

# BANK-ARCHIV

Zeitschrift  
für Bank- und Börsenwesen.

Königberger Hof-  
der  
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, M. d. R., Berlin; Reichsgerichtsrat Dr. Düringer, Leipzig; Wirkl. Legationsrat Professor Dr. Helfferich, Berlin; Wirkl. Geh. Rat Professor 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.

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

XI. Jahrgang.

Berlin, 15. Juni 1912.

Nummer 18.

## Inhalts-Verzeichnis.

Die Prüfungspflicht der Emissionshäuser.

Ein Gutachten von Justizrat Dr. Ernst Springer, Berlin.

Die englischen Konsols. I.

Von Dr. Karl Kimmich, Berlin.

Zur Frage der Depositen-Versicherung.

Von Dr. Eustach Mayr, Diplom-Ingenieur und Mathematiker, Vorstand des mathematisch-statistischen Bureaus der Pfälzischen Hypothekenbank zu Ludwigshafen a. Rh.

Der Spieleinwand beim Kassageschäft. Eine prinzipielle Erörterung zum Börsengesetz.

Von Rechtsanwalt Dr. Arthur Nussbaum, Berlin.

Gerichtliche Entscheidungen.

Berichtigung.

Statistischer Teil.

Die Reichsbank im Mai 1912.

### Die Prüfungspflicht der Emissionshäuser.

Ein Gutachten von Justizrat Dr. Ernst Springer in Berlin.

In Sachen B. und Gen. gegen den A. Schaaffhausen'schen Bankverein — 35. O. 163. 10 — hat das Königliche Landgericht I Berlin beschlossen, von mir ein Gutachten über folgendes zu erfordern:

1. Besteht in den massgebenden Bankkreisen die allgemein geübte Gepflogenheit, dass ein Emissionshaus, bevor es unter Ueberreichung eines Prospektes die Zulassung von Aktien an der Berliner Börse beantragt, die ihm zum Prospekt unterbreiteten Angaben des Unternehmens, dessen Aktien an die Berliner Börse gebracht werden sollen, einer selbständigen eingehenden Prüfung, insbesondere auch an der Hand der Geschäftsbücher des Unternehmens, unterzieht?

(Behauptung der Kläger)

2. Besteht eine solche allgemeine Gepflogenheit nicht, findet eine solche Prüfung vielmehr nur ausnahmsweise und in besonderen Fällen, nämlich nur dann statt, wenn es sich um ein Unternehmen handelt, welches dem Emissionshaus fremd ist, oder bei dem aus irgend einem Anlass, wie auffällige Posten in der Bilanz, Bemerkungen in Geschäftsberichten, Vorfälle im laufenden Geschäftsverkehr, das Ansehen und die geschäftlichen Erfolge des Unternehmens, dem Emissionshaus der Verdacht nahegelegt wird, dass die Verhältnisse des Unternehmens

nicht dem nach aussen Dargelegten entsprechen oder dass die Grundlagen des Unternehmens nicht solide sind.

(Behauptung des Beklagten)

Mir sind die Prozessakten über den vorbezeichneten Rechtsstreit 35. O. 163. 10, sowie die Prozessakten des Königlichen Landgerichts I, Zivilkammer 18, über einen Vorprozess F. und Gen. gegen den A. Schaaffhausen'schen Bankverein 35. O. 127. 09 zugegangen, und ich bin in dem zu meiner Beeidigung und Instruktion am 8. Januar 1912 abgehaltenen Termine in Gegenwart der Anwälte beider Parteien über die allgemeine Lage des Streitfalles informiert worden. Hierbei wurde ich insbesondere auf das bei den Akten des Prozesses F. und Gen. befindliche Urteil des I. Zivilsenats des Reichsgerichts vom 15. Oktober 1910 und auf den ebendort Blatt 47—53 in Abschrift befindlichen zwischen den Parteien dem Wortlaut nach unstreitigen Prospekt über die im Juni 1906 auf Antrag des beklagten Bankvereins zum Handel und zur Notiz an der Berliner Börse zugelassenen neuen tausend Stück Aktien der Solinger Bank hingewiesen. Zugleich wurde mir mitgeteilt, dass die streitigen und unstreitigen Behauptungen der Parteien sich aus den bei den Akten befindlichen vorbereitenden Schriftsätzen, von denen ich Kenntnis nehmen sollte, ergäben.

Nachdem ich von dem Inhalte der vorbereitenden Schriftsätze beider Parteien im gegenwärtigen Rechtsstreit und auch von dem Inhalte der Akten des Vorprozesses, insbesondere auch von dem Prospekt vom Juni 1906 Kenntnis genommen habe, gebe ich das von

mir erforderte Gutachten auf Grund meiner Kenntnisse und Erfahrungen im nachstehenden ab:

Es sei vorweg bemerkt, dass ich bis zum Sommer 1911 Justitiar und Generalbevollmächtigter des Bankhauses S. Bleichröder gewesen bin und in dieser Eigenschaft das Emissionsgeschäft in mehr als zehnjähriger Tätigkeit aus eigener Anschauung kennen gelernt und selbst mit ausgeübt habe.

Meine Kenntnisse und Wahrnehmungen beschränken sich nicht auf das einigermaßen ausgedehnte eigene Emissionsgeschäft des genannten Bankhauses, erstrecken sich vielmehr auch auf Emissionen der anderen Banken. Die moderne Entwicklung des Bankwesens hat es mit sich gebracht, dass in einer sehr erheblichen, wenn nicht der überwiegenden Zahl von Fällen die Emissionen gemeinsam von mehreren Banken, vielfach sogar von grösseren Gruppen von Banken (gemeinhin Konsortien genannt) ausgeführt werden. Dies hat zur Folge, dass dasselbe Bankinstitut bei den verschiedenen Geschäften bald mit der einen, bald mit der anderen Bank oder Mehrzahl von Banken gemeinsam arbeitet und dadurch Gelegenheit zu einem Einblick in die Emissionstechnik der anderen Institute erhält.

Abgesehen hiervon bietet der rege geschäftliche Verkehr zwischen den Berliner Grossbanken vielfach Gelegenheit zu einem Meinungsaustausch über einzelne Zweckmässigkeitsmassnahmen, so dass die leitenden bei der Emission mitwirkenden Persönlichkeiten des einen Institutes über die Handhabung der Emissionstechnik von seiten der anderen einigermaßen orientiert bleiben.

Ich bin daher der Meinung, dass, soweit allgemeine Gepflogenheiten innerhalb des von mir bezeichneten und als „massgebend“ betrachteten Kreises von Banken in bezug auf Massnahmen zum Zwecke oder aus Anlass der Emission sich herausgebildet haben, sie auch Gegenstand meiner Wahrnehmung und Beachtung geworden sein müssen.

#### A.

Dies vorausgeschickt, muss ich zur Verständlichung zunächst die allgemeinen Verhältnisse berühren, welche mit dem Antrage auf Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel in Verbindung stehen.

Obwohl die mir vorgelegten Fragen sich speziell auf die Zulassung von Aktien beziehen, so vermag ich doch vom Standpunkte einer Emissionsbank aus keinen grundsätzlichen Unterschied zwischen Aktien und anderen Wertpapieren zu machen, für welche der Prospektzwang besteht. Befreit vom Prospektzwang sind bekanntlich (§ 39 BG.) die deutschen Reichs- und Staatsanleihen, und von der Einreichung des Prospektes können durch die Landesregierung befreit werden (§ 40 BG.) Schuldverschreibungen, deren Verzinsung und Rückzahlung vom Reich oder einem Bundesstaat gewährleistet ist, kommunale und denen gleichstehende Schuldverschreibungen, die Schuldverschreibungen der Landschaften und ähnliche.

Für alle anderen inländischen und ausländischen Wertpapiere, mögen es Aktien oder Kolonialanteile, oder mögen es Schuldverschreibungen von Gesellschaften, Privaten, Korporationen oder Staaten sein, gelten prinzipiell dieselben Vorschriften, und sie werden grundsätzlich von den Emissionsbanken in bezug auf den Prospekt gleich behandelt, soweit nicht die Natur des einzelnen Falles ein besonderes erfordert.

Was der Prospekt, auf Grund dessen die Zulassung zum Börsenhandel beantragt wird, zu enthalten hat, ist gemäss § 42 BG. durch die Bundesratsverordnung vom 11. September 1896<sup>1)</sup> des näheren geordnet worden.

Die Bank, welche die Zulassung eines Wertpapiers beantragen will, sorgt daher dafür, dass ein diese vorgeschriebenen Angaben enthaltender Prospekt angefertigt wird, welcher der Zulassungsstelle der Berliner Börse vorgelegt werden kann. Wohl ausnahmslos sind alle Berliner grossen Banken und Bankhäuser durch ein Mitglied in dieser Zulassungsstelle dauernd vertreten. Durch diese Vertretung einerseits und durch die fortgesetzten Verhandlungen mit der Zulassungsstelle über die eigenen Anträge andererseits ist jede Emissionsbank genau über die strengen Anforderungen orientiert, welche die Zulassungsstelle in konstanter Praxis im einzelnen an die Prospekte stellt. Die Emissionsbank trifft daher im voraus Fürsorge, dass tunlichst in jedem Punkte alle zu erwartenden Wünsche der Zulassungsstelle nach Erläuterung oder Aufklärung befriedigt werden, dass insbesondere die nach der Bundesratsverordnung oder nach der Praxis der Zulassungsstelle erforderten Beläge oder Nachweise zur Stelle sind. Selbst wenn der Prospekt nicht von der Emissionsbank, sondern von dem Unternehmen, dessen Werte eingeführt werden sollen, entworfen wird, so wird der Inhalt des Prospektes durch die Emissionsbank etwa vom Standpunkte eines strengen Berichterstatters der Zulassungsstelle aus durchgesehen, seine Angaben mit dem Inhalte der zugehörigen Beilagen verglichen, für die Beseitigung von Anständen oder Unklarheiten gesorgt, die Vervollständigung ungenügender Angaben und Ausweise herbeigeführt.

Dies vollzieht sich im Wege der Korrespondenz oder mündlichen Unterhaltung mit dem Unternehmen, um dessen Werte es sich handelt, oder auch durch einen diesen Verkehr vermittelnden Geschäftsfreund. Das gleiche gilt auch dann, wenn es sich nicht um Werte eines Unternehmens sondern z. B. um ausländische Staats- oder Kommunalpapiere handelt. Aehnlich wie die Zulassungsstelle betrachten es auch die grossen Bankhäuser und Banken als ihre Aufgabe, es zu verhindern, dass reklamehafte Anpreisungen oder überhaupt empfehlende Urteile in dem Prospekt Aufnahme finden, streben vielmehr bewusstermassen an, den Inhalt des Prospektes auf rein tatsächliche Angaben zu beschränken, für welche der Zulassungsstelle tunlichst beweiskräftige Unterlagen einzureichen sind.

Nach dem Gesetz hat die Zulassungsstelle die Aufgabe und die Pflicht (§ 36 BG.)

a) die Vorlegung der Urkunden, welche die Grundlage für die zu emittierenden Wertpapiere bilden, zu verlangen und diese Urkunden zu prüfen;

b) dafür zu sorgen, dass das Publikum über alle zur Beurteilung der zu emittierenden Wertpapiere notwendigen tatsächlichen und rechtlichen Verhältnisse so weit als möglich informiert wird, und bei Unvollständigkeit der Angaben die Emission nicht zuzulassen;

c) Emissionen nicht zuzulassen, durch welche erhebliche allgemeine Interessen geschädigt werden, oder welche offenbar zu einer Uebervorteilung des Publikums führen.

Durch die Stellung des Zulassungsantrages und die Unterzeichnung des Prospektes gibt nach meiner Auffassung der Verhältnisse die Emissionsbank implizite die Erklärung ab, dass nach ihrer Ueberzeugung keine Bedenken gegen die Zulassung bestehen, und dass die Angaben des Prospektes vollständig und ausreichend seien um das zu emittierende Wertpapier zu beurteilen.

Auf welche Weise sich die Emissionsbank diese Ueberzeugung verschafft, darüber gibt es keine allgemeine Uebung.

<sup>1)</sup> Der streitige Prospekt ist unter ihrer Herrschaft veröffentlicht worden.

## B.

In der weitaus überwiegenden Zahl der Fälle stellt der Antrag auf Zulassung eines Wertpapieres sich nicht als ein selbständiges Geschäft, sondern als ein Teil eines umfassenderen Geschäftes dar. Es will beispielsweise eine industrielle Gesellschaft (z. B. ein Fabrikunternehmen) eine Obligationsanleihe aufnehmen und die neu zu schaffenden Werte dem Börsenhandel zuführen. Hier setzen die Verhandlungen mit der Emissionsbank spätestens in dem Zeitpunkt ein, in welchem bei der Gesellschaft alle Einzelheiten der Ausstattung der Anleihe feststehen. Der Regel nach wird bereits vorher die Frage der Höhe der Anleihe, des Zinsfusses, der Tilgungsweise, der für die Anleihe zu bestellenden Sicherheit den Gegenstand eingehender Beratung mit der zunächst unverbindlich zugezogenen Emissionsbank gebildet haben. Diese tritt dem Geschäfte begreiflicherweise nur dann näher, wenn sie einerseits die Verhältnisse des Marktes, andererseits die Verhältnisse des Unternehmens selbst für geeignet hält, und wenn schliesslich auf Grund der Verhandlungen ein Preis für das Publikum in Frage kommt, welcher der allgemeinen Marktlage und zugleich der Wertschätzung des Papieres Rechnung trägt. In diesem Stadium, in welchem somit noch gar kein Prospekt oder Prospektentwurf vorliegt, stellt die Emissionsbank alle diejenigen Erwägungen und Ueberlegungen an, welche für ihre Entschliessung zur Uebernahme der zu schaffenden Wertpapiere und ihrer demnächstigen Einführung an der Börse erforderlich sind. Hierbei sind die mannigfachsten Verhältnisse kritisch zu betrachten und zu prüfen: Welchen Eindruck hat die Bank von der Solidität des Unternehmens, wie ist dessen Ruf, was ist über die Art seiner Geschäftshandhabung bekannt, wie waren seine Erträge in den letzten Jahren, traten grosse Schwankungen ein, oder gewähren sie den Eindruck einer gewissen Stabilität, wie steht es mit der Liquidität, was ist aus den Geschäftsberichten und Bilanzen in dieser Beziehung zu entnehmen, erscheint das Unternehmen als entwickelungsfähig und fortschreitend oder ist eine rückläufige Bewegung zu befürchten? Wie ist der ganze Geschäftszweig (Branche) zu beurteilen, dem das Unternehmen angehört? Ist die Leitung in fester Hand oder sind im Vorstand und Aufsichtsrat öfter oder neuerdings wesentliche Aenderungen eingetreten, welche Zweifel an der Stabilität hervorrufen können?

Ueber alle diese und ähnliche Fragen, für deren Gegenstand und Umfang es keinerlei Regel gibt, informiert sich die Emissionsbank an der Hand des zu ihrer Verfügung stehenden Materials. Sie hat für diese Zwecke ein oft ungemein umfangreiches Archiv eingerichtet, in welchem mit möglichster Vollständigkeit die Statuten und Geschäftsberichte nebst Bilanzen der deutschen Aktiengesellschaften systematisch gesammelt werden, welches oft auch Gewerkschaften und Kolonialgesellschaften sowie ausländische Gesellschaften umfasst und sich mit mehr oder weniger grosser Vollständigkeit auf die Finanzverhältnisse der Staaten erstreckt. Daneben wird der Regel nach von den mit der Leitung des Archivs betrauten Beamten in Form von Zeitungsausschnitten dasjenige gesammelt, was die Presse an kritischen Mitteilungen oder bemerkenswerten Vorgängen über einzelne Gesellschaften oder ganze Industrien oder Handelszweige und dergleichen bringt. Die Grossbanken haben in diesen Sammlungen ein Material zur Hand, welches allgemein als zuverlässig betrachtet wird, vermöge dessen sie sich ein Urteil über die vorgedachten Fragen zu bilden suchen. Der wesentlichste Teil dieses Materials, nämlich die Abdrücke der Statuten, die Geschäftsberichte und Bilanzen und sonstige Bekanntgaben, rührt nun gerade von demjenigen Unternehmen her, um dessen Beurteilung es sich

handelt. Ich muss aber sagen, dass ich niemals und an keiner Stelle einem Bedenken begegnet bin, die Veröffentlichungen der Gesellschaften, insbesondere die Geschäftsberichte und Bilanzen, als richtig anzunehmen, es sei denn, dass der Charakter oder der Ruf der in Betracht kommenden leitenden Persönlichkeiten oder besondere auffällige Umstände zu Zweifeln Veranlassung gaben. Es beruht dies, wie ich die Verhältnisse auffasse, nicht nur auf dem Grundsatz von Treu und Glauben, welcher das Bankgeschäft beherrscht, sondern auch insbesondere auf der im bankgeschäftlichen Verkehr bestehenden Wertschätzung der gesetzlichen Garantien, mit welchen die von den Gesellschaften veröffentlichten Geschäftsberichte und Bilanzen umgeben sind. In dieser Beziehung verweise ich z. B. auf die bekannten §§ 186, 191—193, 195, 204, 261, 241, 249 des Handelsgesetzbuches und auf die Strafbestimmungen der §§ 312 folgende ebenda, welche die Mitglieder des Vorstandes oder des Aufsichtsrates einer Aktiengesellschaft mit Gefängnis und zugleich mit Geldstrafe bedrohen, wenn in den ihnen bekanntgegebenen Geschäftsberichten und Bilanzen der Stand der Verhältnisse der Gesellschaft wissentlich unwahr dargestellt oder verschleiert sein sollte.

