

# BANK-ARCHIV

Zeitschrift  
für Bank- und Börsenwesen.

Bibliothek  
der  
Königsberger Handelshochschule

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

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

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

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. **Helfferrich**, 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.

Erscheint am 1. und 15  
jedes Monats.

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

Zu beziehen durch alle  
Buchhandlungen und die  
Verlagshandlung.

XI. Jahrgang.

Berlin, 1. Juli 1912.

Nummer 19.

## Inhalts-Verzeichnis.

Die internationale Statistik der Wertpapiere und der Wert-  
papier-Ausgabe. I.

Von Finanzpräsident Dr. F. W. R. Zimmermann, Braun-  
schweig.

Die englischen Konsols. II.

Von Dr. Karl Kimmich, Berlin.

Das Devisengeschäft in New York.

Von Dr. Richard Hauser, Berlin.

Gerichtliche Entscheidungen.

Lohnzahlungen in kleinen Scheinen.

Von H. Weyel, Friedrich-August-Hütte i. O.

Bücherbesprechung.

## Die internationale Statistik der Wertpapiere und der Wertpapier-Ausgabe. I.

Vom Finanzpräsident Dr. F. W. R. Zimmermann zu Braunschweig.

### I. Entwicklung und Grundlagen der internationalen Statistik der beweglichen Werte.

#### 1. Allgemeines.

In nachstehendem wollen wir die Aufmerksamkeit der geehrten Leserschaft auf Bestrebungen richten, welche nunmehr schon seit einer Reihe von Jahren den Bestand und die Ausgabe von Wertpapieren tunlichst für die ganze Kulturwelt statistisch festzulegen suchen, welche darum hier gerade ein besonderes Interesse verdienen dürften. Es handelt sich dabei um die internationale Statistik der beweglichen Werte (valeurs mobilières), wie sie das Internationale Statistische Institut nach einleitenden Verhandlungen auf der Wiener Tagung von 1891 endgültig auf seiner Tagung zu Bern im Jahre 1895 unter Einsetzung einer besonderen Kommission für die fragliche Bearbeitung ins Leben rief und seitdem ständig fortsetzte.

Die Statistik begann in kleineren Anfängen, wurde sodann aber im Laufe der Zeit fortgesetzt erweitert und auf breitere Grundlage gestellt; sie begreift jetzt, auch in ihrem allgemeinen inneren Gehalt entsprechend vertieft, nahezu sämtliche Kulturstaaten der Welt, für welche überhaupt statistische Festlegungen von gesichertem Wert in Frage kommen. Dass sich die Statistik der beweglichen Werte so zu einer der bestangelegtesten Arbeiten

und der wertvollsten Errungenschaften des Internationalen Statistischen Instituts auswachsen konnte, ist allen voraus und wesentlich das Verdienst des ständigen Berichterstatters und Kommissionsvorsitzenden Alfred Neymarek, Paris, Herausgebers des Journal financier politique Le Rentier, welcher in regem Eifer und unermüdlicher Tätigkeit das äussere Gebiet der Statistik durch Gewinnung neuer Mitarbeiter erweiterte, dabei gleichzeitig aber auch allgemein den inneren Gehalt in den Einzelheiten der Nachweisungen mehrte und schliesslich regelmässig für eine eingehendere Verarbeitung der Einzelberichte aus den verschiedenen Ländern zu einem zusammenfassenden Gesamtergebnis Sorge trug.

#### 2. Ergebnisse.

Bei der erst nach und nach in eine breitere Begrenzung überleitenden Entwicklung, bei der Verschiedenartigkeit der für die einzelnen Staaten in Betracht kommenden Berichterstatter und dem mit der grösseren Zahl sich notwendig stärker geltend machenden Wechsel in den Persönlichkeiten derselben, bei den weiter auch durch die Eigenart der einzelnen Staaten und die massgebenden Umbildungen in denselben bedingten Unterschiedlichkeiten in den Berichterstattungen selbst, bei den Hemmnissen, die auch zeitweise eine Berichterstattung für einzelne Staaten, wenngleich durchweg nur bei weniger bedeutungsvollen, ausschliessen konnten, muss es von vornherein unmöglich erscheinen, dass uns für den ganzen Zeitraum, bezüglich dessen die internationalen statistischen Festlegungen gemacht wurden, die allgemeinen Ergebnisse dieser Statistik in derselben

Weise und übereinstimmendem Umfang durch gleichmässige und gleichwertige Zahlenreihen, welche wiederum in sich voll vergleichbar sind, nachgewiesen werden. Eine solche Ebenmässigkeit in den nachgewiesenen Daten kommt allerdings für die neueste Zeit immer mehr zum Durchbruch, obwohl sie auch hier zu einer vollkommenen sich noch nicht herausgebildet hat; für die Hauptzeit und ganz besonders für die erste haben wir aber mit einem stärkeren inneren Unterschied in den Daten zu rechnen und solche je nach den besonderen Unterlagen, auf denen sie beruhen, in einem verschiedenen Masse zu bewerten und zu verwerten; es wird dieses demnächst in unseren weiteren Ausführungen zur Erscheinung kommen.

Auch die zusammenfassende Verarbeitung ist nicht von Anfang an die gleiche, hat vielmehr in verschiedenen Richtungen eine Umgestaltung erfahren und im einzelnen je nach ihrem Erscheinen gewisse Sonderheiten aufzuweisen, so dass sich die Ergebnisse mannigfach mit Verschiedenheiten darstellen. Endlich ist auch dadurch, dass die bezüglichen Festlegungen nach Massgabe der regelmässigen Zwischenräume zwischen den Tagungen des Internationalen Statistischen Instituts stets je zwei Jahre umfassen, eine gewisse Verschiedenheit gegeben, da nach manchen Richtungen das neuere Jahr in den Zusammenfassungen eingehender behandelt ist. Mit Rücksicht auf diese Sonderheiten werden wir demnächst einzelne Erscheinungen nur für gewisse Jahre oder einzelne Zeitabschnitte hervorzuheben haben.

### 3. Zeitliche Folge.

Die internationale Statistik der beweglichen Werte wird stets für einen zweijährigen Zeitraum in eins veröffentlicht und dementsprechend auch erhoben; wie schon berührt, ist dieses darin begründet, dass das Internationale Statistische Institut seine regelmässigen Tagungen nur jedes zweite Jahr abhält. Da die Statistik auf einer grösseren Zahl von Einzelberichterstattungen aus den verschiedenen Ländern beruht, diese Berichterstattungen selbst aber wiederum von den besonderen Verhältnissen des betreffenden Landes abhängig sind, so muss für ihre Einsendung schon ein weiterer Spielraum gesetzt werden, um für alle Berichtersteller die Möglichkeit einer pünktlichen Einhaltung des Einsendungstermins zu geben. Ebenmässig bietet aber auch die weitere Verarbeitung und Zusammenstellung des hierbei strenger zu prüfenden und zu sichtenden Materials eine umfassendere, nur in weiterer Frist zu bewältigende Arbeit.

Folgeweise kann die Veröffentlichung der endgültig festgelegten Gesamtergebnisse stets erst zu einem etwas späteren Zeitpunkt erfolgen. Bei der regelmässig im Herbst stattfindenden Tagung des Internationalen Statistischen Instituts ist es deshalb durchweg nur möglich, über den mit Beginn des Tagungsjahrs abschliessenden zweijährigen Zeitraum einige allgemeine vorläufige Angaben zu machen, während die genauen Daten der Statistik mit allen ihren Einzelheiten erst in dem für jede Tagung herauszugebenden Bulletin des Instituts zur Veröffentlichung gebracht werden, welches erst ein Jahr nach der Tagung oder auch erst noch etwas später erscheint.

Es liegen jetzt die vollständigen Ergebnisse, zuletzt für den die Jahre 1907 und 1908 umfassenden Zeitraum, vor; für den nächsten Zeitraum der Jahre 1909 und 1910 sind lediglich einige allgemeinere Daten auf der Tagung des Instituts im Haag im September 1911 bekanntgegeben. Wenn das unverkennbar etwas späte Erscheinen der Statistik noch beschleunigt werden könnte, so würde damit für sie und ihre nutzbringende Verwertung zweifellos ein nicht zu unterschätzender Gewinn erzielt werden; ob aber in dieser Beziehung gegenüber den

durchweg in der Sache selbst belegenen Hemmnissen überhaupt etwas zu erreichen sein wird, muss dahingestellt bleiben.

### 4. Räumliche Begrenzung.

Was nunmehr die Staaten anlangt, welche die Statistik der beweglichen Werte umfasst, so kommen im Anfang ausschliesslich europäische Staaten in Betracht. Den Ausgangspunkt in den Statistiken für die Jahre 1893/94 und 1895/96 bilden die Staaten: Belgien, Dänemark, Deutschland, England, Frankreich, Italien, Niederlande, Norwegen, Oesterreich-Ungarn, Rumänien und Russland. Für die Statistik von 1897/98 treten dann wenigstens bezüglich der allgemeinen Hauptdaten die übrigen europäischen Staaten hinzu als: Bulgarien, Griechenland, Portugal, Schweden, Schweiz, Serbien, Spanien und die Türkei; für einige derselben sind speziellere Nachweisungen allerdings erst in späteren Statistiken gegeben.

