | 68 ³ / ₄ „ | 110 ³ / ₄ „ | 81 ³ / ₄ „ |
| 1910 127 ⁷ / ₈ „ | 95 ¹ / ₄ „ | 125 ¹ / ₄ „ | 104 „ |

Während im Krisenjahr 1907 die Common Shares einen Tiefkurs von 68³/₄ erreichen, ist der niedrigste Preis für die Bonds in diesem Jahre 81³/₄ pCt., dagegen halten sie im Jahre 1910 mit der Aufwärtsbewegung der Aktienkurse gleichen Schritt und steigen auf 125¹/₄ gegen die 127⁷/₈ pCt. der Aktien. Für den Kapitalisten, der das Risiko fallender Kurse und etwaigen Verlustes des Aufgeldes für das Umtauschrecht tragen will, bieten die konvertiblen Bonds zweifellos eine gute Anlagemöglichkeit, die gegenüber den gleichen Gewinnaussichten wie eine Aktie eine grössere Sicherheit des Kapitals und der

Verzinsung, sowie eine Beschränkung des möglichen Verlustes gewährt.

Aber es läßt sich nicht leugnen, dass eine gewisse Gefahr darin liegt, dass durch die grössere Sachkenntnis der Gegenpartei den Obligationären ein von Anfang an aussichts- und wertloses Konversionsrecht gewährt wird, durch Festsetzung eines Aktienkurses, der einen vorteilhaften Umtausch während der Optionszeit aller Wahrscheinlichkeit nach niemals ermöglicht. Ich hebe dabei gerne hervor, dass z. B. von der Anleihe der Union Pacific Railroad von 75 000 000 Doll. bis Ende 1910 bereits mehr als die Hälfte konvertiert war, und dass inzwischen bei dem zeitweise hohen Aktienkurs ein weiterer beträchtlicher Betrag konvertiert worden sein dürfte. Auch bei den Anleihen der Baltimore und Ohio, Atchison Topeka und anderen amerikanischen Eisenbahnen wurde von dem Konversionsrecht vielfach nutzbringend Gebrauch gemacht, aber leider lässt sich das gleiche von den meisten englischen Emissionen nicht sagen, und von den in diesem Jahre ablaufenden Optionen dürfte ein beträchtlicher Teil sich als wertlos erweisen. Schuld daran ist zum grossen Teil sicher die Kürze der Umtauschzeit, wenn es auch ein unglücklicher Zufall ist, dass seit der Ausgabe dieser Anleihen im Jahre 1908 der Londoner Goldminenmarkt ganz besonders vom Spekulantenpublikum vernachlässigt wurde. Von der grössten englischen Emission, der der Randfontein Estates Co. von 2 000 000 Lstrl. waren z. B. bis Ende 1910 ganze 320 Lstrl. konvertiert.

Neben der Sicherheit der Obligation muss der Investor also ganz besonders den Wert des Umtauschrechtes prüfen, und sollte neben der vergangenen Entwicklung des Unternehmens und des Kurses seiner Aktien sich bemühen, die genauesten Informationen über die Zukunftsaussichten zu erhalten. Ganz besonders gross ist die Gefahr, ein wertloses Konversionsrecht zu erhalten bei den von neu gegründeten Unternehmungen ausgegebenen konvertiblen Bonds, um so mehr als es in letzter Zeit in England gerade Unternehmungen spekulativster Art, vor allem Gummipflanzungen-Gesellschaften sind, die sich immer mehr dieses Mittels zur Kapitalbeschaffung bedienen. Diese Obligationen eignen sich selbstverständlich nicht einmal für den Investor, der ein gewisses Risiko auf sich zu nehmen bereit ist, da auf der einen Seite die Sicherheit eine relativ zweifelhafte und die Verkaufsmöglichkeit für die Obligationen bei dem durch den meistens nur geringen Nominalbetrag dieser Emissionen an sich schon beschränkten Märkte keine grosse ist, auf der anderen Seite die Aussichten auf eine gewinnbringende Ausübung des Konversionsrechtes sehr ungewisse sind. Diese Obligationen eignen sich also lediglich für den Spekulanten, der dabei gegenüber dem direkten Kauf von Aktien sein Risiko einigermaßen beschränkt.