## C.

Es zeigt sich somit das Ergebnis, dass für die Beurteilung der zu emittierenden Wertpapiere die Emissionsbanken sich in erster Linie ganz allgemein auf Material stützen, welches von dem betreffenden Unternehmen selbst herrührt.

Ob die Emissionsbank dieses Material, für dessen kritische Beurteilung die aus etwaigen Zeitungsnachrichten zu entnehmenden Winke von grosser Bedeutung sein können, für ausreichend hält oder ob sie eine Vervollständigung erfordert, hängt durchaus von der Natur des einzelnen Falles ab.

Handelt es sich z. B. um die Aktien oder Obligationen einer industriellen Gesellschaft, so wird der Regel nach überlegt werden, ob das Konto der baulichen und sonstigen Anlagen, das Maschinenkonto, das Konto der Bestände und Vorräte einer Erläuterung oder Prüfung bedarf. Wenn die Obligationsanleihe durch hypothekarische Eintragung gesichert werden soll, so wird ferner die Emissionsbank unabhängig von den vorzulegenden Rechtstiteln sich ein Urteil über den Wert der zu verpfändenden Immobilien zu bilden suchen und hierüber je nach Lage des Falles entweder die Beibringung eines Gutachtens verlangen oder selbst einen Sachverständigen mit der Abgabe eines Gutachtens beauftragen, oder aber ihre Ueberzeugung von der Auskömmlichkeit des Pfandes aus der durch die Geschäftsberichte belegten Entstehungsgeschichte des Unternehmens und aus anderen bekannten Verhältnissen schöpfen. Feste Regeln oder Gepflogenheiten gibt es hierfür nicht. Wiederum wird bei neuen, noch nicht durch langes Gedeihen erprobten Unternehmungen industrieller Art öfters eine eingehende Prüfung der ganzen Grundlagen des Unternehmens durch technische Sachverständige erforderlich werden, welche z. B. das Bergwerk befahren, die Fabrikationsanlagen besichtigen sollen, um ihr Gutachten über den Zustand des Schachtes, der Maschinen, über die Arbeits- oder die Fabrikationsmethode, über die Zweckmässigkeit der Einrichtungen, die Wirtschaftlichkeit der Maschinen und all die mannigfaltigen Umstände abzugeben, von welchen die Rentabilität des Unternehmens und sein dauernder Bestand abhängt. Nach meiner Erfahrung sind aber auch diese Sachverständigen selbst bei gründlicher Prüfung in zahllosen Einzelheiten auf Angaben der Leiter oder Beamten des industriellen Unternehmens angewiesen, welche sie oft genug nicht auf ihre Richtigkeit, sondern nur auf ihre Glaubwürdigkeit nachprüfen können. Viel

weniger Wert pflegt selbst bei neuen Unternehmungen auf die Prüfung der Geschäftsbücher gelegt zu werden, aus welchen sich oft genug gerade für die Beantwortung der wesentlichsten Fragen nichts entnehmen lässt. Die Geschäftsbücher können keinen Aufschluss darüber geben, ob die Grundstücke, die Maschinen und sonstigen Anlagen den Wert haben, mit welchem sie zu Buche stehen, ob die jährlichen Abschreibungen im konkreten Falle zu niedrig bemessen sind oder umgekehrt eine stille Reserve enthalten. Selbst über die Bonität der Debitoren können die Geschäftsbücher unmittelbar nichts ergeben. Wer des öfteren umfangreiche Revisionen geleitet oder bei ihnen mitgewirkt hat, weiss aus Erfahrung, dass gerade bei gründlicher Durcharbeitung man regelmässig auf Punkte kommt, bei welchen der Revidierende auf die Auskunft der Leiter oder oberen Angestellten des zu revidierenden Unternehmens angewiesen ist. Eine kaufmännische Revision kann eben nicht mit den Mitteln eines Strafrichters oder Untersuchungsrichters arbeiten. Diese Bemerkung darf nicht so verstanden werden, als ob der Wert der Revision zur Aufdeckung von Unregelmässigkeiten oder gar Fälschungen gering geschätzt werde. Im Gegenteil kann bei derartigen Verdachte eine gründliche bis ins einzelne gehende Prüfung der Bücher und der den Bucheintragungen zugrunde liegenden Geschäftsvorgänge an der Hand der Korrespondenz und sonstigen Beläge gar nicht genug empfohlen werden. Jedoch besteht vielfach über den Umfang der für einen solchen Zweck in Betracht kommenden Arbeiten eine unzureichende Vorstellung. Dergleichen Arbeiten, wie sie mir z. B. aus Anlass des Zusammenbruchs der Preussischen Hypotheken-Actien-Bank und der Grundschuldbank im Jahre 1901 und in anderen Fällen bekannt geworden sind, können nicht von gewöhnlichen Buchhaltern und kaum jemals von einem einzelnen selbst erfahrenen und zugleich mit der Buchführung voll vertrauten Geschäftsmanne allein geleistet werden, sondern erfordern meist einen bedeutenden Apparat an Personen und einen erheblichen Zeitaufwand.

Andere Fälle wieder, z. B. bei der Emission von Werten rein kaufmännischer Unternehmungen ohne feste Anlagen und Bestände können einfacher liegen und weitere Aufklärung über die aus den Geschäftsbüchern und Bilanzen hervorgehenden Angaben hinaus nicht erfordern.

Kommt es hernach in Ausführung des abgeschlossenen Geschäfts zum Antrag auf Zulassung des Wertpapiers und zur Einreichung eines Prospektes, so sind die in Betracht kommenden Verhältnisse für die Emissionsbank nichts neues mehr, die in den Prospekt aufzunehmenden Angaben sind im wesentlichen die gleichen, welche für den Geschäftsabschluss massgebend oder wenigstens von Bedeutung waren, und es ist nur ausnahmsweise ein in dem früheren Stadium etwa übersehenes oder weniger beachtetes Moment neu ins Auge zu fassen.

Es kommen endlich, wenn auch verhältnismässig selten, Fälle vor, in denen das ganze Geschäft sich auf die Herbeiführung der börsenmässigen Zulassung durch die Grossbank gegen Provision beschränkt und ihr nur ein kleiner Posten der Papiere kauf- oder kommissionsweise zur Verfügung gestellt wird, um nach erfolgter Zulassung den tatsächlichen für die Kursnotierung erforderlichen börsenmässigen Umsatz herbeizuführen.

In diesen der Zahl nach erheblich selteneren Fällen stellt die Emissionsbank aber ungefähr die gleichen Erwägungen auf Grund des gleichen Materials an wie in dem Fall der eignen Uebernahme der Wertpapiere. Nur rückt dieser Akt näher an den der Aufstellung und Durchsicht des Prospektes heran oder fällt mit ihm zeitlich zusammen.

Ich habe geglaubt, diese Verhältnisse etwas umständ-

licher darlegen zu sollen, um zu zeigen, dass die Banken den in den Prospekt aufzunehmenden Angaben des betreffenden Unternehmens nicht anders gegenüber zu stehen und sie nicht anders zu behandeln gewohnt sind, als es hinsichtlich derjenigen Angaben geschieht, welche zum Abschluss des Geschäfts über die Wertpapiere selbst führen.

#### D.

Innerhalb dieses weiten Rahmens bewegt sich nach meinen Erfahrungen und Beobachtungen die kritische oder prüfende Tätigkeit der Emissionsbanken vollkommen frei, ohne an feste Regeln oder allgemeine Gepflogenheiten gebunden zu sein.

Demgemäss lässt sich beobachten, dass mitunter die Behandlung des Zulassungsantrages und Prospektes durch die Emissionsbank etwas ziemlich Formales wird, nämlich dann, wenn der Sachverhalt sehr einfach liegt, wenn z. B. bei einer kleinen Aktiengesellschaft nur der Hauptinhalt des Statuts, die Höhe des Kapitals, die Zusammensetzung und die Funktionen der Organe der Gesellschaft, die Höhe der letzten Dividenden und die Bilanz nebst Gewinn- und Verlustrechnung aufzuführen sind, und weder diese Angaben noch ihre Unterlagen Anlass zu einer Rückfrage geben.

In anderen Fällen wieder, bei komplizierteren inneren Verhältnissen des Unternehmens, kann es vorkommen, dass die anfänglich scheinbar formale Bearbeitung zu einem mehr oder weniger intensiven Eindringen in die Geschäftstätigkeit des Unternehmens nötigt. So kommt es vor, dass bei der Betrachtung der mit dem Geschäftsbericht vorgelegten Bilanz einzelne Posten derselben Veranlassung zu Rückfragen geben, und dass sich an diese Rückfragen sehr wichtige Aufschlüsse anknüpfen, welche zu einer wesentlichen Vervollständigung des Prospektes führen. Ich setze den Fall — an tatsächliche Vorkommnisse anknüpfend —, dass aus dem Geschäftsbericht und aus der Bilanz eines industriellen Unternehmens nicht unmittelbar die tatsächlich vorhandene, sehr bedeutende, für die Beurteilung wichtige Beteiligung bei einem anderen Unternehmen hervorgeht. Dann kann die aus anderem Anlass erfolgte Anfrage der Emissionsbank nach der Zusammensetzung eines in der Bilanz enthaltenen Effektenkontos jene Beteiligung zur Kenntnis der Bank bringen und hierdurch zu einer Erörterung führen, welche unter Umständen das Unternehmen in einem neuen Lichte zeigt. Ähnliches kann in bezug auf Interessengemeinschaften und Mitgliedschaften in umfassenden Syndikaten eintreten.

Erörterungen über derartige Posten können gelegentlich sogar dazu führen, dass die Emissionsbank von ihrer Absicht, die Zulassung der Wertpapiere zum Börsenhandel zu beantragen, sei es zeitweise, sei es überhaupt, Abstand nimmt.

Auf Grund meiner Erfahrung muss ich erklären, dass die „massgebenden Bankkreise“ (unter welchen ich, wie ich wiederhole, unsere grossen Banken und Bankhäuser verstehe) in bezug auf das Emissionsgeschäft im ganzen, wie auf die Zulassungsanträge im besonderen, sich ihrer Verantwortlichkeit, und zwar nicht nur im Rechtssinne, sondern in ideeller Hinsicht durchaus bewusst sind. Das Verhältnis einer Bank, welche den Prospekt für die Werte eines anderen Unternehmens unterzeichnet und einreicht, zu diesem Unternehmen selbst, wird in ähnlicher Weise betrachtet wie etwa das Verhältnis des Mitgliedes eines vornehmen Klubs, welches eine andere Person zur Aufnahme in den Klub vorschlägt. Stellt sich später heraus, dass die hinzugewählte Person nicht würdig war oder neuerdings unwürdige Handlungen begeht, so bleibt dies, ob mit Recht ob mit Unrecht, an dem einführenden Mitgliede hängen. Eine ganz ähnliche Patenschaft entsteht durch die Einreichung und Unter-

zeichnung des Prospekts. Da eine jede Grossbank sorgfältig bemüht ist, ihren wertvollen Emissionskredit uneinträchtig aufrechtzuerhalten, so besteht im ganzen eine grosse Vorsicht in der Unterzeichnung von Prospekten.

Im geschäftlichen Leben, insbesondere in dem grosszügigen Geschäftsverkehr der grossen Bankhäuser und Banken, ist jedoch scharf zu unterscheiden zwischen Vorsicht und Misstrauen.

Gerade der bankgeschäftliche Verkehr beruht seiner Natur nach auf Vertrauen. Es ist kein Zufall, dass das Wort Kredit von dem lateinischen Worte für Glauben hergenommen ist; in diesem geschäftlichen Verkehr ist es nicht so wie in einem Prozesse, dass die Angabe eines Geschäftsfreundes so lange als unbeachtlich gilt, bis sie durch ein Beweismittel erwiesen ist. Vielmehr herrscht der Grundsatz, dass den Mitteilungen jedes für zuverlässig gehaltenen Mannes geglaubt wird, solange nicht ein besonderer Umstand dagegen spricht. Nach den herrschenden Gepflogenheiten hat jeder Geschäftsmann, dessen sachlicher Mitteilung ohne Angabe eines Grundes nicht Glauben geschenkt wird, das volle Recht, sich gekränkt zu fühlen. Seine Ergänzung findet dies darin, dass niemand seine geschäftliche Wahrheitspflicht ungestraft verletzt, indem der einmal als nicht verlässlich Erkannte schnell in den allgemeinen Ruf der Unzuverlässigkeit gerät, von welchem er sich schwerlich wieder freimachen wird.

Die Vorsicht in bezug auf die Stellung von Zulassungsanträgen wird daher nach meinen Beobachtungen von den Emissionsbanken gerade in bezug auf die Personen oder Unternehmungen selbst als geboten betrachtet, deren Werte eingeführt werden sollen.

Nach meinen Erfahrungen muss ich es als eine Ausnahme bezeichnen, dass ein Emissionsinstitut überhaupt Werte von Personen oder Gesellschaften zum Börsenhandel einführt, zu welchen es nicht bereits seit längerer Zeit in näherer geschäftlicher Beziehung gestanden und aus dieser heraus ein eignes Urteil über die Bonität und über die Vertrauenswürdigkeit der Geschäftsführung und Leitung gewonnen zu haben glaubt; bei der Einführung durch ein Konsortium steht die entsprechende Beziehung zu einem anderen Konsortialmitgliede dem gleich. Durch die Unterschrift des Prospekts wird in den Augen der Öffentlichkeit eine gewisse, wie auch immer geartete Beziehung des Emissionsinstitutes zu dem Unternehmen dargestellt, und da in der weitaus überwiegenden Zahl der Fälle das Ansehen des Emissionsinstitutes das grössere ist, so legt sich dies bei den Geschäften, welche zum Zulassungsantrage führen, die Frage vor, ob ihm diese Verbindung in den Augen der Öffentlichkeit genehm sein kann oder nicht. Der Geschäftsverkehr pflegt einen Einblick in die Zuverlässigkeit der Leitung, in die Pünktlichkeit der Abdeckung von Verpflichtungen, oft sogar, wenn es sich um Diskontierung von Kundenwechseln handelt, einen Einblick in die Zahlungsweise der Kundschaft zu gewähren und viele andere Umstände erkennen zu lassen, welche ein Urteil über die Güte des Unternehmens ermöglichen. Derartige allgemeine Erfahrungen im eignen Geschäftsverkehr sind nach meiner Beobachtung viel entscheidender für den Entschluss des Emissionshauses als etwa die Kenntnisse, welche man sich gemeinhin durch Revisionen der Bücher (und darauf läuft doch schliesslich die in Frage 1 erwähnte „selbständige Prüfung“ hinaus) verschafft.

Ich möchte es so ausdrücken: das, was durch eine Prüfung der Bücher dargetan werden kann, nämlich, dass die Geschäftsführung eine gesetzmässige und ordentliche ist, setzt das Emissionsinstitut auf Grund der Angaben des Geschäftsfreundes als selbstverständlich voraus.