Gleichzeitig findet dann auch schon eine Berücksichtigung aussereuropäischer Staaten statt; bei diesen macht sich gleichfalls der vorberührte Unterschied, ein Vortreten lediglich in den Hauptdaten, welches von Anfang an ausgedehnter Platz greift, und ein solches auch in den Spezialnachweisungen, das später einsetzt, geltend. Wir wollen hier auf die letzteren Rücksicht nehmen und danach die einzelnen in die Statistik voll einbezogenen Staaten angeben. An aussereuropäischen Staaten erscheinen zuerst in der Statistik von 1897/98 Brasilien, Chile, Japan, Uruguay und die Vereinigten Staaten von Amerika; in der von 1899/1900 Argentinien, Mexiko, Nicaragua und Peru; in der von 1901/02 Columbia, Costa Rica, Indien, Siam und Transvaal; in der von 1903/04 Aegypten, China, Dominikanische Republik, Ecuador, Haiti, Korea, Persien und Venezuela; in der von 1905/06 Bolivia, Guatemala, Honduras und Marokko; in der von 1907/08 endlich Paraguay.

Hierzu müssen wir allgemein bemerken, dass die aussereuropäischen Staaten nicht immer mit der gleichen Regelmässigkeit in den einzelnen Statistiken erscheinen; wiederholt fehlt der eine oder andere derselben, obwohl er vorher schon eine vollständige Berücksichtigung gefunden, in einer späteren Veröffentlichung. Da es sich hierbei stets nur um Staaten von einer weniger vorragenden Bedeutung handelt, auch die mangels einer Spezialberichterstattung fehlenden Sondernachweise in den Zusammenfassungen vielfach durch andere Festlegungen tunlichst ergänzt sind, so ist dem kein grosses Gewicht beizulegen. Die Daten für die europäischen Staaten und für die hauptsächlichsten aussereuropäischen Staaten kehren regelmässig in der gleichen Form und Ausführlichkeit wieder; es ist hierdurch der Hauptwert der ganzen Statistik bedingt. Erwähnt sei noch, dass bei den europäischen Staaten mit grösserem Kolonialbesitz, wie England, Frankreich, Niederlande, Portugal, die speziell für diesen Kolonialbesitz in Betracht kommenden Werte von Anfang an mit einbezogen sind, teils in eigener Aussonderung, teils lediglich im Zusammenzug mit dem Mutterlande.

## II. Einige Ergebnisse der internationalen Statistik der beweglichen Werte.

### 1. Gesamtbetrag der beweglichen Werte.

a) Grundlagen. Wir wollen uns nunmehr den allgemeinen zahlenmässigen Nachweisungen, welche uns die internationale Statistik der beweglichen Werte bietet, zuwenden und zunächst diejenigen über den Gesamtbetrag dieser Werte etwas näher ins Auge fassen. Es sind hier durchweg die sämtlichen

Wertpapiere, wie sie auf den Geldmärkten der einzelnen Staaten gehandelt bzw. aufgelegt werden, in eins zusammengezogen. Im wesentlichen unter Zugrundelegung der Kurswerte umfassen daher die Gesamtsummen die Werte aller vorkommenden handelbaren Papiere, die Schuldverschreibungen usw. der Staaten, der grösseren öffentlichen Korporativverbände, der Städte und Gemeinden, die Aktien, Obligationen usw. der Banken und Kreditinstitute, der Eisenbahn- und Bergwerksunternehmungen, der Aktiengesellschaften und industriellen Unternehmungen jedweder Art usw. Die Werte sind in den Zusammenziehungen unserer Statistik stets auf Francs umgerechnet; bei den nachstehenden Daten handelt es sich daher immer um Francs, ohne dass wir solches weiter besonders hinzufügen. Wenngleich die Daten auf Grund sorgsamster Prüfung in allen Einzelheiten festgelegt sind, so können sie, wie solches der Natur der Sache entspricht, einen Anspruch auf mathematische Genauigkeit nicht machen; sie bilden immer nur Annäherungswerte, die aber doch im grossen und ganzen dem wirklichen Stande entsprechend anzunehmen sind und folgeweise auch geeignet erscheinen, ein wahres Bild der allgemeinen Sachlage zu geben.

b) Ergebnisse aus der Anfangszeit. Die erste Spezialveröffentlichung der internationalen Statistik der beweglichen Werte weist uns für diese Werte eine Gesamtsumme von 446,3 Milliarden nach, die wir als dem Stand vom 1. Januar 1897 entsprechend zu betrachten haben. Nach Massgabe der zunächst allein berücksichtigten Staaten Europas enthält diese Gesamtsumme nur den allerdings wohl weitaus grössten Hauptteil der bezüglichen europäischen Werte und verteilt sich danach im einzelnen auf Grossbritannien mit 182,6, auf die Niederlande mit 13,6, auf Belgien mit 6,1, auf Deutschland mit 92,0, auf Oesterreich-Ungarn mit 24,5, auf Italien mit 17,5, auf Rumänien mit 1,2, auf Norwegen mit 0,7, auf Dänemark mit 2,7, auf Frankreich mit 80,0 und auf Russland mit 25,4 Milliarden. Nach Ablauf von 2 Jahren zum 1. Januar 1899 hat sich sodann der Gesamtwert für die angeführten Staaten auf gegen 460 Milliarden gehoben.

Diese ersten Festlegungen litten aber doch noch an einigen Mängeln, namentlich wurden die für Deutschland angenommenen Werte nachträglich als zu hoch erkannt. Die sorgfältig revidierte Statistik für den 1. Januar 1901 bringt daher neben einer allgemeineren Erhöhung einige Abweichungen in entgegengesetzter Richtung, die aber nicht als auf Rückgang beruhend anzusehen sind. Die Zusammenfassung begreift auch jetzt nur europäische Staaten, doch treten zu den zunächst berücksichtigten noch Spanien, die Schweiz, Schweden und einige untergeordnetere, mit letzterem ohne weiteres zusammengezogene Gebiete hinzu. Der Gesamtbetrag der beweglichen Werte ist für den fraglichen Zeitpunkt nunmehr auf 562,7 Milliarden berechnet, welche sich in folgender Weise auf die einzelnen Staaten verteilen: mit 215 auf Grossbritannien, mit 135 auf Frankreich, mit 80 auf Deutschland, mit 35 auf Russland, mit 30 auf Oesterreich-Ungarn, mit 17 auf Italien, mit 15 auf die Niederlande, mit 10 auf Spanien, mit 8 auf Belgien, ebenfalls mit 8 auf die Schweiz, mit 2,2 auf Dänemark, mit 1,5 auf Rumänien, mit 1 auf Norwegen und mit 5 auf Schweden und die weiteren Gebiete.

Gegenüber den ersteren Daten macht sich im allgemeinen ein im Verhältnis nicht unerhebliches Ansteigen der Werte geltend; auffallend ist eine wesentlichere Verschiebung der Anteile Deutschlands und Frankreichs nach den entgegengesetzten Richtungen hin; Grossbritannien hebt sich den höheren Werten von Frankreich gegenüber nicht so scharf wie in den ersten Festlegungen

aus der Zahl der Staaten heraus, wenngleich es immer noch weitaus an der Spitze marschiert; eine stärkere Zunahme hat neben Frankreich namentlich Russland aufzuweisen, wogegen die Werte Deutschlands, wie schon oben bemerkt, erheblicher zurückgeschoben sind; im übrigen sind die Veränderungen von geringerer Bedeutung.

e) Marktgängiger Wert und im Eigentum befindlicher Wert. Die vorangeführten Gesamtwerte sind in der Hauptsache auf Grund des Börsenverkehrs in den einzelnen Staaten für diese festgestellt worden und zwar regelmässig so, dass alle an der betreffenden Börse zugelassenen und dadurch an sich verkehrsfähig gewordenen Wertpapiere nach dem ganzen Art- und Gattungsumfang, bezüglich dessen die Zulassung stattfand, in Rechnung gezogen worden sind. Ein nicht unbeträchtlicher Teil der berücksichtigten Wertpapiere charakterisiert sich nun aber wiederum als international, nämlich insofern als er nicht etwa nur an der Börse des einen Staates, sondern in gleicher Weise auch an den Börsen anderer Staaten — es können mehrere in Frage kommen, wie solches tatsächlich häufiger der Fall — zugelassen und gehandelt wird. Da die Zulassung an den einzelnen Börsen, welche für unsere internationale Statistik der beweglichen Werte zunächst die massgebende Unterlage bildet, regelmässig für den gesamten Ausgabeumfang der betreffenden Wertpapiere erfolgt, so muss ein und dieselbe Menge jeder dieser internationalen Wertpapierarten zwei oder auch mehrere Male in den Gesamtwertbeträgen der einzelnen Staaten zur Erscheinung kommen. Diese zunächst unvermeidbaren Doppel- und Mehrzählungen ein und desselben Wertes, welche zahlenmässig recht stark zu Buche schlagen, lassen nun aber die oben nachgewiesenen Gesamtbeträge der beweglichen Werte als zu hoch erscheinen und zwar mit Rücksicht auf das ausgedehnte Vorkommen internationaler Werte in einem nicht unbeträchtlichen Grade. Ebenmässig muss sich der auf den einzelnen Staat berechnete Wertbetrag als zu hoch erweisen, weil die internationalen Wertpapierarten nach ihrem vollen Ausgabeumfang, zu welchem sie an der Börse zugelassen wurden, bei den Werten des Staates in Ansatz gebracht sind, während durch den internationalen Charakter der Werte, durch die ihre gleichzeitige Zulassung an den Börsen mehrerer Staaten tatsächlich nur ein gewisser, je nach den Umständen mehr oder weniger beschränkter Teil der Werte überhaupt in den Handel und Besitz des betreffenden Staates übergehen konnte.