Für die Spekulation bilden die konvertiblen Bonds auch in anderer Beziehung noch eine Attraktion. Wir haben oben auf die Tatsache hingewiesen, dass sich der Kurs der konvertiblen Obligationen immer einer Aufwärtsbewegung der Aktienkurse anschliesst, dagegen nicht in gleicher Weise wie diese sinkt. Daraus ergibt sich die Möglichkeit, bei entsprechend hohen Aktienkursen in den Aktien à la baisse zu gehen und gleichzeitig Obligationen zu kaufen. Erweist sich die Spekulation als richtig, dann spricht alle Wahrscheinlichkeit dafür, dass der Kurs der Aktien tiefer fallen wird als derjenige der Obligationen. Die Differenz zwischen Verkaufs- und Einkaufspreis der Aktien ist also eine grössere als die Differenz zwischen Einkaufs- und Verkaufspreis der Obligationen, wenn nicht der betreffende Spekulant vorzieht, die Obligationen zu dem niedrigeren Preise überhaupt nicht zu verkaufen, sondern als Kapitalanlage zu behalten, bis steigende Kurse einen gewinnbringenden Umtausch ermöglichen oder die Wiederholung der gleichen Spekulation gestatten. Gehen indessen wider Erwarten die Aktienkurse in die Höhe, dann wird der Gewinn beim Verkauf der Obligationen ungefähr ebenso gross sein als der Verlust, der sich aus den höheren Rückkaufpreisen für die Aktien ergibt. Die Spekulation ist noch erleichtert dadurch, dass das zum Kauf der Obligationen nötige Geld durch den Blankoverkauf der Aktien selbst erzielt wird.

Diese spekulativen Eigenschaften der konvertiblen Bonds, auf der einen Seite attraktiv für den reinen Börsenspekulanten, auf der anderen Seite für Kapitalisten, welche zugleich Sicherheit und Aussicht auf Gewinn in den konvertiblen Bonds vereinigt finden, sind es also, die neue Kapitalien anziehen. Sie bieten, vorausgesetzt, dass der Umtauschkurs in einem dem Interesse beider Parteien angemessenen Verhältnis festgesetzt

wird, ebenso dem Investor Aussichten auf Gewinn wie der Aktiengesellschaft die Möglichkeit der Kapitalbeschaffung zu günstigen Bedingungen, oder unter Umständen überhaupt erst die Möglichkeit der Kapitalbeschaffung. Gewiss besteht dabei die Gefahr, dass durch das Wort „Obligation“ zusammen mit den durch das Umtauschrecht gemachten Aussichten auf Kapitalgewinn auch Kapitalisten angezogen werden, die sich des zu tragenden Risikos nicht bewusst sind, und das lässt sich besonders gegen die rein spekulativen Gründungen bzw. Emissionen von Gummi- und Petroleumgesellschaften, Minen usw. in England einwenden. Aber die Möglichkeit des Missbrauches, eine Möglichkeit, die allenthalben bei Finanzierungen besteht, darf nicht dazu führen, dass die Vorteile gerade des hier behandelten Finanzierungsmittels für Schuldner wie Gläubiger verkannt und unterschätzt werden.

Bücherbesprechungen.

Welthandelsrecht. Systematische rechtsvergleichende Darstellung des Wechselrechts aller Kulturvölker von Dr. Hans Trumpler, Syndikus der Handelskammer zu Frankfurt a. M. und Dr. Paul Zyball, Gerichtsassessor zu Frankfurt a. M. Systematische rechtsvergleichende Darstellung des Scheckrechts aller Kulturvölker von Dr. Hans Trumpler. Deckers Verlag. Berlin.