Hat es aber Grund, daran zu zweifeln, so wird es geneigt sein, von vornherein das ganze Geschäft, einschliesslich des Aktes der Börseneinführung, von der Hand zu weisen. Es sind mir nur ganz ausnahmsweise Fälle bekannt geworden, in welchen die zu einem gewissen Misstrauen führenden Bedenken durch eine Bücher-einsicht wieder beseitigt wurden.

Wenn man übrigens den Umfang der Emissionstätigkeit der Grossbanken betrachtet, so wird es durchaus verständlich, dass dieselben zu dem ungewöhnlichen Mittel der bücherlichen Revision der Betriebe, deren Werte eingeführt werden sollen, nur aus besonderer Veranlassung greifen. Die Vierteljahrshefte zur Statistik des Deutschen Reichs bringen Übersichten über die Einführung von Wertpapieren an den deutschen Börsen. Nach dem Jahrgang 16 (1907 I S. 269 flg.) hat zum Beispiel der beklagte Bankverein in dem ersten Halbjahr 1906 an der Berliner Börse insgesamt nicht weniger als 26 Einführungen von Aktien und Obligationen getätigt, ungerechnet Staats- und Stadtanleihen und Pfandbriefe. In dem gleichen Zeitraum entfallen auf die Deutsche Bank 38 Einführungen von Aktien und Obligationen. Nach der bei Riesser „Grossbanken“ abgedruckten Tabelle VI hat der beklagte Bankverein im ganzen Jahre 1906 an sämtlichen deutschen Börsen zusammengerechnet 25,3 Millionen Mark Industriek Aktien und 35,2 Millionen Mark Bankaktien allein ohne Mitwirkung anderer Banken emittiert, wozu noch in Gemeinschaft mit anderen von ihm emittierte ca. 220 Millionen Mark Industrie- und Bankaktien treten, ungerechnet Industrieobligationen, Pfandbriefe und Fonds. Nach der gleichen Tabelle entfallen auf die Bank für Handel und Industrie 1906: 49,5 Millionen Mark Bankaktien und 19 Millionen Mark Industriek Aktien, welche sie allein emittiert hat, wozu aus den gleichen Kategorien und an Industrieobligationen noch ca. 260 Millionen Mark treten, deren Emission durch sie in Gemeinschaft mit anderen erfolgte.

Solche Zahlen zeigen, dass jede Bank für diese Prüfungszwecke einen besonderen ausgedehnten Stab von hochqualifizierten Beamten, ausser den jetzt vorhandenen, unterhalten müsste, wenn auch nur für die Hälfte der Fälle eine Revision der Bücher und Geschäftspapiere vorgenommen werden würde. Dieser Umstand wird gewiss der Vornahme solcher Revisionen nicht entgegenstehen, welche sachlich für erforderlich gehalten werden, wohl aber gebietet er eine Beschränkung auf das Notwendige.

Hierzu treten noch zwei Momente. Gerade in den glücklicherweise doch seltenen Fällen fraudulöser Geschäftsführung kommen die raffiniertesten, keineswegs leicht aufzudeckenden Fälschungen auch der Geschäftsbücher und ihrer Unterlagen vor zur Verdeckung der betrügerischen Massnahmen. Wenn dann beispielshalber nach einem Zusammenbruche des Unternehmens die Nachforschung schnell das Vorhandensein von Unregelmässigkeiten feststellt, so ist damit noch keineswegs gesagt, dass eine Revision während des laufenden Betriebes mit den gleichen Hilfsmitteln ebenfalls unschwer zu dieser Feststellung geführt haben würde. Denn es ist ein grosser Unterschied, ob die zu revidierende Gesellschaft noch im Betriebe ist und die Leitung der betrügerischen Direktion, von welcher die Beamten abhängen, noch fortbesteht, oder ob ein Niederbruch stattgefunden hat, welcher an sich schon auf die kranken Stellen hinweist und den Angestellten, mögen sie die Malversationen kennen oder nur ahnen, die Zunge löst. Wie schwer ist es für den hervorragendsten Arzt, am lebenden Körper des womöglich seine Krankheit verbergenden Patienten die richtige Diagnose zu stellen, und wie leicht wird hernach bei der Sektion der Leiche die tödliche Krank-

heit und die durch sie verursachte Verwüstung festgestellt. Der weit verbreitete Glaube an die Untrüglichkeit der Ergebnisse bücherlicher Revisionen eines im Betriebe stehenden Unternehmens ist nur mit grosser Einschränkung berechtigt. Das deutsche Geschäftsleben aber wird — man darf wohl sagen glücklicherweise — noch nicht von dem Bestreben beherrscht, eine formelle Deckung gegenüber rechtlicher oder ideeller Verantwortlichkeit zu suchen.

Das zweite zu beachtende Moment besteht in der grundsätzlichen Abneigung so ziemlich eines jeden Unternehmens, anderen, nicht zu seinen Organen gehörigen Personen einen Einblick in seine für die Öffentlichkeit nicht bestimmten innersten Zusammenhänge zu geben, mögen hierbei die Bezugsquellen, die Absatzverhältnisse, die Kundenschaft oder sonstige mehr oder weniger sorgfältig geheimegehaltene Beziehungen in Betracht kommen. Abgesehen hiervon pflegt, wenn auch vielfach zu Unrecht, in einem Wunsch nach Einsicht der Bücher und ihrer Unterlagen eine fast beleidigende auf der Annahme des Misstrauens beruhende Zumutung erblickt zu werden. Es werden wohl jeder Emissionsbank Fälle bekannt sein, in welchen die Anregung einer bücherlichen Prüfung mit dem Abbruch der Verhandlungen beantwortet wurde, wenn nicht die Bank dies Erfordernis als entbehrlich fallen liess. In solchen Fällen wäre der Schluss aus der Ablehnung auf irgendwelche Inkorrektheiten im Geschäftsgange oder in den Büchern durchaus voreilig.

#### E.

In meiner Schilderung der in Betracht kommenden Teile des Emissionsgeschäftes, wie es von den grossen Berliner Bankhäusern und Banken nach meiner Wahrnehmung geübt wird, und der diese Übung bestimmenden Verhältnisse und Umstände ist die Beantwortung der mir vorgelegten Fragen bereits enthalten.

Ich fasse die Beantwortung dahin zusammen:

Es besteht keine allgemein geübte Gepflogenheit der grossen Berliner Emissionsinstitute, vor dem Antrage auf Zulassung von Aktien zur Berliner Börse die zur Aufnahme in den Prospekt bestimmten Angaben des betreffenden Unternehmens hinsichtlich ihrer Richtigkeit einer selbständigen eingehenden Prüfung, insbesondere an der Hand der Geschäftsbücher, zu unterziehen.

Es haben sich keine festen Regeln oder allgemeinen Gepflogenheiten dafür herausgebildet, in welchen Fällen und bis zu welchem Grade des Eindringens, sowie mit welchen Mitteln die in dem Prospekt enthaltenen Angaben des Unternehmens durch das Emissionsinstitut selbständig geprüft werden. Die Handhabung ist vielmehr je nach der konkreten Lage des Falles eine verschiedene und wird unter anderem auch durch die in der Fragestellung zu 2 enthaltenen Momente beeinflusst. (Ansehen und geschäftliche Erfolge des Unternehmens, Vorfälle im laufenden Geschäftsverkehr, Bemerkungen in den Geschäftsberichten, auffällige Posten in der Bilanz, Fehlen näherer Beziehungen zwischen dem Unternehmen und dem Emissionsinstitute.)

Eine Prüfung an der Hand der Geschäftsbücher, namentlich eine Revision der in dem Prospekt abdruckenden Bilanz in bezug auf ihre Richtigkeit, bildet die Ausnahme und pflegt nicht ohne eine besondere Veranlassung, welche sie erforderlich oder dringend erwünscht macht, von dem Emissionsinstitute gefordert und vorgenommen zu werden.

Berlin, den 19. Januar 1912.

## Die englischen Konsols.

Von Dr. Karl Kimmich, Berlin.

### I.

Die Zahl der Besitzer englischer Konsols ist auffallend gering und im Laufe der Jahre fast stetig zurückgegangen, wie sich aus den Eintragungen in das englische Staatsschuldbuch, das die Bank von England führt, ziffermässig nachweisen lässt. Die Zahl der von ihr geführten Konten war z. B. 1908 nur noch 144 400; bei einer Staatsschuld von rund 532 Millionen Lstr. entfielen auf eine Rechnung durchschnittlich 3684 Lstr. Konsols, während in Frankreich gleichzeitig die Zahl der Rentenrechnungen 4 631 857 betrug und auf ein Konto 433 Lstr. Staatsrente entfielen. Diese Ziffern zeigen zwar deutlich die grundverschiedene Art der Klassierung der Staatsschuld in den beiden Ländern, geben aber natürlich kein genaues Bild der Zahl der Rentenbesitzer. In England bleibt die genannte Ziffer hinter der wirklichen Zahl der Konsolbesitzer zurück, da gewöhnlich Banken im Schuldbuch mit einem auf ihren Namen lautenden Konto verzeichnet stehen, während dieses als ein Sammelkonto für eine ganze Reihe von Kunden der Bank anzusehen ist, die nach aussen als Konsolbesitzer gar nicht in die Erscheinung treten. Da Konsols beim kleinen und auch beim besser situierten englischen Kapitalisten wenig beliebt sind, kann von einer Demokratisierung des öffentlichen Kredites, wie in Frankreich, wo die Staatsrente als eine Art Sparkasse von den Millionen kleiner Kapitalisten angesehen wird, nicht die Rede sein.

Diese mangelnde Popularität der Konsols war, was vielleicht auf den ersten Blick paradox erscheinen mag, die Hauptursache, dass

1. die Kurse der  $2\frac{3}{4}$ proz. ab 1903  $2\frac{1}{2}$ prozentigen Konsols Mitte der 90er Jahre einen unnatürlich hohen Stand von ca. 114 pCt. erreicht und dann
2. einen so aufsehenerregenden Fall bis auf den seit 80 Jahren niedrigsten Preisstand von  $76\frac{1}{2}$  pCt. im vorigen Jahre erlebt haben, von dem sie sich bis heute nur um ca. 1 pCt. erholen konnten und
3. gegenüber den Staatsfondskursen anderer Länder so überaus starken Schwankungen unterworfen waren.

In Frankreich ist die 3prozentige ewige Rente von 1896 bis heute um ca. 12—13 pCt. zurückgegangen und unsere 3prozentige Reichsanleihe um ca. 18—19 pCt. Wer dagegen sein Geld in englischen Konsols angelegt hat, hat in derselben Zeit einen Kursverlust von ca. 37—38 Prozent erlitten, d. h.  $\frac{1}{3}$  seines Vermögens eingebüsst. Ein solcher in der Geschichte der englischen Staatsfinanzen vereinzelt dastehender Entwertungsprozess ging natürlich nicht unbemerkt vorüber; diese „unparalleled depreciation“ wurde auch im englischen Parlament zum Gegenstande eingehender und lebhafter Erörterungen gemacht. Es mag daher, obgleich in den letzten Jahren über den Kursstand von Staatsanleihen so viel geschrieben worden ist, nicht überflüssig erscheinen, auf die Ursachen dieser Entwertung und im Zusammenhang damit auf den englischen Kapitalmarkt näher einzugehen.

Englische Konsols hätten nie Kurse von 114 pCt. erreichen können, wenn für ihre Preisbestimmung die Nachfrage der zahlreichen Einzelkapitalisten des Landes massgebend gewesen wäre; diese können sich nicht mit einer Rente von nur  $2\frac{1}{4}$ — $2\frac{1}{2}$  pCt., wie sie aus Konsolanlage Jahre hindurch erzielt wurde, begnügen, sondern suchen, wenn Staatsfonds zu teuer werden, von selbst höher rentable Anlagewerte auf, evtl. auf Kosten der Sicherheit. Denn jedermann will seinen standard of life aufrechterhalten, was bei der immer teurer werdenden Lebenshaltung, dem im gegenseitigen Wettbewerb gesteigerten Luxusbedürfnis, der verringerten Kaufkraft des Geldes und der wachsenden Steuerlast nur möglich ist, wenn die Einkünfte entsprechend gesteigert werden können. Statt einer Rente von 3 pCt. aus Konsolanlage sucht der Kapitalist eine solche von  $3\frac{1}{2}$ —4 pCt. und erhält

sie heute leicht aus anderen guten Marktwerten. So erfolgt eine teilweise Nivellierung der Kurse der „goldgeränderten Sicherheiten“ mit anderen guten marktgängigen Konkurrenzwerten und zwischen diesen wieder mit weniger sicheren Effekten usw., wobei natürlich immer mehr oder weniger grosse Preisunterschiede zwischen den einzelnen Kategorien bestehen bleiben. Entsprechend hätte sich durch diese automatisch regulierende Tätigkeit des Sparkapitales die Beliebtheit der Konsols für Anlagezwecke verringert oder m. a. W. Konsols hätten nie jene exorbitanten Preise erreichen können. Aber die britischen Staatspapiere haben ganz andere Kreise von Interessenten und durch deren Käufe sind die heimischen Anleihen dem kleinen Mann, dem sie schon vorher fremd waren, in dem Masse, in dem sie teurer wurden, noch mehr entfremdet worden. Diese Interessenten sind nächst dem Staate die grossen Finanzinstitute des Landes, die erst die unzähligen Einzelkapitalien bei sich konzentrieren und, nachdem einige wenige Köpfe das Kommando über das ins Riesenhafte angewachsene Kapital übernommen haben, zeitweise eine so intensive Steigerung der Nachfrage nach gilt edged securities verursachen, dass die Kursgestaltung der Konsols in Abhängigkeit gerät von dem Anlagebegehre relativ weniger grosser Interessenten, wie Banken, Versicherungsgesellschaften, Industrieunternehmungen, Sparkassen, staatlicher Tilgungs- und anderer öffentlichen Kassen, Vormundschaften usw. Dass diese privaten und öffentlichen Institute ihren Anlagebegehre gerade auf Konsols konzentrieren, ist teils eine Folge der staatlichen Vorrechtstellung, welche die britischen Staatspapiere unter den sonstigen Marktwerten lange Zeit genossen und — in vermindertem Umfange — noch jetzt geniessen, teils eine Folge staatlichen Anlagezwanges oder freiwilliger Anlagegewohnheiten, hervorgegangen aus dem Streben nach grösstmöglicher Sicherheit bei jederzeitiger Verkaufsmöglichkeit aus Liquiditätsrücksichten.

Mit der Organisation dieser Nachfrage und ihrem Einfluss auf die Kursgestaltung der englischen Konsols haben wir uns zunächst zu befassen.

1. Der grösste Interessent am Anlagemarkt für britische Staatssicherheiten ist der Staat selbst, der für die gewaltigen Kapitalbeträge, die ihm seitens der Sparkassen zuströmen, ferner für die vielen sonstigen Gelder, deren Verwaltung ihm übertragen ist, sowie für Tilgungszwecke stets grossen Anlagebedarf in Konsols hat.

a) In England gibt es 2 Arten von Sparkassen, die Postsparkasse und die Trusteesparkassen; letztere haben eine relativ langsame Entwicklung genommen und stehen an Bedeutung hinter der Postsparkasse sehr zurück. Durch die Postsparkasse, die mit einem dichtmaschigen Netz von über 12 000 Stellen (Postagenturen) das ganze Land überzieht, wird einem grossen Teile der Ersparnisse gleich bei ihrem Entstehen eine bestimmte Richtung gegeben. Die Kassen liefern nämlich ihre überschüssigen Gelder über eine bestimmte Kassareserve hinaus an die Staatsschuldenkommission ab, die dafür Konsols am Markte kauft. Wir haben bereits in einer früheren Abhandlung in dieser Zeitschrift (Bank-Archiv vom 15. 2. 11) diese Art der Anlage von Sparkassengeldern prinzipiell beurteilt und dabei auch auf die Gefahren für den Staat und auf die volkswirtschaftlich unerwünschten Begleiterscheinungen hingewiesen; da diese Gesichtspunkte sämtlich auch für die englischen Verhältnisse zutreffen, brauchen hier lediglich die Besonderheiten des englischen Sparkassensystems hervorgehoben zu werden.