Man war sich dieses Mangels bzw. dieser Fehlerquelle der Statistik von Anfang an sehr wohl bewusst. Für den Stand vom 1. Januar 1901 hat man zuerst ihn zu heben versucht, indem man die internationalen Werte bei den einzelnen Staaten auf denjenigen Betrag herabminderte, welcher tatsächlich in den Handel und Besitz des fraglichen Staates übergegangen war, und so lediglich denjenigen Wertbetrag erhielt, welcher in Wirklichkeit für den betreffenden Staat in Frage kam, einen Teil seines Besitzes und Nationalvermögens bildete. Durch Zusammenziehung der so für die einzelnen berücksichtigten Staaten herabgesetzten Werte ergibt sich sodann ein Gesamtbetrag der beweglichen Werte von 342,4 Milliarden. Dieser nunmehr der tatsächlichen Werthöhe entsprechende Betrag macht noch nicht zwei Drittel der zunächst ausschliesslich nach dem Umfang der Börsenzulassung festgelegten Wertsumme aus; die Bedeutung der internationalen Werte stellt sich danach als eine sehr beachtenswerte heraus.

Für die einzelnen berücksichtigten Staaten berechnen sich die wirklich für dieselben in Betracht

kommenden Wertbeträge folgendermassen: für Grossbritannien auf 120, für Frankreich auf 90, für Deutschland auf 45, für Russland auf 25, für Oesterreich-Ungarn auf 20, für die Niederlande auf 10, für Italien ebenmässig auf 10, für Belgien auf 6, für Spanien gleichfalls auf 6, für die Schweiz auf 5, für Dänemark auf 1,5, für Rumänien auf 1,4, für Norwegen auf 0,5 und für Schweden und die übrigen Staaten auf 2 Milliarden. Wir sehen aus einer Vergleichung mit den obigen Daten, dass für die grösseren und in ihren Finanzverhältnissen entwickelteren Staaten die internationalen Werte eine vorragendere Rolle spielen, wie solches der Natur der Sache entspricht.

d) Neueste Ergebnisse. Für die anschliessenden beiden zweijährigen Perioden sind nähere Berechnungen über den Gesamtbetrag der beweglichen Werte nicht in der gleichen Weise gemacht bzw. nicht veröffentlicht worden. Wir finden dieselben erst wieder für den Stand vom 1. Januar 1907. Hier sind dann entsprechend auch die aussereuropäischen Staaten, namentlich die Vereinigten Staaten von Amerika mit ihrer vorragenderen Einwirkung, berücksichtigt worden. Der Gesamtbetrag der marktgängigen beweglichen Werte, also ohne Rücksichtnahme auf die Eigenart der internationalen Werte und der Doppelzählung derselben, wird jetzt auf 732 Milliarden angegeben; der weitaus wesentlichste Teil der Zunahme gegenüber dem Stand von 1901 ist natürlich der Ausdehnung der Statistik auf die aussereuropäischen Staaten zuzuschreiben.

Der Betrag der tatsächlich im Handel und Besitz der einzelnen Staaten befindlichen Werte, wie er sich bei entsprechender Berücksichtigung und Absetzung der internationalen Werte ergibt, ist nunmehr auf 475 bis 514 Milliarden festgelegt worden. Für die hauptsächlichsten Staaten sind folgende Beträge aufgeführt: Grossbritannien 125—130, Vereinigte Staaten von Amerika 110—115, Frankreich 95—100, Deutschland 60—75, Russland 20—25, Oesterreich-Ungarn 20—22, Italien 10—12, Japan 5 Milliarden; es verbleiben dann für die übrigen Staaten 30—35 Milliarden. Der Stand von Deutschland hat sich hier im Verhältnis stärker gehoben und ist wiederum näher an den von Grossbritannien und Frankreich herangerückt; es ist vielleicht anzunehmen, dass die Berechnung von 1901 etwas zu sehr einschränkend vorgenommen wurde. Besonders bemerkenswert bezüglich der jetzigen Daten ist, wie sich die vier Staaten Grossbritannien, Vereinigte Staaten von Amerika, Frankreich und Deutschland aus der Menge der übrigen mit einem vorragenden Anteil herausheben; auf sie zusammengenommen entfallen etwa vier Fünftel des Gesamtwerts. Berücksichtigt man lediglich die europäischen Staaten, so treten Grossbritannien und Frankreich in ähnlich scharfer Weise hervor, denn auf sie kommen zwei Drittel des bezüglichen Gesamtwerts.

Es ist hierbei noch auf einen beachtenswerten Unterschied in der Art der Werte zwischen den drei an erster Stelle stehenden europäischen Staaten hingewiesen. Unter den tatsächlich im Handel und Besitz befindlichen Werten bilden in Frankreich diejenigen Werte, welche ein gleichmässiges und unveränderliches Einkommen gewähren, die festen Rentenwerte, weitaus die Hauptmasse, wogegen die Werte mit einem nicht dauernd fixierten, wechselnden Ertrag mehr zurücktreten; in Grossbritannien andererseits und in einem noch vorragenderem Masse in Deutschland ist das Umgekehrte der Fall. Gegenüber der bezüglichen Gesamtmenge der Werte belaufen sich in Frankreich die Werte mit festem Ertrag auf 75 pCt. und die Werte mit veränderlichem Ertrag auf 25 pCt.; in Grossbritannien machen die ersteren 35 pCt. und die letzteren 65 pCt. aus; in Deutschland aber endlich sinken die Werte mit fester Rente auf

25 pCt. herab, während sich die mit veränderlicher Rente auf 75 pCt. erheben. Es ist dieses ein für die allgemeine Beurteilung der wirtschaftlichen Verhältnisse nicht unwesentlicher Unterschied.

Für den nächstfolgenden Zeitpunkt, den 1. Januar 1909, ist der Gesamtbetrag der marktgängigen beweglichen Werte auf 768 Milliarden festgestellt worden; es würden sodann auf die tatsächlich im Handel und Besitz der einzelnen Nationen befindlichen Werte 510 bis 550 Milliarden kommen. Die allgemeinen Zusammenfassungen unserer Statistik enthalten für diesmal nähere Nachweisungen mit Unterscheidung der einzelnen Länder oder der Wertarten nicht; solche pflegen überhaupt nur nach grösseren Zwischenräumen gegeben zu werden.

Bezüglich des letzten, die Jahre 1909 und 1910 umfassenden Zeitraums sind die speziellen Ergebnisse der Statistik bislang nicht zur Veröffentlichung gelangt, da die Verarbeitung noch nicht beendet; die Veröffentlichung steht Ende dieses oder Anfang nächsten Jahres zu erwarten. Vorläufig ist aber auf der letzten Herbsttagung des Internationalen Statistischen Instituts im mündlichen Referat als allgemeines Ergebnis mitgeteilt, dass für den 1. Januar 1911 der Gesamtbetrag der marktgängigen beweglichen Werte auf 815 Milliarden ermittelt sei und der Betrag der tatsächlich im Handel und Besitz der Nationen befindlichen Werte auf 570 bis 600 Milliarden. Das in diesen Daten zutage tretende an sich stärkere Ansteigen der Wertbeträge ist zu einem gewissen, wenn gleich vielleicht nur untergeordnetem Teil auf die fortgesetzte räumliche Ausdehnung und die innere Vertiefung der Statistik selbst zurückzuführen.

## 2. Emissionen der beweglichen Werte.

a) Grundlagen. Wir wenden uns nun den Emissionen von beweglichen Werten zu, welche unsere Statistik sozusagen in erster Linie und mit besonderer Genauigkeit verfolgt. Feste zahlenmässige Nachweise lassen sich hier nach der ganzen Lage der Sache ungleich leichter erbringen, und wird man demgemäss die einzelnen Daten in ihrem zahlenmässigen Ergebnis als mehr mathematisch feststehendere entsprechend höher bewerten können. Bei der ersten Aufmachung der Statistik hat man die Ermittlungen über die Emissionen noch auf die zurückliegende Zeit bis zum Jahre 1871 einschliesslich hin erstreckt, so dass uns bezüglich der Emissionen, wenn wir die letzten beiden Jahre 1909 und 1910 nach zunächst nur anschlagmässigen Beträgen einbeziehen, die allgemeinen Nachweise für einen vierzigjährigen Zeitraum vorliegen. Die Daten für die hinter dem eigentlichen Beginn der Statistik zurückliegenden Jahre beziehen sich, wie die Natur der Sache ergibt, ausschliesslich auf diejenigen Staaten, für welche die internationale Statistik der beweglichen Werte zunächst ins Leben trat.