Einen ungeahnten Aufschwung hat in verhältnismäßig kurzer Zeit die Wissenschaft der Rechtsvergleichung in allen Kulturländern genommen. Ihre Berechtigung sowohl wie ihre Notwendigkeit bedarf keiner Darlegung mehr. So ist denn diese neueste Veröffentlichung des alten von Deckerschen Verlags dankbar zu begrüßen, die unter der Leitung des als handelsrechtlicher Schriftsteller genugsam bekannten Syndikus der Frankfurter Handelskammer als Teil des Schlussbandes des so gross angelegten Werkes „Die Handelsgesetze des Erdballs“ aber auch in einer Sonderausgabe, erscheint. Die Arbeit gliedert sich in zwei Teile, das von Trumpler und Zyball bearbeitete Wechselrecht und das Scheckrecht, das lediglich von Trumpler bearbeitet ist. Für das Wechselrecht hat Trumpler die Länder der englischen und Zyball im Einvernehmen mit ihm die der deutschen und französischen Gruppe bearbeitet. Dem Wechselrecht sind 182, dem Scheckrecht 54 Seiten gewidmet. Jedem Teile ist vorangeschickt eine Einleitung, betr. die einzelnen Länder und Gruppen und ihre Charakterisierung. Daran schließt sich dann, abgesehen von vier dazwischen geschobenen Vorbemerkungen für den Scheck, die rechtsvergleichende Darstellung im einzelnen, wofür die deutsche Wechselordnung und das deutsche Scheckgesetz in ihrer Legalordnung als Grundlagen dienen. Wenn man bedenkt, dass für die Darstellung des Wechselrechts die Gesetze von 51 Ländern, für die des Scheckrechts die von 42 verarbeitet worden sind, so kann man sich eine ungefähre Vorstellung machen von der auf dieses Werk verwendeten peinlichsten Mühe. Entsprechend der Einteilung in drei grosse Gruppen, deutsche, französische und englische, die wieder in Untergruppen zerfallen, ist der Stoff angeordnet. Die einzelnen Bestimmungen werden nicht in der Weise verglichen, dass sich

die Vergleichung stets auf einen ganzen Artikel oder Paragraphen der deutschen Gesetze erstreckt, sondern jeder einzelnen zur Vergleichung Anhalt bietenden Bestimmung ist ein besonderer Abschnitt gewidmet. So werden z. B. zu Art. 1 W.O. besonders behandelt: Volljährigkeitstermine, passive Wechselbarkeit der Minderjährigen, der Frauen, gewisser Berufsstände. Die einzelnen, häufig sehr ausführlichen, Erörterungen sind flüssig, leicht verständlich geschrieben und beschränken sich nicht etwa nur auf die Hervorhebung des von der betr. deutschen Bestimmung abweichenden, sondern geben vielfach einen gedrängten Abriss der grundlegenden Gedanken des fremden Rechtes. Eine ganz besondere Hervorhebung verdient die allein fast 23 Seiten umfassende Einleitung zum Wechselrecht, die in grossen Zügen einen Niederschlag der ganzen auf das Werk verwendeten Arbeit enthält. Sie teilt die Länder der deutschen Gruppe in solche enger Anlehnung, wozu Oesterreich, Bosnien-Herzegovina, Ungarn, Bulgarien, die Schweiz, Skandinavien, Russland, Finnland und Japan gerechnet werden, und solche freierer Nachbildung, wie Italien, Rumänien, Peru, Venezuela, San Marino, Portugal, San Salvador und Brasilien. Daran schliessen sich die Länder der französischen Gruppe, der die der englischen folgen und zum Schlusse die Länder ohne besonderes Wechselrecht, nämlich China, der Kongostaat, Marokko, Persien, Siam, Montenegro und Liberia. Für jedes der besprochenen Länder wird auf die wesentlichen Unterschiede von der D. W.O. hingewiesen, teils durch unmittelbare Vergleichung, teils, wenn ihnen wieder andere Länder der Gruppe zum Vorbilde gedient haben, wie z. B. das ungarische Gesetz für das bosnische, durch Vergleichung in dem bereits behandelten Vorbilde. Auf Einzelheiten hier einzugehen, erscheint ausgeschlossen, denn wo sollte bei dem Reichtum des Stoffes die Grenze gezogen werden?