Die Verbindung des Sparkassensystems mit dem Staatskredit besteht seit sehr langer Zeit. Früher hat sich viele Jahre hindurch der Staat ähnlich wie in Frankreich verhalten lassen, den Sparkassen höhere Zinsen zu vergüten, als er selbst aus seinen Anlagen zog, so dass das Sparkapital in überreichlicher Masse in die Sparkassen strömte, was noch durch das ziemlich hoch gegriffene Depositenmaximum begünstigt wurde, das lange Zeit auf 150 Lstr. pro Person fixiert war, später sogar auf 200 Lstr. erhöht wurde.

Je höher im Laufe der Zeit die Konsolkurse stiegen,

um so mehr kamen die Leute zu den Sparkassen, von denen sie ja höheres Einkommen als aus Konsolanlage und ausserdem dem festen Zinsengenuss ohne jedes Kursrisiko erhielten. Die Verantwortung wurde allmählich dem Staate selbst zu gross; schon 1887, als die Sparkassengelder 110 Mill. Lstr. betragen, sagte der damalige Schatzkanzler Goschen: „Gewiss, die Postsparkassen strengen sich gewaltig an; sie möchten immer mehr Sparkassengelder anhäufen. Dazu sind sie ja da; aber als Schatzkanzler sage ich, ich will kein Geld mehr haben.“ Ähnlich wie in Frankreich erfolgten verschiedene Reformvorschläge, um den weiteren Zustrom aufzuhalten und Verluste für den Staat nach Möglichkeit zu vermeiden. Aber zu einer einschneidenden Abänderung kam es nicht. Am liebsten möchte heute der Staat die ungeheure moralische Verantwortung und Abhängigkeit von diesen Kassen los sein oder doch wenigstens vermindert sehen, kann aber im Interesse seines Kredites auf diese Sparkassengelder nicht mehr verzichten. Die Gefahr dieser finanziellen Verbindung liegt darin, dass die Sparkassen so gut wie keine Reserven halten (die Postsparkasse z. B. Ende 1907 nur 344 000 Lstr. bei 157 Millionen Lstr. Verbindlichkeiten) und bei Abfluss von Einlagen fast unmittelbar zu Verkäufen oder Lombardierung ihrer Bestände schreiten müssen. Diese Verkäufe werden aber mit grosser Wahrscheinlichkeit in Krisenzeiten wirtschaftlicher, politischer oder finanzieller Art fallen, in denen ohnehin der Staatskredit in Mitleidschaft gezogen ist; obendrein sind naturgemäss in solchen Zeiten die erforderlichen Barmittel nur mit grossen Opfern zu erhalten. Abgesehen davon können dem Staate enorme Verluste aus diesen Anlagen erwachsen, was aus der Geschichte der englischen Entwicklung leicht nachzuweisen ist. Von 1880/99 z. B. wurden per Saldo 147½ Millionen Lstr. Konsols von den beiden Sparkassen gekauft; besonders stark wurden die Käufe seit 1893 infolge der Erhöhung des Depositenmaximums von 150 auf 200 Lstr. Die in den darauffolgenden Jahren gekauften Konsolbeträge beliefen sich für beide Sparkassen zusammen auf

11,13 Mill. Lstr.	zum Durchschnittskurs von 101,16 pCt.
	im Jahre 1894,
15,35 Mill. Lstr.	zum Durchschnittskurs von 106,02 pCt.
	im Jahre 1895,
15,63 Mill. Lstr.	zum Durchschnittskurs von 110,53 pCt.
	im Jahre 1896,
9,55 Mill. Lstr.	zum Durchschnittskurs von 112,34 pCt.
	im Jahre 1897,
6,29 Mill. Lstr.	zum Durchschnittskurs von 111,17 pCt.
	im Jahre 1898,
2,80 Mill. Lstr.	zum Durchschnittskurs von 109,16 pCt.
	im Jahre 1899.

Nach den Durchschnittskursen des Jahres 1911 ruht auf diesen Beständen von rund 1239 Millionen Mark ein rechnungsmässiger Verlust von ca. 355 Millionen Mark. Auf welche Summe sich insgesamt die Unterbilanz der Sparkassen zurzeit beläuft, lässt sich nicht errechnen und auch nicht feststellen, da die Postsparkasse einen Status nicht veröffentlicht. Jedenfalls handelt es sich um enorme Vermögenseinbussen, ganz abgesehen von den Betriebsverlusten, welche diese Sparkassen dem Staate nicht selten verursacht haben.

Dies sind sowohl für den Fiskus wie für den Steuerzahler recht unerwünschte Erscheinungen, die sich noch unangenehmer fühlbar machen, als die Folgen der Ueberparikurse der Konsols für die Staatskasse. Denn auch die Wirkung des Tilgungsfonds wird erheblich abgeschwächt, wenn der Staat durch Sparkassenkäufe die Preissteigerungen der Konsols beschleunigt und sodann die in die Höhe getriebenen Fonds mit hohem Agio am Markte zurückkauft.

Seit Beginn des Jahrhunderts haben die Einlagen in den Sparkassen nicht mehr in dem früheren Tempo zugenommen, wie aus nachstehenden Ziffern des Einlagebestandes ersichtlich ist:

	Postsparkasse	Trusteesparkassen
1870 . . . . .	15 100 000	38 000 000
1880 . . . . .	33 700 000	44 000 000
1890 . . . . .	67 600 000	43 600 000
1900 . . . . .	131 900 000	50 600 000
1907 . . . . .	157 500 000	52 200 000
1910 . . . . .	168 900 000	52 300 000

Diese Summen von über  $4\frac{1}{4}$  Milliarden Mark sind fast ausschliesslich in britischen Regierungssicherheiten festgelegt. Ausserdem verwaltete die Postsparkasse ca. 21,6 Mill. Lstr. solcher Fonds für Rechnung der Deponenten. Nach dem englischen Sparkassengesetz kann nämlich jeder Deponent sich durch die Sparkassen bis 500 Lstr. Staatssicherheiten für seine Einlagen kaufen lassen, soweit sie das Depositenmaximum überschreiten; diese gekauften Beträge bleiben in Verwahr der Kassen. In Zeiten des Rückganges der Konsolkurse (z. B. 1899/1903 oder z. B. in den letzten Jahren) steigern sich gewöhnlich diese eigenen Anlagen durch Vermittlung der Sparkassen.

Die Postsparkasse, die früher die Trusteesparkassen immer mehr zurückgedrängt hatte, hat in neuester Zeit selbst scharfe Konkurrenz erhalten, einmal durch die vielen neuen Werte, die mit höherer Verzinsung an den Markt gekommen sind und ferner durch das Aufkommen grosser Finanzinstitute (ähnlich der kürzlich insolvent gewordenen Birkbeck Bank), welche den Einlegern höhere Zinsen als die grossen englischen Depositenbanken oder als die Postsparkasse gewähren; letztere zahlt ohne Rücksicht auf die jeweiligen Geldmarktsätze seit Jahren einen konstanten Satz von  $2\frac{1}{2}$  pCt. Andererseits wurden gerade in den letzten Jahren eine Menge irischer Landstocks an den Markt gebracht, von denen ein Teil zur Belegung von Sparkassengeldern durch die Staatsschuldkommissare verwendet wurde, so dass sich auch dadurch die Konsolnachfrage entsprechend verringert hat.

b) Ausser diesen Sparkassengeldern werden auch ganz beträchtliche Kapitalbeträge des obersten Gerichtshofes, die auf  $1\frac{1}{4}$ — $1\frac{1}{2}$  Milliarden Mark zu schätzen sind, dem Staatskredite zugeführt. Dieser supreme court ist mit einer grossen staatlichen Depositenkasse vergleichbar, der eine grosse Anzahl Gerichts-, Pupillen- und Erbschaftsgelder übergeben werden; soweit die Gelder nicht für laufende Zwecke bereit zu halten sind, werden sie von den Kommissaren der Staatsschuld zur Anlage in Regierungssicherheiten verwendet.

c) Eine sehr kräftige Nachfrage am Konsolmarkt entfaltet der Staat durch seine Ankäufe für Tilgungszwecke. In keinem europäischen Staate wird so viel und mit so erstaunlicher Konsequenz getilgt wie in England. Diese starke Amortisation ist in neuerer Zeit auch in finanziell ungünstigen Jahren — abgesehen von einigen Jahren während des Burenkrieges — nie eingestellt worden und darum für die Staatsfondskurse besonders bedeutungsvoll. Es ist der grosse Reservefonds des Landes, hebt den Staatskredit, erhöht dessen Elastizität und strebt die Kreditbedingungen im Lande zu verbilligen. Wir unterscheiden mehrere Tilgungsarten:

α) Der old sinking fund. Diesem Fonds, der seit 1829 besteht, werden jeweils die Budget-Ueberschüsse des vorangegangenen Finanzjahres, also in guten Jahren viel, in schlechten wenig überwiesen. Wenn Ueberschüsse nicht erzielt wurden, was öfters der Fall war, wurde überhaupt nicht getilgt. Von 1829/90 wurden über 70 Millionen Lstr. Staatssicherheiten durch diesen Fonds aufgekauft und in den letzten Jahren von 1905 ab 1,4 Millionen Lstr., 3,46 Millionen Lstr., 5,3 Millionen Lstr., 4,1 Millionen Lstr. getilgt, während auf das Finanzjahr 1909/10 ein Ueberschuss nicht übertragen wurde. Daneben funktioniert seit 1875

β) der new sinking fund, der auf dem Prinzip der Zwangstilgung beruht und darum dem alten Tilgungssystem vorzuziehen ist. Dieser Fonds wird jährlich mit einer festen Summe dotiert, die so hoch bemessen ist, um davon — abgesehen von den Verwaltungskosten für die Staatsschuld — Zinsendienst und Amortisation bestreiten zu können. Da die englische Staatsschuld bis zum Burenkrieges von Jahr zu Jahr sich verringert hat, wurden

die Zinserfordernisse immer kleiner und die Amortisationsquote entsprechend grösser. Lebhaftere Kritik erfuhr diese Tilgungsart erst, als für die aufzukaufenden Konsols ein erhebliches Aufgeld bezahlt werden musste und gegen die fernere Tilgung die grossen Verluste für den Staat aus dem hohen Rückkaufsagio sowie Rücksichten auf die Steuerzahler ins Feld geführt wurden. Die Finanzminister haben z. T. unter diesem Druck der öffentlichen Meinung den ursprünglich als Dotation vorgesehenen Betrag von 28 Millionen Lstr. wiederholt gekürzt, so z. B. 1887 auf 26 Millionen Lstr., 1889 auf 25 Millionen Lstr., 1899 auf 23 Millionen Lstr. (wegen der starken Verringerung der Staatsschuld), 1900 und 1901 während des Burenkrieges wurde gar nicht getilgt, aber dafür in den folgenden Jahren um so energischer: 1902 wurden für den Staatsschuldendienst 23 Millionen Lstr. ausgeworfen, 1903 27 Millionen Lstr., 1905 28 Millionen Lstr., 1906  $28\frac{1}{2}$  Millionen Lstr., 1907  $29\frac{1}{2}$  Millionen Lstr. (hiervon 8,365 Millionen Lstr. Tilgungsquote) 1908 28 Millionen Lstr. Im Jahre 1909/10 wurde infolge der stark gestiegenen Rüstungsausgaben bei gleichzeitig geringeren Budgeteinnahmen nur ein Betrag zur Verzinsung der Staatsschuld vorgesehen. (Wir haben bereits erwähnt, dass in diesem Jahr auch der old sinking fund nicht in Aktion trat.) Infolge der mehrfachen Reduktionen entsprach der praktische Erfolg des neuen Tilgungsfonds zwar nicht den s. Z. bei Einführung gehegten überschwänglichen Erwartungen; es wurden aber doch im Laufe der Jahre stattliche Konsolbeträge dem Markte entnommen.

γ) Umwandlung von privatem und öffentlichem Konsolbesitz in Leib- bzw. Zeitrenten. Dieses Tilgungssystem beruht darauf, dass der Staat dem Konsolbesitzer gegen Hergabe seiner marktgängigen Staatsfonds eine Anzahl fester Annuitäten gewährt. Die Annuität umfasst Zinsen und einen Zuschussbetrag in solcher Höhe, dass, wenn man dafür auf dem Markte Konsols kaufen würde, der gekaufte Betrag auf Zinseszinsen angelegt entweder in der vorher fixierten Zeitdauer (Zeitrente) oder aber in der vermutlichen Lebensdauer des Staatsgläubigers (Leibrente) den ursprünglich umgewandelten Betrag erzieht. So wird ein gewisser Betrag marktfähiger Fonds in eine nicht marktfähige Form gebracht und verschwindet nach einer Anzahl Jahre ganz. Der Staat nimmt also für die Gegenwart eine grössere Last auf sich, um spätere Generationen zu entlasten. Schon im 18. Jahrhundert hat der Staat, um seine niedrig verzinslichen Konsolanlagen möglichst zu pari plazieren zu können, den Zeichnern ausser den Zinsen noch kleine Annuitäten zugebilligt; hierin lag eine versteckte Amortisation, die gleich bei Emission der Anleihen einsetzte. Als Anlageform für Privatleute waren aber die Leib- und Zeitrenten nie beliebt, vielleicht auch deshalb nicht, weil die englische Einkommensteuer nicht bloss das reine in der Annuität enthaltene Einkommen trifft, sondern auch die darin einbegriffenen Tilgungsprozente. Dagegen hat dieses Annuitätensystem grosse Bedeutung erlangt durch Verbindung mit den Konsolbeständen der Sparkassen. Durch dieses geniale von Gladstone 1867 inaugurierte System wurden allein in den darauffolgenden 20 Jahren über 118 Millionen Lstr. Bestände öffentlicher Kassen in Annuitäten umgewandelt. Da für den grösseren Teil der von der Regierung alljährlich zu zahlenden Raten sofort wieder Konsols aufgekauft wurden, so schritt das Amortisationsspiel in aller Stille — der öffentlichen Meinung und allen Angriffen des Parlaments entrückt — automatisch fort. So verstand es die Kunst der Staatsmänner, eine dauernde Amortisation gegenüber den jeweils doch recht wandelbaren Intentionen des Volkes resp. seiner Vertreter durch die gewählte Form zu sichern. Auch bei Ablauf der Annuitäten — es wurden wiederholt Konsolbeträge öffentlicher Kassen in Zeitrenten umgewandelt — kamen sie allen etwaigen Angriffen auf den freiwerdenden Kapitalbetrag zuvor, indem sie einige Jahre vor Ablauf, also noch zu einer Zeit, wo die Begehrlichkeit des Parlamentes auf die freiwerdenden Summen nicht so gross war, die Annuitäten auf eine weitere Reihe von Jahren verlängerten resp. erneuerten. Andererseits hat sich der Staat in finanziell ungünstigen Zeiten durch Suspendierung der Annuitäten-

zahlungen bedeutende Summen für andere Staatszwecke verschafft, so z. B. allein während des Burenkrieges hierdurch sowie durch Suspension des new sinking fund nicht viel weniger als 200 Mill. M. Im Jahre 1906/07 wies das Budget 4 739 000 Lstr. solcher Annuitäten mit einem Kapitalwerte von ca. 40,8 Millionen Lstr. auf. Nebenbei erwähnt sind diese Annuitäten, die jedes Risiko, Kursverluste und Konversionsgefahr ausschliessen, ein stabiles Einkommen verbürgen und eine sichere Kalkulation zulassen, wohl als geeignete Besitzform auch für unsere Versicherungs-Gesellschaften, Sparkassen usw. ins Auge zu fassen, die sich häufig wegen der Kursverluste von unseren wenig kursbeständigen Anleihen fernhalten.

Neben dieser systematischen Tilgung werden noch alle möglichen sonstigen Summen für Amortisationszwecke gelegentlich herangezogen, so z. B. dem Staate zufallende Schenkungen und Vermächtnisse, Ueberschüsse der Rückzahlungen von Local Loan Stocks über neue Emissionen, Pauschalzahlungen britischer Munizipalitäten für Befreiung von den auf ihren Titres lastenden Umsatzsteuern, Zahlungen aus der chinesischen Kriegsschädigung, aus der Grundsteuerablösung usw.