Mit den Jahren 1897 und 1898 beginnen die räumlichen Erweiterungen der Statistik, welche sich bis in die neueste Zeit fortsetzen und auf die Zahlenbeträge ihren Einfluss ausüben müssen, der nicht übersehen werden darf. In den allgemeinen Daten wird sich allerdings dieser Einfluss, abgesehen von den beiden ersten Jahren 1897 und 1898, in welchen die aussereuropäischen Staaten überhaupt erst und unter ihnen sogleich die Vereinigten Staaten von Amerika sowie Japan neu hinzutreten, in einer irgendwie vorragenden Weise nicht zeigen können; das Übergewicht der europäischen Staaten mit ihrer ungleich vorgeschritteneren staatlichen und wirtschaftlichen Entwicklung muss sich hier in einem höheren Grade äussern, so dass durch das Hinzutreten einiger an Bedeutung mehr oder weniger zurückstehender Staaten eine grössere Verschiebung in den

Daten nicht bewirkt werden kann, zumal letztere lediglich in Milliarden mit einer Dezimalstelle gegeben werden.

b) Jahresnachweis für die Gesamtemission. Die besonderen Nachweise für die Jahre 1871 bis 1908 zeigen die folgenden Beträge:

Jahr	Emiss. i. Milliard.	Jahr	Emiss. i. Milliard.	Jahr	Emiss. i. Milliard.	Jahr	Emiss. i. Milliard.
1871	15,6	1881	7,2	1891	7,6	1901	9,9
1872	12,6	1882	4,5	1892	2,5	1902	21,6
1873	10,9	1883	4,2	1893	6,0	1903	18,3
1874	4,2	1884	4,9	1894	17,8	1904	14,4
1875	1,7	1885	3,3	1895	6,5	1905	19,1
1876	3,7	1886	6,7	1896	16,7	1906	26,5
1877	7,9	1887	5,0	1897	9,6	1907	15,3
1878	4,6	1888	7,9	1898	10,5	1908	21,2
1879	9,4	1889	12,7	1899	11,3		
1880	5,5	1890	8,1	1900	11,9		

Wir sehen für die einzelnen Jahre in den Emissionsbeträgen verhältnismässig grosse Verschiedenheiten hervortreten, wie sie je durch die allgemeine Lage der staatlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse in den betreffenden Jahren begründet sind, woneben dann noch die besonderen in der fraglichen Zeit mehr oder weniger vortretenden Bedürfnisse der einzelnen Staaten von Einfluss sind. Das Nähere über diese allgemeinen und besonderen Verhältnisse ist durchweg in den Spezialnachweisungen, welche die Grundlage der Statistik bilden, angegeben; es würde uns aber zu weit führen, darauf im einzelnen hier einzugehen; wir müssen uns auf einige allgemeinere Bemerkungen beschränken.

Wenn sich häufiger die Erscheinung zeigt, dass auf den besonders hohen Emissionsbetrag des einen Jahres ein niedriger, ja eventuell auch ein besonders niedriger Betrag im nächsten Jahre folgt, so ist dieses in der Regel wohl auf den in der allgemeinen Natur der Sache liegenden Umstand zurückzuführen, dass das im ganzen und nicht für die Spanne eines einzelnen Jahres sich geltend machende Bedürfnis nach Ausgabe beweglicher Werte in dem ersteren Jahr, sei es lediglich aus Zufall, sei es infolge vorragend günstiger Verhältnisse, in einem stärkeren Masse Befriedigung gefunden hat und dass dadurch für die unmittelbar nachfolgende Zeit und speziell das nächste Jahr schon ohne weiteres ein Abflauen des Bedürfnisses, welches in dem Abfallen des Emissionsbetrages zum Durchbruch kommt, hervorgerufen werden musste. Nebenher können ja dann noch Sonderverhältnisse einzelner namentlich grösserer Staaten die Wirkung in ihrem Gegensatz verschärfen haben.

Wenn in den ersten siebenziger Jahren die Emissionsbeträge eine stark vortretende Höhe erreichen, so ist dieses auf die kriegerischen Verwicklungen von 1870/71 mit ihren Folgeerscheinungen zurückzuführen. Die vielfach höheren Emissionsbeträge zu Ende der achtziger und in der ersten grösseren Hälfte der neunziger Jahre sind zu einem nicht unerheblichen Teil auf die in dieser Zeit stärker einsetzenden Konvertierungen zurückzuführen, denn in den Emissionsbeträgen sind, wie hier vorweg besonders bemerkt werden soll, die Konvertierungen mitgehalten, sofern sie sich formell gleichzeitig als eine Neuausgabe von Werten darstellen. Wenn dann zu Ende der neunziger Jahre und für die Folge die Emissionen sich im wesentlichen auf der Höhe der Vorzeit halten, so trägt daran speziell das jetzt erfolgende Hinzutreten der ausser-europäischen Staaten die Schuld, das sich dementsprechend bei Berücksichtigung der besonderen Vorgänge

in der vorliegenden Zeit doch immerhin abhebt. Für die zweite Hälfte unseres Gesamtzeitraumes macht sich unverkennbar ein gewisses stetiges Steigen der Emissionsbeträge geltend. (Schluss folgt.)

## Die englischen Konsols.

Von Dr. Karl Kimmich, Berlin.

### II.

So waren bis zum Ausbruch des Burenkrieges die verschiedensten grossen Käufer für Konsols am Markte, deren intensive Nachfrage jene Ueberzahlung allmählich herbeigeführt hat. Nachdem der Konsolumlauf von Jahr zu Jahr sich vermindert hatte und schliesslich ein Betrag von nicht viel weniger als  $\frac{3}{4}$  der gesamten Konsolschuld in dauernden Besitz gebunden war, war der noch im Umlauf befindliche Restbetrag kursmässig um so leichter zu beeinflussen, als der Staat seinen Fonds eine Vorrangstellung unter den übrigen Marktwerten eingeräumt hatte. Da diese Steigerungen, die bereits Anfang der 80er Jahre begonnen hatten, mehr auf das zeitliche Zusammenwirken einer von allen Seiten kommenden Nachfrage mit einer selten dagewesenen jedoch nur vorübergehenden Kapitalflüssigkeit, nicht aber auf ein dauerndes Fallen des landesüblichen Zinsfusses zurückzuführen waren, war auch der zweite Teil der Goschen'schen Konversion von 1888 letzten Endes unberechtigt. In diesem Jahre wurden nämlich die 3proz. Konsols auf  $2\frac{3}{4}$  pCt. konvertiert mit der Massgabe, dass der Zinssatz sich vom Jahre 1903 ab automatisch auf  $2\frac{1}{2}$  pCt. ermässigt; bis 1923 sollte jede weitere Konversion ausgeschlossen sein. Selbstverständlich konnte der Schatzkanzler, als er das Konversionsschema vorbereitete, nicht voraussehen, dass es sich bei dem Rückgang der Zinssätze nur um eine temporäre Erscheinung handelte; aber darum hätte er auch nicht im Jahre 1888 den Zinsfuss der Staatsschuld auf 15 Jahre hinaus im voraus festsetzen dürfen; denn England befand sich, als der zweite Teil der Konversion vor sich ging, inmitten eines Krieges, der sehr erhebliche Neuemissionen von Konsols erforderlich machte. Wenn auch der Termin der weiteren Zinsreduktion schon seit Jahren bekannt war, so war bei Eintreten des kritischen Zeitpunktes eine Verzinsung von  $2\frac{1}{2}$  pCt. längst nicht mehr gerechtfertigt. Allenthalben erhielt man damals aus sicheren Anlagen leicht 3— $3\frac{1}{2}$  pCt. und die Folge war, dass das anlagesuchende Kapital sich von Konsols noch mehr abwandte und die Deklassierung grösseren Umfang annahm. So erwies sich jene im Jahre 1888 so erfolgreich begonnene Konversion, die sich auf über 11 Milliarden Mark Staatsschulden erstreckte, und der man damals so enthusiastisch zustimmte, doch in ihrer Wirkung vom Jahre 1903 als recht nachteilig für den Staatskredit. England war für einen  $2\frac{1}{2}$ proz. Anleihetypus nie reif und daher hat man sich neuerdings wiederholt mit der Möglichkeit der Rückkonvertierung der Konsols in 3 pCt. beschäftigt; wenn eine solche auch ernstlich nicht in Frage kommen kann, so ist es doch charakteristisch, dass solche Vorschläge von seriöser Seite wiederholt gemacht worden sind.