Der Gleichartigkeit des Systems halber ist auch für den Scheck das deutsche Gesetz zugrunde gelegt, obwohl, wie die Einleitung mit Recht bemerkt, für die deutsche Gruppe nicht das deutsche, sondern das österreichische Gesetz führend ist, das diesem um beinahe 2 Jahre vorangegangen ist. Auf beiden fasst, wenn auch nicht völlig, das ungarische Gesetz, das am 31. Dezember 1908, also aus demselben Jahre, wie das deutsche, stammt. Kann es daher keinem Bedenken unterliegen, diese 3 Staaten in eine Gruppe zusammenzufügen, so könnten doch wohl Zweifel entstehen, ob die erheblich älteren Gesetze der skandinavischen Länder, Japans und der Schweiz mit Recht dieser Gruppe zugerechnet werden. Doch ist dieses Bedenken von untergeordneter Bedeutung für die Darstellung, für die die Erwägung massgebend gewesen ist, dass die zur deutschen Gruppe zusammengeführten Länder auf eine Legaldefinition des Schecks verzichten.

Der ganze gewaltige Stoff ist in musterhafter Weise verarbeitet, und in klarer und knapper Weise ist die Rechtsvergleichung überall durchgeführt. Wer sich mit ihr in den behandelten Gebieten zu befassen hat, wird den Verfassern lebhaften Dank sagen müssen für dieses Werk, das der deutschen Rechtswissenschaft zur Ehre gereicht.

Reichsgerichtsrat Simonson, Leipzig.

Statistischer Teil.

Die Reichsbank im Monat November 1911.¹⁾

| 1. Der Metallbestand. | | | | | 3. Der Barvorrat. ²⁾ | | | | |
|-----------------------|---------------|----------------------|---------------|---------------|---------------------------------|---------------|---------------------|---------------|---------------|
| Monat | 7. | Ausweistage | | | Monat | 7. | Ausweistage | | |
| | | 15. | 23. | 30. | | | 15. | 23. | 30. |
| | | Metallvorrat in Mark | | | | | Barvorrat in Mark | | |
| Nov. 1911 | 1 057 864 000 | 1 108 705 000 | 1 147 505 000 | 1 106 146 000 | Nov. 1911 | 1 120 461 000 | 1 184 854 000 | 1 232 894 000 | 1 160 293 000 |
| Okt. 1911 | 1 006 664 000 | 1 041 729 000 | 1 096 714 000 | 1 052 555 000 | Okt. 1911 | 1 072 223 000 | 1 117 118 000 | 1 181 704 000 | 1 105 416 000 |
| Nov. 1910 | 951 303 000 | 999 907 000 | 1 059 874 000 | 1 014 076 000 | Nov. 1910 | 1 027 653 000 | 1 088 243 000 | 1 157 229 000 | 1 086 763 000 |
| 2. Der Goldbestand. | | | | | 4. Der Notenumlauf. | | | | |
| Monat | 7. | Ausweistage | | | Monat | 7. | Ausweistage | | |
| | | 15. | 23. | 30. | | | 15. | 23. | 30. |
| | | Goldbestand in Mark | | | | | Notenumlauf in Mark | | |
| Nov. 1911 | 778 666 000 | 819 486 000 | 849 812 000 | 809 877 000 | Nov. 1911 | 1 822 058 000 | 1 730 051 000 | 1 653 698 000 | 1 754 522 000 |
| Okt. 1911 | 737 177 000 | 768 327 000 | 814 990 000 | 770 689 000 | Okt. 1911 | 2 046 633 000 | 1 897 574 000 | 1 806 087 000 | 1 915 294 000 |
| Nov. 1910 | 694 094 000 | 734 513 000 | 781 594 000 | 738 268 000 | Nov. 1910 | 1 675 397 000 | 1 591 154 000 | 1 513 506 000 | 1 598 667 000 |

¹⁾ Die höchsten und niedrigsten Ziffern der einzelnen Bestände in jedem Monat sind durch fetten Druck hervorgehoben.