Infolge der energischen und konsequent durchgeführten Tilgung musste, da der Staat von 1856—1901 keine neue Konsolanleihe an den Markt brachte, die Nationalschuld eine dauernde Verminderung erfahren. Diese belief sich nach den napoleonischen Kriegen auf 900 Mill. Lstr., konnte bis 1856 trotz einer Anzahl neuer Anleihen auf 832 Mill. Lstr. zurückgeführt werden und betrug beim Ausbruch des Burenkrieges nur noch 635 Mill. Lstr. Die fundierte Schuld erreichte i. J. 1901 mit 551 Millionen Lstr. ihren niedrigsten Stand seit 1805. Bei Ausbruch des Burenkrieges wurde die Schuldentilgung nicht einmal sofort eingestellt, da die Regierungskreise die Bedeutung des Krieges zunächst unterschätzt hatten. Nachdem dann während des Krieges die Tilgung unterblieben war, wurden bereits im Februar 1903, also kurz nach Beendigung des Krieges, vom offiziellen broker wieder Staatssicherheiten zu Tilgungszwecken aufgekauft, wodurch die auf 770 Millionen Lstr. angewachsene Landeschuld allmählich bis 1909 auf 696 Millionen Lstr. zurückgeführt wurde und in letzterem Jahre den Stand von 1889 wieder erreichte. In den Jahren 1906/09 wurden 15½ Millionen Lstr. durchschnittlich p. a. getilgt, d. h. mehr als je in einem früheren Zeitraum. Im Jahre 1911 ist allerdings — wie wir gesehen haben — die Tilgung erheblich vermindert worden.

Dass diese rasche Abtragung der englischen Staatsschuld von vorteilhafter Einwirkung auf Markt und Kurse der Konsols war, liegt auf der Hand. Die Tilgungskäufe machten sich in den 90er Jahren zeitweise so stark bemerkbar, dass die Staatsschuldkommissare bei der anhaltenden Aufwärtsbewegung der Konsols wiederholt wegen Herbeischaffung des anzukaufenden Materials in Verlegenheit kamen. Ob indessen diese starke Tilgung vom finanzwirtschaftlichen Standpunkt aus — besonders bei gleichzeitigen Budgetdefizits — immer berechtigt war, steht hier nicht zur Diskussion. Jedenfalls kann aber nicht — wie es öfters geschieht — die Steigerung des Kursniveaus mittelst aufrichtiger Amortisation unter Annullierung der aufgekauften Titres als Kurstreiber bezeichnet werden; die Hebung des staatlichen Kredites ist vielmehr eine gerechte Belohnung für das ernste und erfolgreiche Streben der englischen Staatsmänner nach Verringerung der Staatsschulden.

So ist in England der Staat selbst der grösste Interessent am Markte seiner Fonds. Durch die andauernden Käufe in der geschilderten Weise haben die öffentlichen Kassen Riesenbeträge von Konsols allmählich angesammelt; z. B. 1909 waren 206,7 Millionen Lstr. britische Staatssicherheiten, darunter 136,8 Millionen Lstr. Konsols, d. i. annähernd  $\frac{1}{4}$  der fundierten englischen Staatsschuld im Besitze oder in Verwaltung öffentlicher Organe, während dem Staate ca.  $\frac{1}{6}$  der Depositen des Landes anvertraut sind. Dieser ist somit in seiner Art das grösste Bankinstitut des Vereinigten Königreichs.

2. Nächst dem Staate sind die grössten Käufer am Markte der britischen Staatsfonds die grossen privaten

Unternehmungen des Landes; in erster Reihe die Banken, die deshalb vor allem hier interessieren, ferner Versicherungs-, Industrie-, Eisenbahn-, Trust- und andere Gesellschaften. Die grossen englischen Depositenbanken — heute nur noch 46 an der Zahl — sammeln ähnlich wie die Sparkassen vermittelt ihrer über 7000 Stellen die Ersparnisse des Landes gleich bei ihrem Entstehen. Diese finden ebenso wie die eigenen Mittel (d. s. Aktienkapital und Reserven) der Banken vorzugsweise Verwendung in Wechsel- und Effektenanlagen. Unter letzteren wird eine sehr enge Auswahl getroffen; den Hauptbestandteil des Effektenportefeuilles bilden englische Staatspapiere, die aus Gründen der jederzeitigen Liquidität allgemein bevorzugt werden; abgesehen davon kommen als Effektenanlagen fast nur Eisenbahnobligationen, Kolonialanleihen und Korporationsstocks in Betracht. Soweit aus den Bilanzen dieser grossen Depositenbanken ersichtlich ist, waren 1908 z. B. 2649 Millionen Mark in britischen Staatspapieren angelegt. (Nebenbei bemerkt, besitzt die Bank von England allein über 700 Millionen Mark Regierungssicherheiten.) Diese Anlagesitte hat in den 80er und 90er Jahren des vorigen Jahrhunderts immer mehr zugenommen, was daraus erklärlich ist, dass die Banken immer nur Freude an ihrem Konsolbesitze erlebt hatten, da durch die erwähnten Immobilisationen und Tilgungskäufe die Konsolkurse fortgesetzt gesteigert wurden. Noch intensiver wurde die Nachfrage in den 90er Jahren, als infolge der niedrigen Zinssätze die Depositen den Banken überreichlich zuströmten und die Banken nach einem höheren Einkommen, als aus Diskonten und Vorschüssen damals erhältlich war, strebten. Damals erschienen Konsolanlagen immer noch begehrenswert und auch nutzbringend, da die Depositenzinsen, welche den Einlegern bewilligt werden, nach unseren Begriffen sehr niedrig waren (1895 z. B.  $\frac{1}{2}$  pCt.). So kamen in jenen Jahren die Konsolkurse immer mehr in Abhängigkeit von den Zinssätzen für kurzfristige Anlagen am offenen Markte (für den Staatskredit gewiss kein erwünschter Zustand) und erreichten — nachhaltig unterstützt durch diese Anlagekäufe der Banken — allmählich die erwähnten Hungerpreise von 114 pCt.

Aber die Sitte, die einmal gekauften Konsols dauernd im Portefeuille zu behalten, ist bei den englischen Banken nicht so tief eingewurzelt, wie man häufig zu hören bekommt. Dem geschäftlichen Interesse dieser Erwerbsinstitute entspricht es nicht immer, Konsols nur als Aushängeschild für die Kreditwürdigkeit zu benutzen, sondern auch einen Teil davon zu geeigneter Zeit mit Gewinn zu verkaufen, oder gegen andere Werte einzutauschen. Dies geschah sowohl bei hohen Konsolkursen wie auch gelegentlich bei Zinsdifferenzen zwischen Konsol- und anderen Anlagen z. B. Diskonten, Reports, Lombards usw. Seit dem Burenkriege haben überhaupt die Konsolanlagen der grossen englischen Banken keine Zunahme mehr erfahren, indem den Ankäufen einer Anzahl Banken Bestandsverringerungen anderer gegenüberstanden. Banken und Versicherungs-Gesellschaften haben, was sich seit 1903 nachweisen lässt, für ihre Neuanlagen mehr und mehr höher verzinsliche Effekten aufgesucht und machen von den profitableren Anlagemöglichkeiten reichlich Gebrauch. Andererseits verursachte die fortgesetzte Entwertung der Effektenbestände an Stelle der früheren regelmässigen Gewinne den Banken gewaltige Verluste, die einen grossen Teil der stillen Reserven verschlangen und so häufig die Gewinnberechnungen über den Haufen warfen. Seit dem Burenkriege mussten fast andauernd Abschreibungen vorgenommen werden; z. B. 1903 haben nach gemachten Schätzungen die Banken des Vereinigten Königreichs ca. 3 Millionen Lstr. auf ihre Effektenbestände abgeschrieben; oder 1907 z. B., als Konsols ca. 83—84 pCt. notierten, haben allein 10 Londoner Banken sowie 10 Provinzbanken und 4 irische Banken 1 053 000 Lstr. aus ihren Gewinnen resp. Reserven zu Abschreibungen auf ihre Effektenbestände verwendet. Diese Verluste steigerten sich naturgemäss durch die weiteren Kursrückgänge der Konsols in den folgenden Jahren. Lord St. Aldwyn teilte z. B. 1912 den Aktionären in der Generalversammlung der London Joint

Stock Bank mit, dass seit 1903 neun führende Banken bereits 6 285 000 Lstr. durch solche Kursverluste haben abschreiben müssen. Diese Entwertung hat wiederholt in den Generalversammlungen zu Vorschlägen der verschiedensten Art geführt, um die Regierung zu Abhilfe zu veranlassen.

Diese schlimmen Erfahrungen hatten zur Folge, dass eine Reihe von Banken ihren Konsolbesitz reduzierte, andere Institute Konsols durch kurzfristige Regierungssicherheiten ersetzten, wieder andere zu höherverzinslichen Anlagen übergingen und neue Konsolanlagen vermieden, um sich gegen fernere Verluste nach Möglichkeit zu schützen. Jedenfalls hat diese veränderte Politik dazu beigetragen, dass Konsols jetzt nicht mehr so begehrt sind wie früher, als man wusste, wie rar sie waren. Kann man den Banken, die doch in erster Linie Erwerbseinstitute sind, verargen, dass sie jetzt weniger patriotisch denken? Die gewaltigen Kursrückgänge der Konsols sind naturgemäß den Privatunternehmungen viel unangenehmer als magere Zinsen, mit denen sich wenigstens als etwas Bestimmtes rechnen lässt und zu denen man sich aus Liquiditätsrücksichten leichterem Herzens versteht, da dieses freiwillige Opfer durch andere Gewinnquellen reichlich wieder eingebracht werden kann.

Wir haben bis jetzt nur von der Anlagepolitik der Banken in normalen Zeiten gesprochen. Wenn hier schon die Besitzkonzentration unerwünschte Begleiterscheinungen für den Staatskredit gezeitigt hat, wie viel mehr ist das der Fall in Krisenzeiten aller Art, ob diese nun auf Banken, Börse und Geldmarkt beschränkt bleiben, oder das gesamte Wirtschaftsleben betreffen oder aber wenn politisch schwere Zeiten hereinbrechen. Dann gleichen die englischen Banken einer Festung, die möglicherweise von allen Seiten angegriffen werden kann; um auf alle Anstürme gerüstet zu sein, schreiten sie zunächst zur Veräusserung ihrer liquidesten Anlagen — worunter auch Konsols fallen — in einer Zeit, in der möglicherweise auch der Staat und die anderen grossen Anleger gleichfalls zu Realisationen von Teilbeträgen ihres Konsolbesitzes sich genötigt sehen. Denn der Kauf oder Verkauf dieser grossen Institute und Gesellschaften erfolgt fast immer unter Umständen, welche diese Unternehmungen sämtlich in ähnlicher Weise tangieren. Wie mag man gerade in solchen schweren Zeiten dann in England empfinden, dass das Ideal der Klassierung der Staatsfonds nicht die Konzentration in wenigen Händen ist, sondern die Besitzverteilung auf die zahlreichen kleinen Kapitalisten des Landes! Schon als vor einigen Jahren die Birkbeck Bank, die nur einen Bestand von ca. 3 Millionen Lstr. erstklassiger britischer Staatsfonds im Portefeuille hatte, ihre Zahlungen einstellte, haben eine ganze Zeit lang die Konsolverkäufer für diese Bank den Anleihemarkt unter Druck gehalten. Und dabei handelte es sich nur um eine einzige Gesellschaft, die noch lange nicht zu den grösseren gehörte und die Zahlungsschwierigkeit blieb auf diese eine Bank beschränkt, während ringsum alles in wirtschaftlicher Prosperität lebte.

Auch britische Lebensversicherungs-Gesellschaften, die unter ihren Anlagen einen beträchtlichen Besitz an englischen Staatspapieren aufweisen, haben diesen in neuerer Zeit dauernd verringert, während die übrigen Effektenanlagen von Jahr zu Jahr fast eine regelmässige Zunahme erfahren haben. (Besonders 1906/07 wurden grössere Konsolbestände anlässlich der Erdbebenkatastrophen in einer Anzahl von Ländern abgestossen.) Auf weitere Einzelheiten kann hier nicht eingegangen werden; es sei nur noch nebenbei erwähnt, dass auch grosse industrielle Unternehmungen einen Teil ihrer Kapitalien mit Vorliebe in Konsols anlegen; z. B. 15 beliebig herausgegriffene Gesellschaften hatten 1902 (nach Berechnungen Ludwig Delbrücks) 104 Millionen Mark in ihrem Besitz, 1907 ca. 115 Millionen Mark, d. i. ca. 10 pCt. ihres eingezahlten Kapitals.

(Schluß folgt.)

## Zur Frage der Depositen-Versicherung<sup>1)</sup>.

Von Dr. Eustach Mayr, Diplom-Ingenieur und Mathematiker, Vorstand des mathematisch-statistischen Bureaus der Pfälzischen Hypothekenbank zu Ludwigshafen a. Rhein.

Bereits im Jahre 1906, bei der Durchführung einer auf Veranlassung des Herrn Geheimen Hofrats Professor Dr. E. Gothein, Heidelberg, in Angriff genommenen speziellen Studie über „Kapitalbedarf und Kapitalbeschaffung der Industrie in Mannheim, Ludwigshafen a. Rh. und Frankenthal“<sup>2)</sup>, war ich mir darüber klar geworden, dass die damals zunehmende Geldverteuerung in absehbarer Zeit wieder zu Störungen des Wirtschaftslebens krisenhafter Art führen müsste. Auf diesem Wege wurde ich naturgemäß auch auf die Depositenfrage geführt und nach Einsicht in die mir zugängliche Literatur drängte sich mir die Erkenntnis auf, dass für den Fall der äussersten Not in keinem Kulturstaate weder ein ausreichender Rechtsschutz für das Eigentum der Deponenten bestehe, noch dass entscheidende Schritte wirtschaftlicher Art vorgeschlagen, geschweige denn getan wären, um dieses Eigentum gegenüber allen unglücklichen Zufällen der kommenden wirtschaftlichen Entwicklung zu schützen.

Bei der Suche nach einem solchen wirtschaftlichen Heilmittel — die Ueberzeugung, dass es ein annehmbares gesetzliches hierfür nicht gäbe, hatte ich bald gewonnen — kam ich auf den Gedanken, dass man den erstrebenswerten Schutz des Depositenpublikums auf dem Wege einer Depositenversicherung erreichen könnte. Im Herbst des Jahres 1907 hielt ich im volkswirtschaftlichen Seminar des Herrn Geheimrats Professor Dr. Gothein in Heidelberg einen Vortrag zu dem Thema des erwähnten Buches und ging dabei ausführlich und im selben Sinne, als es in diesem später geschehen ist, auf meinen Vorschlag der Depositenversicherung ein, den ich schon anfangs 1907 im Manuskript niedergelegt hatte. Natürlich fällt es bei derartigen wissenschaftlichen Referaten niemand ein, die — wie damals auch — zu Semesterbeginn meist sehr zahlreichen Zuhörer zu Still-schweigen zu verpflichten, auch wenn über neue Gedanken vorgetragen wird, an diesich urheberrechtliche Ansprüche knüpfen lassen. Die Bankzusammenbrüche, die kurz darauf in Amerika erfolgten, gaben diesem Vorschlag alsbald eine aktuelle Färbung. Trotzdem vermied ich es, damit ausserhalb des Rahmens meiner Gesamtarbeit, mit der er genetisch zusammenhing, herauszutreten, zumal mir von Anfang an vollständig klar war, dass es sich dabei um eine Sache handle, die einerseits wegen ihrer weitgreifenden Wirkungen eine weitere Ausreife ganz gut ertragen, andererseits aber auch durch kommende andere Vorschläge, wie sich inzwischen auch gezeigt hat, doch nicht entwertet werden konnte. Infolge des Dazwischentretens von Verlagsfragen hat sich denn auch die Drucklegung dessen, was ich zunächst für die Veröffentlichung als zweckmässig hielt, in dem erwähnten Buche bis zum Jahre 1910 hinausgeschoben. Als bald nach seinem Erscheinen wurde dazu in einer grösseren Anzahl von Fach- und Tagesblättern, besonders auch in den Handelsteilen verschiedener Zeitungen, meist in zustimmender, teilweise auch in neutraler Weise Stellung genommen. Bei der ausserordentlichen Breite der Volksschicht, die sich für die Frage der Depositenversicherung interessieren muss, weil sie von ihr unmittelbar als zukünftiger Versicherungsnehmer berührt wird,

<sup>1)</sup> Ohne uns mit den Anregungen des Herrn Verfassers zu identifizieren, haben wir seinem Wunsche, dieselben zur Kenntnis der beteiligten Bankkreise zu bringen, entsprechen zu sollen geglaubt. Wegen Raummangels mußte der Abdruck des schon vor längerer Zeit eingegangenen Aufsatzes bis heute zurückgestellt werden. Die Red.