Während fast bis zum Burenkriege jene Inflation des Staatskredites fortgedauert hatte, erfolgte seitdem ein anhaltender Entwertungsprozess, der allmählich eine Korrektur des Staatskredites herbeigeführt hat. Wir sagen absichtlich Korrektur, denn man kann nicht sowohl von einer verminderten Kreditwürdigkeit des englischen Staates, als vielmehr von einem korrigierten Preisstand nach jenem voraufgegangenen unnatürlich getriebenen Kursniveau sprechen. Der Kursrückgang verliert auch viel von seinem sensationellen Aussehen, wenn man in Rücksicht zieht, dass trotz des Falles um ca. 37 pCt., Konsols heute die gleiche Rente abwerfen wie 3proz. französische Staatsrente, d. h. 3,18 pCt., während z. B. unsere 3proz. Reichsanleihen einen Realzins von 3,70 pCt. geben. Wenn wir im Nachstehenden näher auf die Ursachen dieser Ent-

wertung eingehen, muss voraus bemerkt werden, dass weder die Konversion von 1903, noch die starke Konsolzufuhr durch den Burenkrieg, noch die Einschränkung der Tilgung und Ankäufe staatlicher Kassen, oder die verminderte Nachfrage der Banken etc. jene gewaltigen Veränderungen im Staatskredite nach sich gezogen hätten, wenn nicht vorher jene unnatürliche Höhe erreicht worden wäre. Indem aber der Staat 1900 auf das Drängen einflussreicher Interessenten die Kolonialanleihen plötzlich für mündelsicher erklärt und dadurch seine Anleihen ihrer Vorrangstellung entkleidet hat und da seitdem sich die Zahl der Marktwerte mit höherer Verzinsung von Jahr zu Jahr vermehrt hat, können sich Konsols, die nicht mehr jene zahlreichen besonderen Verwendungsmöglichkeiten haben, nicht so wie früher von dem Konkurrenzinfluss anderer festverzinslicher Marktwerte freimachen. Darum wird wohl auf längere Zeit hinaus ein Rendement von weniger als 3 pCt. für Konsols kaum zu erwarten sein.

Eine solche Verzinsung erscheint auch innerlich gerechtfertigt, wenn man die anderen Konkurrenzwerte am englischen Anlagemarkte kurz Revue passieren lässt. Die wichtigsten sind:

1. Die Kolonialanleihen. In der Zahl der Typen, sowie hinsichtlich ihrer Stellung unter den Marktwerten haben sie viel Verwandtes mit unseren Bundesstaatsanleihen. Was am meisten an unsere heimischen Zustände erinnert, ist das fortwährende Anleihebedürfnis und die geringe Rücksichtnahme bei den Emissionen sowohl gegenseitig wie auf die Marktlage überhaupt. Zeitweise nimmt das Angebot neuer Kolonialanleihen so zu, dass der übersättigte Londoner Markt sie nicht mehr aufnehmen kann; wiederholt haben daher neue Emissionen vollständiges Fiasko gemacht, insbesondere 1901 nach Verleihung der Mündelsicherheit. Auf die interessante Emissionstechnik kann hier nicht näher eingegangen werden; es sei nur erwähnt, dass von 1890/1909 nicht weniger als etwa 150 Kolonialanleihen in London aufgelegt und davon etwas mehr als die Hälfte mittelst des Tendersystems, die kleinere Hälfte zu festem Preise begeben worden sind; in neuester Zeit überwiegt jedoch die letztere Begebungsart.

Dadurch dass im Jahre 1900 den Kolonialanleihen Mündelsicherheit verliehen wurde, ist der früher so enge Kreis der mündelsicheren Werte erheblich erweitert worden, indem in wenigen Jahren 11—12 Milliarden Mark Kolonialfonds hinzukamen. Da durch dieses Gesetz sich eine teilweise Nivellierung des Preisunterschiedes zwischen Konsols und Kolonialanleihen vollzog, wirkte es praktisch als „Gesetz zur Reduktion der Konsolkurse“. Der Ausgleich vollzog sich offensichtlich, denn die Kolonialanleihen sind in den letzten 12 Jahren bei weitem nicht so stark im Preise zurückgegangen wie die goldgeränderten Sicherheiten. Das Mutterland, das als alter Kulturstaat schon seit Jahrhunderten die billigsten Kreditbedingungen hatte, hat also seinen Staatskredit unentgeltlich in den Dienst seiner Kolonien gestellt, ihn sozusagen diesen geopfert. Denn nachdem einmal der Monopolcharakter der Staatssicherheiten beseitigt war, bot sich den gerade in England so zahlreichen Trusteegeldern eine reiche Auswahl höher verzinslicher Anlagewerte. Die Verzinsung dieser ist recht verschieden (der Realzins schwankt zwischen  $3\frac{1}{2}$  pCt. und  $4\frac{1}{4}$  pCt.; nur wenige werfen einen höheren Ertrag ab), da sich der Kredit der Kolonien im allgemeinen richtet nach der Güte der Finanzwirtschaft, nach dem Unterschiede, ob weisse oder farbige Bevölkerung, nach dem Stande der Volkswirtschaft, der Steuerkraft der Bevölkerung, der Sicherstellung der Anleihen u. a. m. Die Sicherheitsgrundlagen spielen naturgemäss bei der Preisbewertung der Anleihen dieser neuen Länder eine viel grössere Rolle als bei konsolidierten europäischen Staaten, bei denen in erster Linie die Geldmarktverhältnisse die Höhe des Staatskredits bestimmen. Die Verleihung der Mündelsicherheit hat im Grunde genommen an der Sicherheit der Kolonialanleihen nichts geändert, wenn auch viele Anleger irrtümlicherweise glaubten, dass dadurch deren Güte eine bessere geworden sei. Der englische Staat haftet aber rechtlich weder für Kapitalrückzahlung noch Zinszahlung, höchstens moralisch. Die Sicherheit basiert

einzig und allein auf den Finanzeinkünften der betr. Kolonien und diese sind lange nicht im selben Tempo wie die Schuldzunahme gewachsen. Allerdings ist in neuerer Zeit weder eine Einstellung der Zinszahlung noch der Amortisation vorgekommen (diese erfolgt sehr rasch, durchschnittlich in ca. 30 Jahren).

2. Der Umlauf an Korporations- und Kommunalstocks erreicht annähernd die Höhe des Konsolumschlages. Die Schulden der englischen Lokalverwaltungen sind in starkem Wachsen begriffen und seit 1899 z. B., wo sie 276,12 Millionen Lstr. betragen, in rapidem Tempo auf 564,6 Millionen Lstr. im Jahre 1906 angewachsen. Im Londoner Kurszettel sind aber nur Anleihen grösserer Städte notiert und darum ist die Zahl der gehandelten Anleihen lange nicht so zahlreich wie bei uns. Die kleineren Städte treten in England nicht selbständig am Markte als Borger auf, sondern wenden sich an den Local Loan Fund, durch dessen Vermittlung sie trotz Gebühren und Spesen billigeren Kredit erhalten, als wenn sie ihre Anleihen direkt an den Markt bringen. Aus diesem staatlicherseits begründeten Fonds, der seit sehr langer Zeit besteht, werden die gemeindlichen Anleihebedürfnisse befriedigt und er selbst wird alimentiert durch Emission von 3proz. Local Loan Stocks, ferner durch zurückfliessende Amortisationssummen früherer Anleihen, oder aber es werden die für neue Anleihegesuche erforderlichen Gelder vorschussweise den Beständen der Nationalschuldkommissare entnommen. Dadurch, dass ein grosser Teil des Geldbedarfs von einer zentralen Stelle aus durch Emission eines einheitlichen zentralen Rentenpapiers mit breitem Markte (Umlauf z. Z. ca.  $1\frac{1}{2}$  Milliarden M.) befriedigt wird, erscheint der englische Kommunalkredit weit besser organisiert als der unsrige, da bei uns auch die kleineren Städte den Markt mit Anleihen dauernd überschwemmen. Da in England der Aufgabenkreis der Städte in stetiger Ausdehnung immer grösser geworden und im Verhältnis zum staatlichen sehr weit gezogen ist, sind naturgemäss Kommunalanleihen in grossen Beträgen herausgekommen. Diese selbständigen Korporations- und Munizipalstocks stellen eine wichtige Gruppe erstklassiger Anlagewerte dar, die wegen ihrer raschen Vermehrung reichliche Gelegenheit zur Kapitalanlage bieten und wegen ihrer Nettoverzinsung von etwa  $3\frac{1}{2}$  pCt. sehr beliebt sind. Im Jahre 1893 ist die Mündelsicherheit auf alle Anleihen von Städten mit mehr als 50 000 Einwohnern ausgedehnt worden. Jede Kommunalanleihe bedarf ebenso wie jede Kolonialanleihe der ausdrücklichen Sanktion der Regierung, welche von ihrem Recht der Kontrolle und Beschränkung in der Anleiheausgabe nicht selten Gebrauch macht. Voraussetzung für die Genehmigung der Anleihe ist gewöhnlich die Verpflichtung zur vollständigen Tilgung innerhalb 60 Jahre; in Wirklichkeit erfolgt die Rückzahlung meist innerhalb viel kürzerer Frist.

3. Nächst den Kolonial- und Kommunalanleihen spielen am Anlagemarkt für den kleineren und mittleren Kapitalisten die Aktien und Obligationen der englischen Eisenbahngesellschaften eine grosse Rolle. Es handelt sich hier ebenfalls um eine stattliche Summe von Werten, wie schon aus dem Londoner Kurszettel hervorgeht. Danach sind z. Z. notiert:

Gattungen	Stammaktien	Vorzugsaktien	Obligationen
z. Z. ausstehen-	49	38	20
der Betrag	418 Mill. Lstr.	252 $\frac{1}{2}$ Mill. Lstr.	232 Mill. Lstr.