²⁾ Als Barvorrat gilt gemäss § 9 des Bankgesetzes vom 14. März 1875 der in den Kassen der Reichsbank befindliche Betrag an kursfähigem deutschen Gelde, an Reichs-Kassenscheinen, an Noten anderer deutscher Banken und an Gold in Barren oder ausländischen Münzen, das Pfund fein zu 1392 M. berechnet.

5. Die Metalldeckung des Notenumlaufs.

| Monat | Ausweistage | | | |
|-----------|------------------------------------|-------|-------|-------|
| | 7. | 15. | 23. | 30. |
| | Metallvorrat in % des Notenumlaufs | | | |
| Nov. 1911 | 58,06 | 64,09 | 69,39 | 63,06 |
| Okt. 1911 | 49,19 | 54,90 | 60,72 | 54,96 |
| Nov. 1910 | 56,78 | 62,84 | 70,03 | 63,43 |

6. Die Golddeckung des Notenumlaufs.

| Monat | Ausweistage | | | |
|-----------|-----------------------------------|-------|-------|-------|
| | 7. | 15. | 23. | 30. |
| | Goldbestand in % des Notenumlaufs | | | |
| Nov. 1911 | 42,74 | 47,87 | 51,89 | 46,16 |
| Okt. 1911 | 36,02 | 40,49 | 45,12 | 40,24 |
| Nov. 1910 | 41,43 | 46,16 | 51,64 | 46,18 |

7. Die Bardeckung des Notenumlaufs.

| Monat | Ausweistage | | | |
|-----------|---------------------------------|-------|-------|-------|
| | 7. | 15. | 23. | 30. |
| | Barvorrat in % des Notenumlaufs | | | |
| Nov. 1911 | 61,49 | 68,49 | 74,55 | 66,13 |
| Okt. 1911 | 52,39 | 58,87 | 65,43 | 57,72 |
| Nov. 1910 | 61,34 | 68,39 | 76,46 | 67,98 |

8. Höchste und niedrigste Deckung des Notenumlaufs.

| Monat | Höchster Stand | | | Niedrigster Stand | | |
|-----------|----------------|-----------|----------|-------------------|-----------|----------|
| | der Metall- | der Gold- | der Bar- | der Metall- | der Gold- | der Bar- |
| | % | % | % | % | % | % |
| Nov. 1911 | 69,39 | 51,39 | 74,55 | 58,06 | 42,74 | 61,49 |
| Okt. 1911 | 60,72 | 45,12 | 65,43 | 49,19 | 36,02 | 52,39 |
| Nov. 1910 | 70,03 | 51,64 | 76,46 | 56,78 | 41,43 | 61,34 |

9. Steuerfreier und steuerpflichtiger Notenumlauf.³⁾

| Monat | Ausweistage | | | |
|-----------|---|--------------|--------------|--------------|
| | 7. | 15. | 23. | 30. |
| | Höhe des steuerfreien (+) bzw. steuerpflichtigen (-) Notenumlaufs in Mark | | | |
| Nov. 1911 | -151 597 000 | + 4 803 000 | +129 196 000 | - 44 229 000 |
| Okt. 1911 | -424 410 000 | -230 456 000 | - 74 383 000 | -259 878 000 |
| Nov. 1910 | -174 915 000 | - 30 082 000 | +116 552 000 | - 39 075 000 |