<sup>2)</sup> Ein Teil meiner Resultate ist im Sommer 1910 unter dem gleichen Titel als zweites Heft des I. Bandes der Heidelberger Volkswirtschaftlichen Abhandlungen, herausgegeben von Eberhard Gothein und Alfred Weber (G. Braunsche Hofbuchdruckerei und Verlag, Karlsruhe) erschienen und enthält in einem Abschnitt das erste, was bisher meines Wissens über Depositenversicherung überhaupt geschrieben oder gedruckt worden ist.

konnte mir die Verbreitung der Idee durch die Tageszeitungen nur willkommen sein. Ebenso war ich von jeher der Anschauung, dass jede sachliche Kritik, die einer neuen Idee widerfährt, ein Geschenk des Kritikers an diese Idee sei. Durch die Vorgänge bei der Niederdeutschen Bank erfuhr mein Vorschlag einer Depositenversicherung, wie verschiedene Blätter sogleich erkannten und hervorhoben, rasch auch für Deutschland eine besonders aktuelle Bedeutung.

Die einzige mir bekannt gewordene Zeitungsnotiz, die sich ausdrücklich gegen die Depositenversicherung aussprach, erschien am 13. Januar 1910 im Abendblatt der Frankfurter Zeitung. Aus zwei Gründen kann ich mir indes versagen, an dieser Stelle auf sie einzugehen, einmal, weil ich in derselben als Urheber der Idee der Depositenversicherung nirgends genannt bin, so dass mir die dortigen Ausführungen von befreundeter Seite erst so sehr verspätet zugingen, dass ich nicht mehr darauf eingehen konnte, dann aber auch deswegen, weil diese Notiz an dem, was in dem erwähnten Buche ausgeführt ist, sachlich so weit vorbei redet, um meine Annahme, ihr Verfasser habe meine Originalausführungen nicht gekannt, hinreichend zu rechtfertigen. Möglicherweise hat dieser Verfasser den Gedanken einer Depositenversicherung aus einem Artikel herausgelesen, der bald nach dem Erscheinen meines Vorschlags auf Grund einer mir bis heute noch nicht klar gewordenen Inspiration herauskam. Dieser Artikel erschien im 11. Heft der „Deutschen Reichsbankblätter“ vom 20. November 1910 aus der Feder eines Kaiserl. Bankbuchhalters a. D. Alfred Mager, Leipzig, unter dem Titel „Die Bar-Depositen-Versicherung“. Ich will mich hier nicht dagegen wenden, dass anscheinend auch neue Gedanken auf wirtschaftlichem Gebiete ähnlich wie in der Technik zu Nachahmungen reizen, bei denen man den Urheber der Idee verschweigt, auch nicht dagegen, dass Herr Alfred Mager „seinen“ Vorschlag einer Depositenversicherung dem deutschen Reichsschatzamt und dem Königl. Preussischen Finanzministerium unterbreitet hat, die davon „mit Interesse Kenntnis genommen“ haben. Von weiteren Aufklärungen in dieser Richtung glaube ich vielmehr durch die chronologische Reihenfolge der Publikationen — meine Studie lag ein halbes Jahr früher im Druck vor als dieser Artikel und war weitere 2½ Jahre früher der philosophischen Fakultät der Universität Heidelberg druckfertig unterbreitet worden — entbunden zu sein.

Später erscheinenden Publikationen, die auf einem bereits bekannten Gedanken fussen, der in einer früher erschienenen Veröffentlichung zum ersten Male ausgesprochen ist, steht es nach altem literarischem Gebrauch wohl an, diese zu erwähnen. Wenn sie ausserdem nichts wesentlich Neues und nichts Besseres bringen oder gar nur Bruchstücke, so sind sie überdies überflüssig. Diese Darstellung des Ursprungs und des Zusammenhangs dessen, was bis heute über die Depositenversicherung geschrieben ist, glaubte ich vorausschicken zu müssen, um im nachfolgenden kurz darzutun, wie ich mir die Organisation der Depositenversicherung denke, und welche Vorteile aus einer solchen Versicherung unserem Wirtschaftsleben erwachsen.

Versicherungsgeberin soll eine Aktiengesellschaft sein, die von Anfang an mit einem genügend grossen Kapital auszustatten wäre, um die Versicherung über das ganze Reich zu organisieren. In erster Linie ist dabei im Auge zu behalten, dass das Institut nicht wirtschaftshemmende, sondern verkehrsfördernde Ziele zu verfolgen hat, dass es gerade dort das Misstrauen des Publikums wirksam zu bekämpfen hätte, wo es zur Unzeit am schädlichsten wirkt, auf einem sehr wichtigen Teil des Gebietes der Passivgeschäfte der Banken, der Annahme und mehr oder minder dauernden Verwaltung der Depositengelder. Dementsprechend wäre anzustreben, dass das Versicherungsinstitut den besonderen Aufgaben der Banken verständnisvoll gegenüberstände. Die Uebernahme eines genügend grossen Teils der Aktien durch die Banken wäre also nicht nur eine Tat, die gegenüber der heutigen Veröffentlichung der Zwei-

monatsbilanzen einen Fortschritt auf dem Wege der Selbsthilfe in der Depositenfrage bedeutete, sie wäre gleichzeitig auch eine Garantie dafür, dass die Verwaltung der Versicherungsanstalt niemals auf den zweckwidrigen Abweg einer prinzipiell bankfeindlichen Haltung käme. Die Unterstellung der Depositenversicherungsgesellschaft unter die Kontrolle des Kaiserlichen Aufsichtsamts für Privatversicherung wäre selbstverständlich, praktisch viel wichtiger wäre vielleicht eine enge Fühlungnahme mit den Treuhandgesellschaften, als einem bereits von den meisten Banken, insbesondere den grossen, anerkannten und benutzten Kontrollinstitut, das sich die Banken auch hier wohl gern gefallen lassen würden. Auf den Einzelausbau in dieser Richtung will ich an dieser Stelle vorläufig nicht eingehen.

Als Versicherungsnehmer kämen die ausserordentlich zahlreichen im Reiche zerstreuten Geldgeber der Banken in Frage. Für jene Bankkunden, die im Verlaufe ihres Geschäftsverhältnisses mit einer Bank abwechselnd Gläubiger und Schuldner dieser sind, wäre vielleicht ein geringeres Bedürfnis für die Versicherung des jeweiligen Guthabens bei der Bank vorhanden, als für jene Leute, welche ihr Geld mangels der Möglichkeit einer befriedigend sicheren direkten Kapitalanlage nur gegen Zusage einer bestimmten Verzinsung und mit Ausschluss irgendeiner sonstigen auf Kreditnehmen abzielenden Geschäftsverbindung anlegen. Vom Standpunkte der Versicherungsgeberin aus ist dies jedoch gleichgültig, sie versichert Bankguthaben immer, wenn es von ihr verlangt wird. Vorauszusehen ist jedoch, dass sich das Hauptgewicht der Versicherung auf die Barguthaben der kleinen Leute erstrecken würde, denn gerade für die geschäftlich unerfahrenen und ängstlichen Bankgläubiger ist das hier in Frage stehende Versicherungsbedürfnis am grössten. Daraus ergibt sich zugleich, dass das vorgeschlagene Depositenversicherungsinstitut gleichzeitig ein Mittel zur Ausschaltung zweifelhafter Bankfirmen wäre, da es die Versicherung von Einlagen bei unsoliden Geschäften ablehnen und so betrügerische Bankbrüche schon im Keime ersticken würde.

Die Tatsache, dass im ganzen genommen die Verluste des Publikums an Spar- und Depositeneinlagen bei Banken relativ zu dem ständigen Betrage derselben doch zu Seltenheiten gehören, freilich dann, wenn sie eintreten, den einzelnen um so empfindlicher treffen, zeigt, dass hier der geeignete Boden für das Eingreifen einer Depositenversicherung besteht, für welche die kalkulatorische Grundlage ziemlich einfach ist<sup>3)</sup>. Da der Anteil, den der Deponent von seinen Zinsen zur Beseitigung seines Risikos an die Versicherungsgesellschaft abzuführen hätte, ein geringer ist, so würde der Verzicht auf diesen Anteil die mittelbare (durch die Bank vermittelte) industrielle oder sonstige Anlage des Geldes ihres Charakters der höheren Rentabilität gegenüber etwa einer Sparkassenanlage nicht berauben und andererseits würde die Existenz der Versicherungsgesellschaft eine sehr aussichtsvolle sein, da eben die niedrige Prämie eine grosse Beteiligung des im Depositenverkehr mit den Kreditbanken stehenden Publikums mit Sicherheit erwarten liesse. Dies hätte aber die weitere Folge, dass die Banken über vorübergehende, nicht selbst verschuldete Krisen mit größerer Leichtigkeit hinwegschreiten würden als ohne ein solches Versicherungsinstitut. Denn die Deponenten hätten nun keine Veranlassung mehr, bei jedem ev. auch nur blinden Lärm und bei einer nur momentanen Stockung des Wirtschaftslebens zu den Kassen zu stürzen und eine gespannte Sache, die andernfalls ohne Sanierung von selbst wieder ins Geleise gekommen wäre, gewaltsam zur Katastrophe zu treiben. Damit wäre aber auch dem Interesse, welches die gesamte Volkswirtschaft daran besitzt, unmotivierter, durch momentane Störungen des Wirtschaftslebens, nicht durch nachweisbare Schäden

<sup>3)</sup> Details hierüber habe ich vor einigen Jahren ausgearbeitet, halte aber deren Veröffentlichung heute noch nicht für opportun.

der Verwaltung hervorgerufene Möglichkeiten zu Zusammenbrüchen vermieden zu sehen, Genüge geleistet. Bei dem heutigen Umfange der Depositeneinlagen unserer Banken ist es nicht mehr möglich, alle Bardepositen in Wechseln anzulegen und auch die vor-sichtigste und best informierte Bankleitung hat es schliesslich nicht mehr in der Macht, als gut angesehene Kontokorrentkredite zum Kündigungstermin der Depositen zu realisieren (mit der Kündigung allein ist es hier nicht getan), sobald die Industrie ernstlich Not leidet. Um sich vor endgültigen Verlusten zu schützen, muss sie hier im Gegenteil in der Regel noch helfend eingreifen. Denn jede übertrieben beschleunigte Realisierung von für momentane Erfüllung nicht genügend liquiden Forderungen hat eine ebenso über das Ziel hinaus-schiessende Entwertung der Anlagen zur Folge, als eine allzu optimistische Geschäftsstimmung zu einer Ueberschätzung führt. Die grössten Abweichungen vom wahren Werte zeigen die Resultate einer solchen gewaltsamen Realisierung fixierter Kapitalien notwendig zu Zeiten teureren Geldstandes, wo die Möglichkeit, bares Geld zu erlangen, durch die weitgehende Kapitalbindung in allen Betrieben eine beschränkte ist, wo das Verhältnis zwischen liquidem Geldkapital und fixiertem Kapital in der Volkswirtschaft den kleinsten wirtschaftlich möglichen Wert erreicht hat.

Wenn man zugeben muss, dass die Banken einem unerwarteten gleichzeitigen Vorstoss ihrer Depositeneinleger bei gleichzeitigem Versagen der Industrie nicht gewachsen wären, ja naturgemäss nicht gewachsen sein können (wenn das Gegenteil der Fall wäre, so wäre das sogar ein Beweis, daß die Banken ihre Bestimmung nicht erfüllen und, ein Ünding an sich, Geld thesaurieren, statt kapitalvermehrbar anlegen), und wenn man sich die grossen Verdienste vergegenwärtigt, welche der Staat von denselben Banken zur gegebenen Zeit dringend benötigt, erscheint es wohl nicht zwecklos, immer wieder nach einem Auskunftsmittel zur Beseitigung einer doppelten Gefahr zu suchen.

Kann eine Depositenversicherung die Deponenten vor Verlusten schützen, die Banken vor gewaltsam herbeigeführten, innerlich unmotivierten Zusammenbrüchen bewahren und sie damit auch dem Staate gegenüber für den Fall der Not leistungsfähig erhalten?

Nach allem, was die Versicherungseinrichtungen auf anderen Gebieten der Volkswirtschaft geleistet haben, kann man die Einführung einer Depositenversicherung für die Erreichung dieses Zieles wohl eines ernstesten Versuches wert erachten.

Der Einwurf, daß durch eine Depositenversicherung die Banken veranlaßt würden, mit den ihnen anvertrauten Depositengeldern weniger vorsichtig zu operieren als bisher, ist sofort dadurch entkräftet, daß jede Bank nach wie vor mit ihren gesamten eigenen Mitteln für die Depositen haftet. Ueberdies wäre eine Vereinfachung und zugleich rechtlich fruchtbare Verstärkung damit gegeben, dass diese Haftung nicht mehr den zahlreichen einzelnen Deponenten, sondern der für deren Ansprüche im letzten Ende verbindlichen Versicherungsgesellschaft zu leisten wäre. Es ist mit Sicherheit anzunehmen, dass diese ihre Forderungen an eine fallite Bank mit grösserem juristischen Geschick und mit grösserer geschäftlicher Umsicht vertreten würde, als die kleinen, schlecht informierten, unter sich zusammenhanglosen und mangelhaft beratenen Deponenten. Auch böte die Gesellschaft das wohl einzig mögliche wirtschaftliche Korrektiv für eine offenkundig missbräuchliche Verwendung der Depositen. Denn man wird zugeben, dass eine Privatgesellschaft, welche das doppelte Interesse hat, dass die Depositen einerseits möglichst hoch seien, andererseits aber auch richtig verwendet werden, die zu beobachtende Bank viel richtiger in der Kritik ihrer Tätigkeit erfassen wird und muss als ein staatlicher Beamtenapparat, welcher in seiner Kontrolltätigkeit an einen notwendig mehr oder minder schablonisierenden Paragraphenstandpunkt gebunden ist. Erstere wird die Banken in ihrer reellen Tätigkeit niemals behindern, denn sie hat von der Blüte des Depo-

sitengeschäfts direkte Vorteile, aber sie wird aus Gründen der eigenen Sicherheit ebensowenig in der Beaufsichtigung und rechtzeitigen Verwarnung nachlässig sein — letzterer läuft nur zu leicht Gefahr, des Guten zu wenig oder zu viel zu tun. Der Staat käme dabei hinsichtlich seines Kontrollanspruches doch noch zur Geltung, indem er die für ihn viel leichter durchführbare Prüfung der Anlagen der Versicherungsgesellschaft übernehmen würde, die ja hauptsächlich in erstklassigen Hypotheken, ev. auch Staatspapieren bestehen müssten. (Ein derartiges Institut existiert bereits in Deutschland in dem Kaiserl. Aufsichtsamt für Privatversicherung.)

Es könnte allenfalls noch der Einspruch erhoben werden, dass bei starker gelegentlicher Inanspruchnahme des Versicherungsinstituts dasselbe nicht mehr in der Lage wäre, die eingegangenen Verpflichtungen zu erfüllen. Dem kann zweierlei entgegengehalten werden. Einmal wird das Versicherungsinstitut zur gegebenen Zeit von seinem Regressrecht gegen die Depositenbank Gebrauch machen und die Deckung so weit als möglich zu erreichen suchen. Dann kann es sich aber ausserdem statutarisch vor einer Ueberrumpelung durch eine Krise schützen, indem es die sofortige Erstattung der verloren gegangenen Depositen in barem Gelde nur bis zu einer gewissen Grenze, die durch die Höhe seiner liquiden Anlagen oder nach anderen Gesichtspunkten bestimmt würde, gewährleistet, im übrigen aber für die Verzinsung und eine statutarisch festgesetzte planmässige Amortisation der verlorenen Depositen aufkommt.