Der Eisenbahnbau erfordert zwar jedes Jahr bedeutende Mittel; im Verhältnis zu den früheren Aufwendungen treten die Neuinvestitionen aber in neuerer Zeit mehr zurück, weshalb der Konkurrenzinfluss der heimischen Eisenbahnwerte auf die Konsols auch vermindert erscheint. Die 3proz. Eisenbahnobligationen notieren z. Z. ungefähr eben so hoch wie unsere 3proz. Reichsanleihe; auch die Vorzugsaktien werden wegen ihres stabilen Einkommens mit garantierter Minimallöhe seit vielen Jahren niedrig kapitalisiert; die 4proz. notieren ca. pari.

4. Durch den grossen Kapitalreichtum, der nicht mehr in fernerer Produktion Verwendung findet, ist England vom Stadium des kreditsuchenden Produzenten immer mehr in das des Geldverleihers eingetreten und so

erklären sich die vielen ausländischen Werte, die sich im Londoner Kurszettel finden; in den letzten Jahren sind allerdings, wohl im Zusammenhang mit den imperialistischen Bestrebungen, Staaten und Länder, welche nicht dem Greater Britain zuzurechnen sind, nicht mehr so zahlreich wie früher am Londoner Kapitalmarkt erschienen. Die gewaltigen Kapitalausleihungen an fremde Länder — es sei nur an die vielen amerikanischen Eisenbahnwerte erinnert — lassen sich, wenn auch nicht in einwandfreien Ziffern errechnen, so doch in Annäherungswerten abschätzen. Einschliesslich der Kolonialanleihen wird der Besitz Englands an ausländischen Werten auf 61 Milliarden M., d. i. ca. 20 pCt. des englischen Nationalvermögens, geschätzt. Auch die Emissionsstatistik gerade der jüngsten Vergangenheit bestätigt den bedeutenden Anteil solcher festverzinslichen Werte an dem Gesamtbetrage der jährlichen Neuemissionen. Es handelt sich hier naturgemäss um Werte mit ausschliesslich höherer Verzinsung, die darum dem Anlagekapital besonders reizvoll erscheinen und einen Teil der Nachfrage von Staatssicherheiten ablenken.

5. Auf die Bedeutung der industriellen Ansprüche für den englischen Kapitalmarkt hier einzugehen, ist nicht einmal in grossen Zügen möglich. Es könnte das auch nur im Rahmen einer Schilderung der eigengearteten Kreditorganisation des Landes geschehen. Im allgemeinen kann man wohl sagen, dass die industriellen Ansprüche weniger intensiv sind als bei uns, sowohl in Form von kurzfristigen Krediten bei Banken, als auch dauernder Beschaffung von Betriebs- und Anlagekapital durch Aktien und Obligationenemissionen. Andererseits ist das mobile Kapital entsprechend dem ausgesprochenen Charakter Englands als altem Handelslande und der seit Generationen weit fortgeschrittenen Kapitalbildung stark entwickelt und dementsprechend hat die Kreditorganisation in ihrem ganzen Aufbau ein viel weniger angespanntes Aussehen als bei uns. Aus diesem Grunde ist auch der landesübliche Zinsfuss — das Ergebnis des freien Spieles der wirtschaftlichen Kräfte — seit Jahrzehnten ein nach unseren Begriffen niedriger.

Aehnlich wie in den anderen europäischen Ländern sind auch in England seit Beginn dieses Jahrhunderts die Zinssätze höher geworden, was gleichbedeutend ist mit niedrigen Kursen der festverzinslichen Werte. Diese sind seit Jahren infolge der günstigen industriellen Konjunktur vernachlässigt, da der Kapitalist infolge der zahlreichen neuen Aktien- und Obligationenemissionen, in denen auch der englische Handel und Industrie mit grossen Beträgen vertreten sind, eine grosse Auswahl für seinen Anlagebedarf hat und in solchen Werten reichlichere Verzinsung findet als bei Anlage in gilt edged securities. Infolgedessen war auch bei Konsols nicht so sehr der Umfang der Verkäufe, als vielmehr das Fehlen der Nachfrage der Grund für das stete Abbröckeln der Kurse. Als früher noch die grossen Käufer am Markt waren, konnte der Staat auf die vielen kleineren Käufer eher verzichten, aber jetzt, nachdem die Konsols ihrer Vorrangstellung entkleidet und die Konkurrenzwerte gleichzeitig sehr erheblich vermehrt worden sind, macht sich das Fehlen des kleinen Sparkapitals um so unliebsamer bemerkbar. Dadurch, dass die Konsols einen heftigeren Preisfall als die meisten übrigen vergleichbaren Marktwerte erlitten haben, hat sich die beiderseitige Distanz der Kurse entsprechend verringert. Diese Nivellierung vollzog sich allmählich durch die Vermehrung der mündelsicheren Werte. Im Jahre 1888 waren ausser 700 Millionen Lstr. Staatssicherheiten nur 300 Millionen Lstr. Börsenwerte trustefähig; heute bezieht sich die Mündelsicherheit, abgesehen von Konsols, auf Werte von insgesamt 1,8 Milliarden Lstr.!

Natürlich haben aber Konsols immer noch grosse Vorzüge vor anderen erstklassigen Marktwerten. Was ihnen eine besondere Konkurrenzfähigkeit verleiht, ist ihr widerstandsfähiger Markt. Die Grundlage für diesen bildet die grosse homogene Rentenmasse von  $11\frac{1}{2}$  Milliarden Mark, die in einem einzigen Typus, den  $2\frac{1}{2}$ proz. bis 1923 unkündbaren Konsols, unifiziert ist und nächst der 3 pro-

zentigen ewigen französ. Rente die grösste an irgend einer Börse notierte Effektergattung darstellt. Daneben bestehen nur noch  $2\frac{3}{4}$ proz. sowie  $2\frac{1}{2}$ proz. jederzeit kündbare Konsols in geringen Beträgen und beschränkter Marktfähigkeit. Da also fast die ganze marktfähige Schuld in einem einzigen Fonds vereinigt ist und Angebot und Nachfrage in der Hauptsache sich auf diesen konzentrieren, ist auch die Umsatzfähigkeit der Konsols eine fast unbegrenzte und der Handel in ihnen so bedeutend, dass, ähnlich wie in Frankreich, ihre Haltung symptomatisch für die Börse und Geldmarktlage überhaupt ist. Aber darüber hinaus noch sind sie ein hervorragend politischer Wert und bedeutungsvolle Vorgänge politischer Natur finden fast unmittelbar am Markte der Konsols als der „most sagacious of all things inanimate“ ihren Ausdruck. Sie werden daher auch allgemein als Barometer für den Stand der politischen Dinge angesehen. Der lebhafteste Markt hat sich sehr frühzeitig entwickelt, da sie schon vor Jahrhunderten in grossen Summen untergebracht wurden, und bereits im 18. Jahrhundert durch Unifikation der Staatsschuld der 3proz. Typus zur Vorherrschaft gekommen war; seit 1834 bestand die gesamte Konsolschuld aus den erwähnten paar Typen. Ein Barverkehr findet nur in beschränktem Umfange statt<sup>1)</sup>, dagegen ein so reger Ultimoverkehr, dass Konsols auch in schweren Zeiten als die am leichtesten und mit geringstem Kursdrucke verkäuflichen Werte gelten. Auch an den englischen Provinzbörsen findet ein lebhaftes Geschäft in ihnen statt. Infolge ihrer grossen Umsatzfähigkeit werden sie von sämtlichen Marktwerten mit der geringsten Spannung zwischen Kauf- und Verkaufkurs —  $\frac{1}{8}$  pCt. bis  $\frac{1}{16}$  pCt. — gehandelt, während sonst die Spannung 1 pCt., 2 pCt., manchmal auch 3 pCt. beträgt.

Der Staat selbst hat nur wenig dazu beigetragen, den Bedürfnissen des Verkehrs in seinen Werten entgegenzukommen. Einmal in der Besitzform. Bis 1863 bestanden Konsols nur in Form von Buchforderungen im Staatsschuldbuch, das die Bank von England führt. (Diese erhält dafür eine Vergütung von  $3\frac{1}{4}$  ‰ auf die ersten 500 Millionen Lstr., 1 ‰ auf den Rest und die Kriegsanleihe sowie Schatzscheine und 2 ‰ auf die ausstehenden Schatzwechsel.) Sie besorgt Ein- und Umschreibungen für Beträge in jeder Höhe wie ein Kaufmann, der seinen Kunden laufende Rechnungen eröffnet und ihnen Beträge gutschreibt oder belastet. Die Form der Uebertragung ist aber so umständlich und schwerfällig, dass sie als ganz veraltet zu bezeichnen ist. Denn entweder muss der Antragsteller persönlich mit den nötigen Legitimationen versehen bei der Bank von England in London oder bei der Bank von Irland in Dublin — also nur an 2 Orten des Vereinigten Königreichs — erscheinen, oder aber durch einen vorschriftsmässig bevollmächtigten Sachwalter an seiner Stelle die entsprechenden Handlungen vornehmen lassen, was immerhin mit Kosten (für Ausstellen der Vollmacht), Zeitaufwand und Umständlichkeiten verknüpft ist. Eine leichte Uebertragungsmöglichkeit ist aber für den einzelnen Kapitalisten eine wichtige Vorbedingung für die Beliebtheit eines Anlagepapiers. Inhaberpapiere werden vom Staat nicht ausgegeben, dagegen werden seit 1863 Inscribed Stocks auf Antrag in Inhaberpapiere umgewandelt, jedoch nur in runden Summen von 50—1000 Lstr.; diese können beliebig wieder in Stocks zurückverwandelt werden. Diese Inhaberpapiere, deren Umlauf auf ca. 1 Milliarde Mark geschätzt wird, befinden sich aber mehr in Händen von Banken, Handelshäusern und Ausländern, denen diese Besitzform geläufiger ist. Im englischen Publikum haben bis heute Konsols in Form von Inhaberpapieren keine Verbreitung gefunden, was u. a. damit erklärt wird, dass 50-Lstr.-Stücke zu gross sind und kleinere Abschnitte von 5 Lstr. geschaffen werden müssten, da andererseits ja auch Buchforderungen von 1 d. und dem Vielfachen davon durch die Bank von England ein- und umgeschrieben werden können. Ferner wurde neuerdings, um Konsols