10. Fremde Gelder.⁴⁾

| Monat | Ausweistage | | | |
|-----------|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| | 7. | 15. | 23. | 30. |
| | Betrag der fremden Gelder in Mark | | | |
| Nov. 1911 | 566 682 000 | 652 292 000 | 706 530 000 | 649 259 000 |
| Okt. 1911 | 642 839 000 | 617 823 000 | 641 966 000 | 595 968 000 |
| Nov. 1910 | 494 518 000 | 616 244 000 | 684 301 000 | 656 730 000 |

11. Die Metalldeckung der sämtlichen täglich fälligen Verbindlichkeiten.⁵⁾

| Monat | Ausweistage | | | |
|-----------|---|-------|-------|-------|
| | 7. | 15. | 23. | 30. |
| | Metallvorrat in % der sämtlichen täglich fälligen Verbindlichkeiten | | | |
| Nov. 1911 | 44,29 | 46,54 | 48,62 | 46,02 |
| Okt. 1911 | 37,48 | 41,41 | 44,80 | 41,91 |
| Nov. 1910 | 43,84 | 45,30 | 48,22 | 44,96 |

12. Die Golddeckung der sämtlichen täglich fälligen Verbindlichkeiten.

| Monat | Ausweistage | | | |
|-----------|--|-------|-------|-------|
| | 7. | 15. | 23. | 30. |
| | Goldbestand in % der sämtlichen täglich fälligen Verbindlichkeiten | | | |
| Nov. 1911 | 32,60 | 34,40 | 36,01 | 33,69 |
| Okt. 1911 | 27,41 | 30,54 | 33,29 | 30,69 |
| Nov. 1910 | 31,99 | 33,28 | 35,56 | 32,73 |

13. Die Bardeckung der sämtlichen täglich fälligen Verbindlichkeiten.

| Monat | Ausweistage | | | |
|-----------|--|-------|-------|-------|
| | 7. | 15. | 23. | 30. |
| | Barvorrat in % der sämtlichen täglich fälligen Verbindlichkeiten | | | |
| Nov. 1911 | 46,91 | 49,73 | 52,24 | 48,27 |
| Okt. 1911 | 39,87 | 44,41 | 48,27 | 44,02 |
| Nov. 1910 | 47,36 | 49,30 | 52,65 | 48,18 |

14. Höchste und niedrigste Deckung der sämtlichen täglich fälligen Verbindlichkeiten.

| Monat | Höchster Stand | | | Niedrigster Stand | | |
|-----------|----------------|-----------|----------|-------------------|-----------|----------|
| | der Metall- | der Gold- | der Bar- | der Metall- | der Gold- | der Bar- |
| | % | % | % | % | % | % |
| Nov. 1911 | 43,62 | 36,01 | 52,24 | 44,29 | 32,60 | 46,91 |
| Okt. 1911 | 41,80 | 33,29 | 48,27 | 37,43 | 27,41 | 39,87 |
| Nov. 1910 | 48,22 | 35,56 | 52,65 | 43,84 | 31,99 | 47,36 |

15. Die Wechsel- und Scheckanlage.

| Monat | Ausweistage | | | |
|-----------|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| | 7. | 15. | 23. | 30. |
| | Wechsel- und Scheckanlage in Mark | | | |
| Nov. 1911 | 1 222 166 000 | 1 163 713 000 | 1 112 151 000 | 1 181 432 000 |
| Okt. 1911 | 1 510 921 000 | 1 320 642 000 | 1 214 356 000 | 1 313 360 000 |
| Nov. 1910 | 1 113 408 000 | 1 075 887 000 | 1 029 438 000 | 1 089 515 000 |

16. Die Lombardanlage.

| Monat | Ausweistage | | | |
|-----------|-----------------------|------------|------------|-------------|
| | 7. | 15. | 23. | 30. |
| | Lombardanlage in Mark | | | |
| Nov. 1911 | 80 973 000 | 74 499 000 | 56 696 000 | 98 907 000 |
| Okt. 1911 | 62 638 000 | 69 241 000 | 61 032 000 | 122 756 000 |
| Nov. 1910 | 78 266 000 | 73 030 000 | 53 698 000 | 88 863 000 |