Man erkennt, dass alle derartigen Vorsichtsmassregeln darauf abzielen müssen, die Versicherungsgesellschaft ihrem Ideale, einer möglichst selten notwendig werdenden Zahlung der Versicherungssumme, näher zu bringen, denn die für die Forderungen vorhandene Deckung würde in allen Fällen den pessimistischen Drang zu einer Liquidierung auf das erreichbare Minimum reduzieren und dort, wo Sanierungen möglich sind, dieselben auch wirklich zur Durchführung kommen lassen. Je besser also die Versicherungsgesellschaft hinsichtlich ihres eigenen Unternehmungsinteresses arbeitet, desto grösser sind die Vorteile, welche sie für die Gesamtwirtschaft erbringt. Die unheilvollen Folgen einer Panik, die ja auch eine an sich schon schlimme Sache immer noch schlechter macht und eine gute an den Rand des Verderbens oder in den Abgrund bringen kann, wären damit dem Wirtschaftsleben vollständig erspart, wobei gleichzeitig die Gefahr einer missbräuchlichen Verwendung der Depositen zum mindesten nicht grösser geworden wäre, als sie vor Eintritt der Versicherung war. Selbst im Falle eines Krieges würden die Deponenten nicht mehr als höchstens so viel von ihren Einlagen zu kündigen brauchen, als sie für die voraussichtliche Dauer desselben für ihre Konsumtion benötigten, wenn ihre Erwerbstätigkeit durch denselben ins Stocken gerieth.

Was dies besagen will, wird einem klar, wenn man sich die Rolle vergegenwärtigt, welche unseren Bankinstituten im Kriegsfall zufallen muss. Die Depositeneinlagen der Banken haben heute einen solchen Umfang angenommen, dass sie, wenn sie mit einem Schlage gekündigt würden, ohne dass Ersatz nachfließt, was nur in Friedenszeiten oder bei ausserordentlich günstigem Verlauf eines Krieges erwartet werden kann, sicher nicht in der Lage sein würden, sich selbst und noch viel weniger dem Staate zu helfen, der trotz des Kriegsschatzes auf sie in weitgehendem Masse angewiesen wäre. Der Einwurf, dass die Banken natürlich die Kündfrist ihrer Anlagen mit der Kündfrist ihrer Depositen bei ihren Kreditbewilligungen in Einklang bringen, ist hier kaum für die Friedenszeit stichhaltig, denn die meisten industriellen Unternehmungen rechnen und müssen rechnen auf die Kontinuität des Kredits, der ihnen eingeräumt wurde und betrachten die gestellte Kündfrist als etwas Formales, das der Bank lediglich gestattet, bei diesem dauernden Kreditverhältnis ihre Bedingungen entsprechend der beweglichen Verfassung des Geldmarktes von Zeit zu Zeit zu regulieren. Hat aber die Möglichkeit der Umgiessung der in der In-

dustrie festgelegten Kapitalien in die liquide Form schon in den Friedenszeiten ihre selbstverständlichen Grenzen, deren praktische Erprobung für die Gütererzeugung und die Güterverteilung, für die das Kapital doch ausschliesslich da ist, zu den unheilvollsten Stockungen führen würde, so müsste dieser Versuch der Realisierung in Geldeswert im Kriegsfall vollends versagen, wo die Güterkonsumtion, welche die Industrie allein wieder in den Besitz der von den Banken entliehenen Umlaufmittel setzen kann, aussergewöhnliche Beschränkungen erleidet, ausserdem der Bedarf an Geldkapital gegenüber dem Bedarf an fixiertem Produktivkapital sehr hervortritt. Es liegt im Interesse der Erhaltung eines Staates, dass im Kriegsfall die Depositen in den Banken in weitgehendstem Umfange belassen bleiben, und dass die Industrie die ihr von den Banken eingeräumten Kredite wenigstens nach Möglichkeit zurückerstattet, um die finanziellen Kräfte der Nation mit konzentrierter Wucht wie im Frieden der Industrie, so den Anforderungen des Krieges zuzuleiten. Selbst im schlimmsten Falle, einer Niederlage, werden dabei die Umlaufmittel des Staates an sich nach dem Kriege, soweit sie während desselben für Lieferungen von vaterländisch gesinnten Inlandslieferanten aufgewendet werden, keine Minderung erfahren haben, und die eintretende Verschiebung in der Besitzverteilung wird die Machtstellung der Banken, die sich im Frieden in Deutschland für die nationale Entwicklung so gut bewährt hat, nicht beseitigen, und auch die Industrie kann wieder auf neue Kredite rechnen.

Wesentlich bleibt dabei, dass die Ansprüche der Deponenten durch das vorgeschlagene Versicherungsinstitut in über das ganze Land verbreiteten Hypotheken oder durch einen ausreichenden Besitz an Staatspapieren gesichert wären. Bei der heutigen Kriegsführung dürfte eine Vernichtung eines grösseren Prozentsatzes der Pfandobjekte durch den Krieg als ausgeschlossen angesehen werden, so dass selbst im Falle eines unglücklichen Ausganges die Forderungen der Deponenten eine bleibende Deckung haben würden, ganz abgesehen davon, dass die Gefahr einer Niederlage durch ein derartiges Versicherungsinstitut erheblich gemindert wäre, denn neben einer schlagfertigen Armee ist eben eine schlagfertige Kriegskasse, der in den Banken tüchtige Reserven für notwendige supplementäre Kredite zur Verfügung stehen, bekanntlich die beste Gewähr für den Erfolg eines Krieges.

Auf wie reeller Basis das Depositenwesen und die Passivgeschäfte der Kreditbanken überhaupt beruhen mögen, so viel ist sicher, dass gerade in diesen Geschäften bei der heutigen Kreditorganisation im Ernstfall eine grosse Gefahr für die Landesverteidigung liegt. Besonders wichtig für die Beurteilung der Leistungsfähigkeit der deutschen Kreditbanken im Kriegsfall ist die Tatsache, dass sich seit dem letzten Kriege die Wandlung von Agrarstaat in den Industriestaat in überraschendem Umfange vollzogen hat, und die mächtige Zunahme der Industriebevölkerung ist eine Ausdrucksform dieser Tatsache. Dieses stark vermehrte Kontingent von geldwirtschaftlichen Existenzen ist ein Novum, mit dem wir für den Kriegsfall keine Erfahrung besitzen und das dem Staate im Falle der Subsistenzlosigkeit ganz andere Schwierigkeiten bereiten müsste als eine Agrarbevölkerung, die über das ganze Land zerstreut und niemals ohne Vorräte an Lebensmitteln ist. Jedenfalls wird hierdurch ein bedeutender Teil der Kapitalkraft unserer Banken und des Volkskapitals überhaupt gebunden werden. Eine Depositenversicherung würde auf dieses grosse Heer von Existenzen beruhigend wirken, deren Kredit erhöhen und sie vor einem übertriebenen, dem Ganzen und ihnen selbst schädlichen Pessimismus selbst im Fall der Niederlage schützen und dazu führen, den Umlaufmitteln wenigstens nicht erheblich mehr zu entziehen, als für die Konsumtion erforderlich ist.

Selbstverständlich ist mit den vorstehenden Ausführungen das, was in bezug auf die Depositenversicherung gesagt werden kann, keineswegs auch nur

annähernd erschöpft. Insbesondere möchte ich mit der Veröffentlichung der von mir bis jetzt ausgearbeiteten technischen Details vorläufig zurückhalten. Mehr allgemeines zur Sache findet sich noch in dem bereits erwähnten Buche. Dass ich selbst von der Fruchtbarkeit des Gedankens voll überzeugt bin, mag aus dem Gewicht geschlossen werden, welches ich hier auf die Priorität seiner Erfindung und Anregung lege. Die Beurteilung der Frage, ob heute schon der Zeitpunkt einer Einführung der Depositenversicherung gekommen sei, überlasse ich kompetenten Kreisen, gebe aber zu bedenken, dass es für vorsorgliche Vorkehrungen gegen unausbleibliche böse Ereignisse der Zukunft — daß es keine Bankzusammenbrüche, in denen Depositengelder zu Verlust gehen, mehr geben wird, wird niemand behaupten wollen — niemals zu früh sein kann.

## Der Spieleinwand beim Kassageschäft.

Eine prinzipielle Erörterung zum Börsengesetz.

Von Rechtsanwalt Dr. Arthur Nussbaum, Berlin.

Niemand kann verkennen, einen wie grossen Fortschritt das Börsengesetz vom 8. Mai 1908 gegenüber der vollständigen Rechtlosigkeit bedeutet, die unter dem alten Börsengesetz bestanden hatte. Aber auf der andern Seite stellen sich, je länger das neue Recht gilt, um so mehr seine schweren technischen Unvollkommenheiten heraus. Allenthalben ergeben sich Folgen, die teils von keinem irgendwie gearteten Standpunkt aus verständlich sind, teils jedenfalls nicht in den Tendenzen des Gesetzes liegen. Eine in den geschäftlichen und technischen Grundlagen der Materie nicht hinlänglich verankerte Judikatur<sup>1)</sup> trägt ihrerseits dazu bei, die Rechtslage weiter zu komplizieren und den Charakter einer Geheimlehre zu verstärken, der dem deutschen Börsenrecht schon kraft der Fassung des Gesetzes anhaftet.

Die Hauptschwierigkeit für das Verständnis des geltenden Börsenprivatrechts liegt darin, dass das Börsengesetz sich nur mit dem Börsentermingeschäft befasst, das Differenz- und Spielgeschäft dagegen dem bürgerlichen Recht, nämlich den §§ 764 und 762 BGB., vorbehält. Auf diese Weise stehen „Termineinwand“ und „Differenz-(Spiel-)Einwand“ nebeneinander da; obwohl meist das Differenz-(Spiel-)Geschäft zugleich Börsentermingeschäft ist, werden beide Begriffe in verschiedenen Gesetzen abgehandelt, ohne dass auch nur über das Verhältnis der gesetzlichen Bestimmungen hinreichende Klarheit geschaffen wäre<sup>2)</sup>.

Wichtiger als die hieraus hervorgehenden Schwierigkeiten für das Verständnis sind die materiellen Mängel, die aus der verfehlten Anlage des Gesetzes entspringen. Dies mag hier an einer bisher wenig beachteten Frage, nämlich der des Kassaspielgeschäftes, d. h. des in die Form des Kassageschäftes gekleideten Spiels, gezeigt werden.

Nach der ständigen Praxis des Reichsgerichts<sup>3)</sup> kann nämlich auch in der Form des Kassageschäftes gespielt werden, so dass zwar nicht § 764 BGB., wohl aber § 762 BGB. Anwendung finden muss. Der Unterschied dieses Spieleinwandes im engeren Sinne gegenüber dem auf Zeitgeschäfte bezüglichen Differenzeinwand im engeren Sinne liegt darin, dass die Voraussetzungen des Spieleinwandes ganz wesentlich schwerere sind als die des

<sup>1)</sup> Hierauf beabsichtige ich bei anderer Gelegenheit zurückzukommen.

<sup>2)</sup> Recht bezeichnend ist der dem OLG. Hamburg in der Entscheidung vom 25. Juni 1909, Bank-Archiv 9, 142, untergelaufene Irrtum, vgl. GZ. 59, 414.

<sup>3)</sup> Nachweisungen für das Folgende bei Nussbaum, BörsG. 226 ff.

Differenzeinwandes und namentlich beim ersteren die meisten der sog. „Indizien“ für die Spielabsicht versagen. Wenn auch der Unterschied in der reichsgerichtlichen Judikatur mehr als ein gradueller denn als ein begrifflicher erscheint, und einheitliche klare Gesichtspunkte aus den bisher vorliegenden Entscheidungen m. E. nicht entnommen werden können, so ist doch jedenfalls prinzipiell dem Reichsgericht darin beizupflichten, dass auch in der Form des Kassageschäfts gespielt werden kann. Um dies zu erkennen, braucht man nur an die New-Yorker Börse zu denken, an der ausschliesslich in der Form des Kassageschäfts gehandelt wird<sup>4)</sup>, und doch wird niemand behaupten können, dass durch die Bedingungen gerade der New-Yorker Börse das Börsenspiel ausgeschlossen würde.

Da sich nun aber das Börsengesetz lediglich auf solche Geschäfte bezieht, die sich der Form des Termingeschäfts bedienen, so ergibt sich folgendes:

1. Bei Differenz-(Spiel-)Geschäften in der Form des Termingeschäfts ist durch die §§ 53, 58 BörsG. den sog. termingeschäftsfähigen Personen, insbesondere den eingetragenen Kaufleuten, ausser der Erhebung des Termineinwandes auch die des Differenz-(Spiel-)Einwandes versagt, sofern es sich um Werte handelt, die an einer deutschen Börse zum Terminhandel zugelassen sind. Zeigt das Spielgeschäft dagegen die Form des Kassageschäfts, so kann auch der Termingeschäftsfähige den Spieleinwand erheben.

2. Bei Termingeschäften mit nicht termingeschäftsfähigen Personen kann sich der Bankier in der Form des § 54 BörsG. wirksam Sicherheit bestellen lassen und ist dann bei Geschäften in den zum Terminhandel zugelassenen Werten gegen Termin-, Differenz- und Spieleinwand geschützt. Handelt es sich dagegen um Kassageschäfte, so versagt der Schutz des § 54 BörsG. völlig.

3. Nach § 56 BörsG. kann mit unwirksamen Forderungen aus Börsentermingeschäften gegen wirksame Forderungen aus ebensolchen Geschäften aufgerechnet werden. Den naturalen Forderungen aus unverbindlichen Kassaspiegelgeschäften ist dagegen die Fähigkeit zu solcher Aufrechnung entzogen.

Die vorstehenden Folgerungen aus dem Gesetz sind ebenso zwingend wie im Ergebnisse unsinnig. Mit dieser Feststellung wenden wir uns nicht etwa gegen die wirtschaftspolitischen Absichten, die das Börsengesetz verfolgt, sondern nur gegen ihre legislative Formulierung. Denn die oben unter 1—3 zusammengestellten Antinomien liefern den schlagenden Beweis für die Verfehltheit der technischen Anlage des Gesetzes, das sich mit voller Wucht gegen das Termingeschäft als solches wendet, d. h. gegen eine Geschäftsform, die jenseits von Gut und Böse steht, da sie sowohl wirtschaftlich berechtigten wie wirtschaftlich unberechtigten Zwecken dienen kann. An der Londoner Börse z. B. werden fast alle Werte überhaupt nur auf Termin gehandelt, so dass auch der ängstlichste Anlagesucher auf diesen Weg angewiesen ist. Das Ziel des gesetzgeberischen Angriffs hätte demzufolge, soweit die Effektenbörse in Betracht kommt, nicht das Börsentermingeschäft, sondern das in der Form des Börsengeschäfts auftretende Spiel (Differenzgeschäft) sein müssen. Anders stand es mit dem börsenmässigen Getreidehandel<sup>5)</sup>. Ihn wollte man freilich unmittelbar treffen, weil man ihm eine der Landwirtschaft schädliche, preisdrückende Tendenz zuschrieb. Dieser agrarpolitische Gesichtspunkt hat natürlich mit dem Handel der Fondsbörse nichts zu schaffen; dieser sollte vielmehr nur aus rechtspolizeilichen Bedenken

gegen das Börsenspiel und seine Gefahren eingeschränkt werden. Aber der agrarpolitische Elan der Börsengesetzgebung des Jahres 1896 war so stark, dass der Widerwille gegen den Terminhandel als solchen auf die Verhältnisse der Effektenbörse übertragen wurde. Aeusserlich findet dieses geschichtliche Verhältnis einen sehr bemerkenswerten Ausdruck darin, dass die Bezeichnung „Termingeschäft“ ursprünglich nur an den Produktenbörsen heimisch war, während man an den Fondsbörsen von „Zeitgeschäft“ oder „Ultimogeschäft“ sprach und auch heute noch überwiegend zu sprechen pflegt. Die Novelle des Jahres 1908 hat die prinzipielle Richtung des Gesetzes beibehalten, aber die bessere Einsicht durch § 57 BörsG. bekundet. Nach diesem gilt ein unverbindliches Börsentermingeschäft in Effekten<sup>6)</sup> als von Anfang an verbindlich, wenn der eine Teil die vereinbarte Leistung an den andern Teil in dessen Einverständnis bewirkt, insbesondere also, wenn der Bankier dem Kunden die auf Termin gekauften Effekten liefert. Die Begründung des Regierungsentwurfes, der den § 57 bereits in der gegenwärtigen Fassung enthielt, führt dazu sehr richtig aus, dass das Termingeschäft unter Umständen auch Anlagezwecken dienen könne und dann „wirtschaftlich dem Kassageschäft völlig gleichstehe“. Abgesehen nun davon, dass § 57 das den berechtigten wirtschaftlichen Zwecken dienende Termingeschäft keineswegs in ausreichender Weise schützt, wäre es die notwendige Konsequenz der Erwägungen, auf denen der § 57 BörsG. beruht, gewesen, den Bestimmungen des Börsengesetzes eine vollständig andere Wendung zu geben: man hätte folgerecht das wirtschaftlich berechnete Börsengeschäft unter allen Umständen schützen und lediglich das Spiel-(Differenz-)Geschäft bekämpfen bzw. beschränken sollen. Dann wäre der Spiel-(Differenz-)Einwand in den Mittelpunkt des Börsengesetzes gerückt worden, und der Begriff des Termingeschäfts hätte nur noch insofern Bedeutung behalten, als der Terminhandel in Getreide und bestimmten anderen Waren zu untersagen gewesen wäre. Die jetzt für das Termingeschäft im Allgemeinen aufgestellten Grundsätze hätten statt dessen auf das Differenzgeschäft bezogen werden müssen, also in der Weise, dass der Spieleinwand bei Effektingeschäften eingetragenen Kaufleuten, Börsenleuten, Ausländern usw. ein für alle Mal, anderen Personen dagegen insoweit genommen worden wäre, wie sie in einer dem § 54 BörsG. entsprechenden Form Sicherheit geleistet hätten. Die verunglückte Fassung des § 764 BGB. hätte natürlich aufgegeben und durch eine bessere ersetzt werden müssen; m. E. würde man mit dem einer gesetzlichen Definition nicht weiter bedürftigen Begriff „Spiel“ ebenso auskommen können wie vor dem Börsengesetz.