<sup>1)</sup> Wenn nichts besonderes vereinbart ist, gilt das Geschäft für die monatliche Liquidation, die 2 Tage dauert und für den Anfang jeden Monats unabhängig von der übrigen Liquidation festgesetzt ist.

mehr zu demokratisieren, vorgeschlagen, eine einfachere Art der Uebertragung (by deed) zu ermöglichen, was Lloyd George in einer vor kurzem gehaltenen Rede für die kommende Session in Aussicht stellte. Für das Publikum in der Provinz wäre dies eine ebenso erwünschte Neuerung wie ein weiterer Vorschlag des Verkaufs der Konsols durch die Postanstalten (ähnlich also wie in Frankreich der Renten durch die Steuerbeamten).

Auch die Zinszahlung war früher sehr umständlich, da sich der Gläubiger bei der Bank von England einfinden musste, um seine Zinsen entgegenzunehmen. Erst in neuerer Zeit werden auch ohne besondere Auftragserteilung die Zinsen durch die Post oder durch Scheck zugesandt oder an namhaft gemachte Dritte ausbezahlt. Seit 1891 kann der Konsolgläubiger beantragen, dass ihm die Zinsen nicht ausbezahlt, sondern jeweils — also vierteljährlich — seinem Konto gutgeschrieben werden, so dass die Zins- und Zinseszinsen dem Kapital zuwachsen. Hiervon ist indessen verhältnismässig wenig Gebrauch gemacht worden.

Staatliche Steuerexemptionen zugunsten der Konsols widersprechen nach englischer Anschauung dem Prinzip der Gerechtigkeit der Besteuerung und bestehen daher im Gegensatz zu Frankreich so gut wie nicht; höchstens, dass die Konsols von dem Schlussscheinsteuempel, der bei Effektenumsätzen sonst zu zahlen ist, und von der Transfersteuer, die allerdings von den Anleihschuldnern schon etwas lästiger empfunden wird, befreit sind. Dagegen unterliegen auch Konsols der allgemeinen Einkommensteuer, die von den Bezügen aus Mobiliarwerten in Form einer Kuponsteuer erhoben wird. Vorschläge, Konsols einkommensteuerfrei zu machen, um ihre Kurse zu heben, haben ernsthafte Beachtung bisher nicht gefunden.

Der Kreis der durch die Bank von England beleihbaren Effekten ist äusserst beschränkt; es werden nur wirklich erstklassige Staatspapiere beliehen, und nach Jaffé gilt es als zweifelhaft, ob die Bank in einer Krisis auch nur auf Eisenbahnobligationen Darlehen geben würde.

Die offiziellen 1910 vom Londoner Börsenvorstande festgesetzten Courtagesätze sind für britische Staatsfonds mit  $\frac{1}{8}$  pCt. vom Nennwert am niedrigsten; Städte- und Provinzialanleihen zahlen  $\frac{1}{4}$  pCt. vom Nominalbetrag; Eisenbahnstocks  $\frac{1}{2}$  pCt. vom ausmachenden Betrag.

Danach bestehen also nur wenig Bevorzugungen der Konsols vor anderen Marktwerten und auch die englische Regierung hat es nicht verstanden, durch sogenannte kleine Mittel in Form von Verkehrserleichterungen beim Handel in Renten aus dem grossen Publikum neue Käufer-schichten für Konsols heranzuziehen.

Auch die Emissionstechnik ist nicht auf die Wünsche der kleinen Subskribenten zugeschnitten; die neuen Anleihen gehen vielmehr zunächst in die Hände der Spekulation, Banken und anderer grosser Finanzinstitute über, und diese vermitteln allmählich den Verkauf an das Publikum. Die englischen Staatsanleihen werden entweder durch öffentliche Subskription oder fest an Banken oder aber auf dem Wege der Submission (tender system) begeben. Bei letzterem Emissionsmodus schreibt der Staat nur einen Minimalpreis vor; wer den höchsten Kurs bietet, wird in der Zuteilung bevorzugt. So kommt es, dass z. B. ein Subskribent zu 95 pCt. den vollen von ihm gewünschten Betrag erhält; wer 94 $\frac{1}{2}$  pCt. geboten hat, erhält einen gewissen Prozentsatz seiner Zeichnung usw. Dieses System, bei dem natürlich der kleine Mann nicht mitbieten kann, hat den Vorzug, dass der Staat den höchsten Preis für seine Anleihen erhält und nicht durch irrtümliche Fixierung eines zu niedrigen Kurses geschädigt wird, denn die Konkurrenz der Submittenten geht ja auf den Preis der Anleihe; dieser ist, wenn die Offerten reichlich einlaufen, erheblich höher als der staatlicherseits angesetzte Minimalpreis. So werden allerdings mit Vorliebe mehr die kleineren Anleihen (Kolonial-, Municipalanleihen) Schatzwechsel usw. emittiert, während der Staat die grossen Kriegsanleihen 1901/03 z. T. Banken fest zuteilt oder zur öffentlichen Subskription aufgelegt hat.

An Beispielen für eine systematische Darstellung der Emissionstechnik fehlt es fast ganz, da der Staat, wie erwähnt, von 1856/1901 keine Konsolanleihe an den Markt

gebracht hat und seinen Staatskredit lediglich als Kriegsreserve ansieht. Die englische Staatsschuld ist eine Kriegsschuld; Defizitanleihen kennt die englische Finanzpraxis nicht. Nicht einmal die ungeheuren Kosten für den Rüstungswettstreit der Nation sind bisher durch fundierte Anleihen gedeckt worden. Auch während des Burenkrieges hat die Regierung mit allen Mitteln Konsol-emissionen zu umgehen versucht und in Form von Treasury Bills, Exchequer Bonds, War Loans geborgt, nur um die Konsolzirkulation nicht vermehren zu müssen. Auf die Dauer ging dies ja allerdings nicht, wie aus folgender Zusammenstellung der einzelnen grossen Emissionen hervorgeht:

1. April 1900: 30 Millionen Lstr. 2 $\frac{3}{4}$ proz. Kriegsanleihe in Form von Exchequer Bonds rückzahlbar 1910; aufgelegt zur Subskription a 98 $\frac{1}{2}$  pCt. d. i. ca. 2 $\frac{1}{2}$  pCt. unter dem Konsolkurs z. Z. der Bekanntmachung; schon vor der Subskription wurde die Anleihe mit 2 pCt. Agio gehandelt. Einzahlungsraten 3 pCt. bei Zeichnung; die übrigen schwankten zwischen 5 $\frac{1}{2}$  pCt. und 15 pCt.; die letzte Rate war im November 1900 fällig. Von 39 800 Zeichnern wurden 335 $\frac{1}{2}$  Millionen Lstr. subskribiert. Zeichner bis 10 000 Lstr. erhielten 6 pCt. zugeteilt, solche über 10 000 Lstr. zwischen 6 pCt. und dem ganzen Betrage.

2. August 1900: 10 Millionen Lstr. 3proz. Exchequer Bonds, rückzahlbar 1903, zu 98 pCt. begeben. November 1900 3 Millionen Lstr. 3proz. Exchequer Bonds rückzahlbar 1905, zu 98. 2. 11 durchschnittlich begeben. Von ersterer Anleihe wurde mit Rücksicht auf den Geldmarkt die Hälfte schon vor der Emission einer amerikanischen Bank zu Emissionsbedingungen überlassen. Dieses Vorgehen hat scharfe Kritik hervorgerufen und wurde als Beleidigung des Nationalstolzes und Entwürdigung Englands angesehen. Als der Schatzkanzler deshalb interpelliert wurde, erklärte er, er habe bei vertraulich vorher eingezogenen Erkundigungen seitens der Banken nur mässige Ermutigung erhalten und daher das Angebot der Amerikaner angenommen. Die zur Subskription aufgelegten Exchequer Bonds wurden mehrfach überzeichnet; die zugeteilten Beträge waren in 4 monatlichen Raten zu begleichen.

3. Februar 1901: 11 Millionen Lstr. 3proz. Exchequer Bonds rückzahlbar 1905; submissionsweise begeben durchschnittlich zu 97 $\frac{1}{4}$  pCt. Hierauf wurden Beträge in Höhe von ca. 25,4 Millionen Lstr. angemeldet zu Kursen zwischen 93 pCt. und 100 pCt. Die Einzahlungen hatten in 3 Raten zu erfolgen.