17. Die Effektenanlage.⁶⁾

| Monat | Ausweistage | | | |
|-----------|----------------------------|-------------|-------------|------------|
| | 7. | 15. | 23. | 30. |
| | Die Effektenanlage in Mark | | | |
| Nov. 1911 | 96 420 000 | 91 725 000 | 89 770 000 | 88 384 000 |
| Okt. 1911 | 156 236 000 | 143 580 000 | 132 125 000 | 98 184 000 |
| Nov. 1910 | 40 616 000 | 78 546 000 | 58 764 000 | 73 200 000 |

19. Der Diskontsatz.

| Monat | Durchschnittl. | | Höchster | | Niedrigster | |
|-----------|----------------|---------|----------|-------------------------------|-------------|-------------------------------|
| | Bank- | Privat- | Bank- | Privat- | Bank- | Privat- |
| | diskont | diskont | diskont | diskont | diskont | diskont |
| | % | % | % | % | % | % |
| Nov. 1911 | 5,00 | 4,51 | 5,00 | 4 ³ / ₄ | 5,00 | 4 ¹ / ₄ |
| Okt. 1911 | 5,00 | 4,34 | 5,00 | 4 ⁵ / ₈ | 5,00 | 3 ⁷ / ₈ |
| Nov. 1910 | 5,00 | 4,51 | 5,00 | 4 ³ / ₄ | 5,00 | 4 ³ / ₈ |

18. Die Zusammensetzung der Anlagen⁷⁾ der Reichsbank.

| Monat | Ausweistage | | | | | | | | | | | |
|---------------|---|--------------------|-------------|------------------------|--------------------|-------------|------------------------|--------------------|-------------|------------------------|--------------------|-------------|
| | Es beträgt in % der gesamten Anlagen die Anlage | | | | | | | | | | | |
| | 7. | | | 15. | | | 23. | | | 30. | | |
| | in Wechseln u. Schecks | in Lombarddarlehen | in Effekten | in Wechseln u. Schecks | in Lombarddarlehen | in Effekten | in Wechseln u. Schecks | in Lombarddarlehen | in Effekten | in Wechseln u. Schecks | in Lombarddarlehen | in Effekten |
| November 1911 | 87,32 | 5,79 | 6,89 | 87,50 | 5,60 | 6,90 | 88,36 | 4,51 | 7,13 | 86,32 | 7,22 | 4,46 |
| Oktober 1911 | 87,35 | 3,62 | 9,03 | 86,12 | 4,52 | 9,36 | 86,27 | 4,34 | 9,39 | 85,60 | 8,00 | 6,40 |
| November 1910 | 90,35 | 6,35 | 3,30 | 87,65 | 5,95 | 6,40 | 90,15 | 4,70 | 5,15 | 87,05 | 7,10 | 5,85 |

³⁾ Seit dem 1. Januar 1911 hat sich das steuerfreie Notenkontingent der Reichsbank auf 550 000 000 resp. 750 000 000 M. erhöht.

⁴⁾ Die „fremden Gelder“ entsprechen der Position „die sonstigen täglich fälligen Verbindlichkeiten“ des Reichsbankausweises. Sie setzen sich aus der Hauptsache zusammen aus den Giro Guthaben (von Staatskassen und von Privaten), aus den Guthaben von Staatskassen auf besonderen Konten und aus den Depositengeldern.

⁵⁾ Die sämtlichen täglich fälligen Verbindlichkeiten sind Noten und fremde Gelder.

⁶⁾ Die Effektenanlage enthält vornehmlich Reichsschatzscheine.

⁷⁾ Als solche sind zusammengefasst worden: Die Anlagen in Wechseln und Schecks, Lombardforderungen und Effekten.