Bei einer derartigen Ausgestaltung der gesetzlichen Bestimmungen wäre den wirtschaftspolitischen Absichten, die das Börsengesetz verfolgt, in vollem Umfange Genüge geschehen. Man hätte aber die Schwierigkeiten, die Unübersichtlichkeit und die Folgewidrigkeit des geltenden Rechts vermieden, insbesondere das Nebeneinander des Termin- und Differenzeinwandes, die widerspruchsvolle Behandlung der Termin- und Kassa-Spielgeschäfte und die so schwer verständlichen Vorschriften der §§ 57, 58 BörsG.

Mit alledem soll nicht etwa eine Revision des Börsengesetzes herbeigewünscht werden. Das intensive Ruhebedürfnis, das auf dem Gebiete der Börsengesetzgebung herrscht, ist nur allzu berechtigt. Aber vielleicht können andere Nationen aus den Fehlern der deutschen Gesetzgebung lernen. Wird doch, wie man hört, in Frankreich

<sup>4)</sup> Vgl. z. B. Salings Börsenpapiere 13 I, 387, Tauber, Die Börsen der Welt 628, 633.

<sup>5)</sup> Zum Folgenden Nussbaum a. a. O. Einl. XVI ff.

<sup>6)</sup> Von dem Terminhandel in Zucker, Kaffee und den anderen zum Terminhandel zugelassenen Waren wird hier und im Folgenden der Einfachheit halber abgesehen.

die Schaffung eines Börsengesetzes geplant, wobei die deutschen Erfahrungen in weitem Umfange verwertet werden sollen. Ähnliches ist vielleicht noch anderwärts zu erwarten. Doch auch ohne diese praktische Nutzanwendung dürfte es der Mühe wert gewesen sein, den Gründen der an sich ganz unverständlichen Differenzierung der Kassa- und der Zeit-Spielgeschäfte nachzugehen. Wie nicht selten in der Theorie und Praxis des Börsenrechts sind wir dabei auf ein Gebiet gelangt, auf dem nicht mehr die Gesetze des folgerechten Denkens, sondern andere, stärkere Gewalten herrschen. Sich dessen bewusst zu werden, ist auch eine Notwendigkeit.

## Gerichtliche Entscheidungen.

### Bürgerliches Recht.

#### 1. Zu § 765 BGB.

Eine Verbürgung für alle Ansprüche, die eine Bank gegen den Hauptschuldner aus irgend welchem Grunde jetzt oder künftig zustehen, ist wegen dieser allgemeinen Fassung nicht zu beanstanden. Urteil des RG. VI. Ziv.-Sen. vom 8. Februar 1912, VI, 301, 11 (Warneyers Jahrb., Erg.-Bd., V 231 = „Recht“ 1912, Nr. 1167).

#### 2. Zu § 930, 868 BGB.

Die Sicherungsübereignung eines Warenlagers ist wirksam, auch wenn der Eigentumserwerb für Dritte nicht erkennbar ist; insbesondere kann auch im voraus rechtswirksam vereinbart werden, dass im Augenblicke des Besitzerwerbs an einer noch anzuschaffenden Sache der Erwerber den Besitz auf Grund eines im § 868 bestimmten Rechtsverhältnisses ausüben und dadurch das Eigentum an dem neu erworbenen Gegenstand an den Vertragsgegner übertragen soll.

Urteil des RG. VII. Ziv.-Sen. vom 16. Februar 1912, VII 403, 11 (Warneyers Jahrb., Erg.-Bd., V 236 = „Recht“ 1912, Nr. 1183).

#### 3. Zu §§ 1192, 1197, 1163 BGB.

Soweit die Forderung, welche durch eine Grundschuld gesichert werden soll, nicht besteht, bleibt der Gläubiger formell berechtigt, die Grundschuld im Zwangsversteigerungsverfahren zu liquidieren, dem Eigentümer steht lediglich ein persönlicher Anspruch auf Uebertragung des nicht valutierte Teils zu. Ein Aufrücken der nachfolgenden Realgläubiger findet nicht statt.

Urt. d. RG. v. 6. Dezember 1911, V 208. 11 (D. J.-Z. 1912, Sp. 345 und J. W. 1912, S. 242).

## Berichtigung.

Bei dem allgemeinen Interesse, das in den Kreisen der Leser des Bankarchivs dem Buche Riessers „Die deutschen Grossbanken und ihre Konzentration“ entgegengebracht wird, bitten wir folgende, in der 4. Auflage desselben stehen gebliebenen Druckfehler zu verbessern:

- S. 115. Tabelle, Spalte 2: statt „7389“: „7380“, sowie statt: „9962“: „9963“.
- S. 231. Tabelle. Die Spalten 3 und 4 haben zu lauten:
- |           |           |
|-----------|-----------|
| 886 360   | 796 447   |
| 1 992 660 | 1 345 445 |
| 5 238 203 | 2 703 139 |
| 6 838 188 | 3 503 213 |
- S. 232. Tabelle 3: statt „1808“: „1908“.
- S. 239. Tabelle 3: statt „1910 311,9“: „1910 928,9“.
- S. 269. 10. Zeile von unten: Hinter „den Gesamtaktiven“ ist einzufügen: „dieser Banken mit Ausnahme des A. Schaaffhausen'schen Bankvereins“.
- S. 295. Tabelle: statt 1903 „1065“: „1565“  
1907 „2185“: „2212“  
1908 „3424“: „3652“  
1909 „3241“: „3590“  
1910 „2446“: „2992“
- S. 315. 4. Zeile von unten: statt „§ 8“: „§ 7“.
- S. 325. Tabelle 2: statt 1907 „2 134,59“: „2 211,92“.
- S. 377. Tabelle: statt 1906 „2 317 781“: „2 371 781“.
- S. 529. Anm. 1: statt „unten S. 410ff.“: „oben S. 408ff.“.
- S. 537. 7. Textzeile von oben: statt „30. September 1910“: „30. September 1911“.
- S. 557. Anm. 4: hinter „Beilage VIII“ ist einzufügen: „Tab. 8“.
- S. 559. Absatz 2 von „Die Zweigstellen“ bis „agencies“ fällt weg.
- S. 602. Der letzte Satz des 2. Absatzes gehört an das Ende des 1. Absatzes.
- S. 606. 4. Zeile von oben: hinter „Mark“ ist einzufügen: „gekauft, die Gewerkschaft Jacobus begründet“.

Die Redaktion des Bankarchivs.

## Statistischer Teil.

### Die Reichsbank im Monat Mai 1912.<sup>1)</sup>

1. Der Metallbestand.					3. Der Barvorrat. <sup>2)</sup>				
Monat	6.	Ausweistage			Monat	6.	Ausweistage		
		15.	23.	31.			15.	23.	31.
Metallvorrat in Mark					Barvorrat in Mark				
Mai 1912	1 230 413 000	1 264 292 000	1 299 703 000	1 50 780 000	Mai 1912	1 297 128 000	1 344 171 000	1 389 692 000	1 307 829 000
April 1912	1 136 845 000	1 223 647 000	1 284 664 000	1 239 586 000	April 1912	1 205 941 000	1 310 377 000	1 384 304 000	1 294 049 000
Mai 1911	1 139 314 000	1 180 433 000	1 229 350 000	1 177 868 000	Mai 1911	1 224 982 000	1 277 917 000	1 336 948 000	1 254 561 000
2. Der Goldbestand.					4. Der Notenumlauf.				
Monat	6.	Ausweistage			Monat	6.	Ausweistage		
		15.	23.	31.			15.	23.	31.
Goldbestand in Mark					Notenumlauf in Mark				
Mai 1912	890 878 000	919 012 000	946 388 000	902 093 000	Mai 1912	1 705 325 000	1 617 829 000	1 560 990 000	1 666 677 000
April 1912	817 703 000	889 532 000	935 810 000	894 216 000	April 1912	1 947 778 000	1 737 944 000	1 647 024 000	1 785 660 000
Mai 1911	826 720 000	861 964 000	901 377 000	851 914 000	Mai 1911	1 613 253 000	1 525 060 000	1 464 037 000	1 557 709 000

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

<sup>2)</sup> 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 Metaldeckung des Notenumlaufs.

Monat	Ausweistage			
	6.	15.	23.	31.
	Metallvorrat in % des Notenumlaufs			
Mai 1912	72,15	78,15	83,26	75,50
April 1912	58,37	70,41	78,00	69,42
Mai 1911	70,62	77,40	83,97	75,62

## 6. Die Golddeckung des Notenumlaufs.

Monat	Ausweistage			
	6.	15.	23.	31.
	Goldbestand in % des Notenumlaufs			
Mai 1912	52,24	56,81	60,63	54,45
April 1912	41,98	51,18	56,82	50,08
Mai 1911	61,25	56,52	61,57	54,69

## 7. Die Bardeckung des Notenumlaufs.

Monat	Ausweistage			
	6.	15.	23.	31.
	Barvorrat in % des Notenumlaufs			
Mai 1912	76,06	83,08	89,03	78,94
April 1912	61,91	75,40	84,05	72,47
Mai 1911	75,93	83,79	91,32	80,54

## 8. Höchste und niedrigste Deckung des Notenumlaufs.

Monat	Höchster Stand			Niedrigster Stand		
	der Metall-	der Gold-	der Bar-	der Metall-	der Gold-	der Bar-
	%	%	%	%	%	%
Mai 1912	83,26	60,63	89,03	72,15	52,24	76,06
April 1912	78,00	56,82	84,05	58,37	41,98	61,91
Mai 1911	88,97	61,57	91,32	70,62	51,25	75,93

9. Steuerfreier und steuerpflichtiger Notenumlauf.<sup>3)</sup>

Monat	Ausweistage			
	6.	15.	23.	31.
	Höhe des steuerfreien (+) bzw. steuerpflichtigen (-) Notenumlaufs in Mark			
Mai 1912	+141 803 000	+276 842 000	+378 702 000	+201 152 000
April 1912	-191 837 000	+122 433 000	+287 280 000	+ 58 389 000
Mai 1911	+161 729 000	+302 857 000	+422 911 000	+246 852 000

10. Fremde Gelder.<sup>4)</sup>

Monat	Ausweistage			
	6.	15.	23.	31.
	Betrag der fremden Gelder in Mark			
Mai 1912	615 124 000	709 233 000	761 055 000	699 835 000
April 1912	685 279 000	745 435 000	766 344 000	680 663 000
Mai 1911	554 949 000	660 695 000	731 472 000	648 804 000

11. Die Metaldeckung der sämtlichen täglich fälligen Verbindlichkeiten.<sup>5)</sup>

Monat	Ausweistage			
	6.	15.	23.	31.
	Metallvorrat in % der sämtlichen täglich fälligen Verbindlichkeiten			
Mai 1912	53,02	54,33	55,97	53,08
April 1912	43,18	49,27	53,23	50,26
Mai 1911	52,55	54,01	55,99	53,88

18. Die Zusammensetzung der Anlagen<sup>7)</sup> der Reichsbank.

Monat	Ausweistage												
	6.			15.			23.			31.			
	Es beträgt in % der gesamten Anlagen die Anlage												
		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
Mai 1912	92,97	6,74	0,29	92,55	7,15	0,30	93,94	5,72	0,34	91,24	8,56	0,20	
April 1912	92,58	4,93	2,49	91,25	6,07	2,68	93,62	5,07	1,31	89,31	10,46	0,23	
Mai 1911	93,29	6,46	0,25	93,02	6,75	0,23	94,26	5,52	0,22	92,58	7,28	0,14	

<sup>3)</sup> Seit dem 1. Januar 1911 hat sich das steuerfreie Notenkongingent der Reichsbank auf 550 000 000 resp. 750 000 000 M. erhöht.

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

<sup>5)</sup> Die sämtlichen täglich fälligen Verbindlichkeiten sind Noten und fremde Gelder.

<sup>6)</sup> Die Effektenanlage enthält vornehmlich Reichsschatzcheine.

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

## 12. Die Golddeckung der sämtlichen täglich fälligen Verbindlichkeiten.

Monat	Ausweistage			
	6.	15.	23.	31.
	Goldbestand in % der sämtlichen täglich fälligen Verbindlichkeiten			
Mai 1912	88,39	89,49	40,76	38,28
April 1912	31,06	35,82	38,78	36,26
Mai 1911	38,13	39,44	41,06	38,61

## 13. Die Bardeckung der sämtlichen täglich fälligen Verbindlichkeiten.

Monat	Ausweistage			
	6.	15.	23.	31.
	Barvorrat in % der sämtlichen täglich fälligen Verbindlichkeiten			
Mai 1912	55,90	57,76	59,85	55,50
April 1912	45,80	52,77	57,36	52,47
Mai 1911	56,50	58,47	60,89	56,86

## 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-
	%	%	%	%	%	%
Mai 1912	55,97	40,76	59,85	53,02	38,28	55,50
April 1912	53,23	38,78	57,36	43,18	31,06	45,80
Mai 1911	55,99	41,06	60,89	52,55	38,13	56,50

## 15. Die Wechselanlage.

Monat	Ausweistage			
	6.	15.	23.	31.
	Wechsel- und Scheckanlage in Mark			
Mai 1912	1 078 238 000	1 021 360 000	987 988 000	1 060 878 000
April 1912	1 457 736 000	1 199 187 000	1 092 889 000	1 162 969 000
Mai 1911	962 854 000	922 972 000	898 412 000	954 866 000

## 16. Die Lombardanlage.

Monat	Ausweistage			
	6.	15.	23.	31.
	Lombardanlage in Mark			
Mai 1912	78 190 000	78 933 000	60 214 000	99 564 000
April 1912	77 621 000	79 718 000	59 232 000	136 223 000
Mai 1911	66 695 000	67 020 000	52 655 000	75 112 000

17. Die Effektenanlage.<sup>6)</sup>

Monat	Ausweistage			
	6.	15.	23.	31.
	Die Effektenanlage in Mark			
Mai 1912	3 375 000	3 304 000	3 541 000	2 256 000
April 1912	39 143 000	35 272 000	15 300 000	2 968 000
Mai 1911	2 540 000	2 229 000	2 063 000	1 460 000

## 19. Der Diskontsatz.

Monat	Durchschnittl.		Höchster		Niedrigster	
	Bank-	Privat-	Bank-	Privat-	Bank-	Privat-
	%	%	%	%	%	%
Mai 1912	5,00	3,91	5,00	4 <sup>1</sup> / <sub>8</sub>	5,00	3 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>
April 1912	5,00	3,74	5,00	4 <sup>1</sup> / <sub>8</sub>	5,00	3 <sup>5</sup> / <sub>8</sub>
Mai 1911	4,00	2,84	4,00	3,00	4,00	2 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>