4. April 1901: 60 Millionen Lstr. 2 $\frac{3}{4}$ proz., ab 1903 2 $\frac{1}{2}$ proz. Konsols, die erste Konsolanleihe seit 1856. Hiervon wurden zur Schonung des Geldmarktes 30 Millionen Lstr. im voraus fest an ein Konsortium zu 94 $\frac{1}{2}$  pCt. begeben und die andere Hälfte zum gleichen Kurse am 22. 4. 01 zur öffentl. Subskription aufgelegt. Bei der Zeichnung waren 3 pCt. Kautions in bar zu leisten. Die Einzahlungen hatten in 8 monatlichen Raten bis Dezember 1901 zu erfolgen. Subskribiert wurden rund 200 Millionen Lstr. Der Erfolg wurde erleichtert durch umfangreiche Beteiligung von Amerika und dem Kontinent, besonders französischer Banken. Der starke Kursrückgang nach der Emission bis auf 91 $\frac{5}{8}$  pCt. im Oktober erklärt sich in der Hauptsache daraus, dass im Mai 1901 in den Vereinigten Staaten eine scharfe Geld- und Wirtschaftskrisis ausbrach und deshalb die Amerikaner die übernommenen Konsolbeträge schon kurze Zeit nach der Uebernahme auf den ohnedies schlecht disponierten englischen Geldmarkt warfen.

5. April 1902: 32 Millionen Lstr. Konsols zu 93 $\frac{1}{2}$  pCt. zur öffentlichen Subskription aufgelegt; die Hälfte davon wurde zum selben Kurse Banken fest überlassen. Kautions 3 pCt. bei Zeichnung. Einzahlungen in sechsmonatlichen Raten, die letzte im Oktober 1902. Schon 3 Tage vor dem vorgesehenen Endtermin wurde wegen des zu erwartenden Erfolges die Zeichnungsliste geschlossen. Die Anleihe wurde 26 fach gezeichnet unter sehr starker spekulativer Beteiligung. Die gezeichneten Summen wurden pro rata der Zeichnungen reduziert; minimal wurden 100 Lstr. zugeteilt.

6. Mai 1903: 30 Millionen Lstr. 3proz. Transvaal-



anleihe (Kriegsentschädigungsanleihe) unter englischer Garantie. Insgesamt wurden durch 115 400 Zeichner 1174 Millionen Lstr. subskribiert; Zeichnungen unter 2000 Lstr. wurden nicht berücksichtigt; hierdurch ist die Mehrzahl der Subskribenten ausgeschaltet worden. Die Zeichnungskauttionen beliefen sich allein auf 32 Millionen Lstr. und verursachten vorübergehend eine recht empfindliche Geldspannung. Die Anleihe fiel gerade in die Zeit, in der der zweite Teil der Goschenkonversion vor sich ging.

Mit dieser Anleihe haben die englischen Staatsanleiheemissionen ihren Abschluss gefunden und bis heute ist eine weitere Vermehrung der fundierten Schuld nicht mehr erfolgt. Trotz dieser gewaltigen Kapitalabsorption hat sich während des Burenkrieges der englische Staatskredit dauernd über dem deutschen halten können; eine gerechte Belohnung für die weitgehende Schonung des heimischen Rentenmarktes fast ein halbes Jahrhundert lang. Von den grossen Kriegskosten, die Ritchie bis Ende März 1903 auf über 211 Millionen Lstr. angab, sind somit nur 92 Millionen Lstr. durch direkte Vermehrung der Konsols gedeckt und auf dem Anleihewege überhaupt insgesamt 159 Millionen Lstr. aufgebracht worden. Vom emissionstechnischen Standpunkt aus ist indessen zu bemängeln, dass die englische Finanzverwaltung bei Unterbringung ihrer Anleihen mehr Rücksicht auf sichere Uebernahme als auf gute Unterbringung im Volke genommen hat; die Banken, mit denen sie in Beziehung getreten ist, haben gewaltige Posten der neuen Anleihen übernommen, aber den endgültigen Absatz der Titres im Volke nicht entsprechend gefördert.

Zum Schlusse unserer Betrachtungen dürfte es angebracht sein, nochmals darauf hinzuweisen, dass die geringe Popularisierung ein Hauptgrund des gewaltigen Kursrückganges der Konsols ist. Man beginnt jetzt auch an massgebender Stelle einzusehen, dass es unpolitisch war, die vielen kleinen Kapitalisten zu vernachlässigen, da man auf sie doch nicht verzichten kann, und dass das Ideal der Klassierung nicht in der Besitzkonzentration in wenigen Händen liegt, sondern in weitestgehender Verteilung im Volke. Die jüngste Entwicklung scheint letzteren Weg zu nehmen und der Boden hierzu ist durch den Kursrückgang der Konsols geebnet; denn der derzeitige Preisstand kann im Vergleich mit dem anderer Marktwerte wohl als annähernd richtiger Massstab für die Bewertung des Staatskredites angesehen werden. Wenn sich dieser Prozess durchsetzt, werden allerdings jene früheren Rekordpreise in absehbarer Zeit nicht mehr erreicht werden, aber dafür dürfte eine solidere Grundlage gewonnen sein, welche den Staat von den schweren Enttäuschungen befreit, die bei der bisherigen forzierten Kapitalzufuhr zur öffentlichen Schuld notwendigerweise eines Tages sich einstellen mussten. Je mehr aber die Staatsschuld in alle Schichten des Volkes eindringt und je mehr Steuerzahler am Wohl und Wehe des Staatskredites interessiert werden, um so mehr wird durch die ausgleichende Tätigkeit der zahlreichen und stetig auftretenden Käufer und Verkäufer die Stabilität der Anleihekurse erhöht.

## Das Devisengeschäft in New York.

Von Dr. Richard Hauser, Berlin.

Der Devisenmarkt New Yorks ist ein völlig freier, es findet weder ein tatsächlicher Markt, etwa eine Versammlung in der Börse oder ähnliches, noch eine offizielle Notierung der Devisenkurse statt. Diese unterliegen vielmehr freier Vereinbarung der kontrahierenden Parteien. Zwischen den Parteien stehen die vermittelnden Makler, welche gegen eine Provision Käufer und Verkäufer zusammenzubringen trachten.

New York ist der wichtigste Devisenmarkt der Vereinigten Staaten; von den Binnenplätzen sind St. Louis und namentlich Chicago zu erwähnen, sie sind jedoch stark von New York abhängig und halten sich auch von Geschäften mehr spekulativer Natur fast ganz fern.

Das ausländische Wechselgeschäft war früher die Domäne der Privatbankiers und fast alle bekannten Häuser wie J. P. Morgan & Co., Brown Bros. & Co., sowie die deutsch-ameri-

kanischen Häuser Kuhn, Loeb & Co., Speyer & Co., I. & W. Seligmann & Co., Hallgarten & Co. widmeten diesem Geschäftszweige vorzügliches Interesse, seitdem jedoch Aktienbanken und Trustkompanien ihnen steigende Konkurrenz bereiten, ziehen sie sich mehr auf andere Gebiete, namentlich das lohnende Emissionsgeschäft zurück. Als gegenwärtig hervorragend im Devisengeschäfte sind folgende Institute zu nennen:

National City Bank, National Bank of Commerce, National Park Bank, Hanover National Bank und Guaranty Trust Co.

Den Aktienbanken kommt in der Konkurrenz mit den Privatbankiers der Umstand zugute, dass sie die ihnen in ungleich höherem Masse als jenen zur Verfügung stehenden billigen Depositengelder zeitweise im Wechselgeschäfte anlegen können. Die Anlage ist eine liquide, da man ja jederzeit die gegen europäische Guthaben gezogenen Tratten verkaufen kann. So zeigte z. B. die Guaranty Trust Co., welche eine Filiale in London unterhält, in ihrem Ausweise vom 28. Februar 1911 unter ca. 173 Millionen Dollar Gesamtaktiven ca. 27 Millionen Devisen.

Das an den Markt kommende Wechsel-Material ist ein relativ einheitliches, da eine geringe Zahl von Rohstoffen und Halbfabrikaten das Hauptkontingent der Ausfuhr darstellen. Mit steigender Industrialisierung des Landes treten jedoch an Stelle der Rohstoffe mehr und mehr Fertigfabrikate. Was noch weiter im Sinne der Gleichförmigkeit des Devisenmaterials wirkt, ist der Umstand, dass die meisten der exportierenden Unternehmungen in Trusts zusammengefasst sind; man denke nur an Standard Oil Co., American Tobacco Co., United States Steel Products Co., American Cotton Oil Co. und an die grossen Fleischversand-Häuser Armour und Swift. Diese grossen finanzkräftigen Unternehmungen sind natürlich in der Lage, sich beim Verkaufe ihrer Wechsel günstigere Preise zu sichern als kleinere Unternehmungen, und namentlich werden die Wechsel des Stahltrusts im allgemeinen nur wenig unter den für Bankier-Wechsel geltenden Sätzen begeben. Trotzdem so für den kaufenden Devisen-Bankier die Gewinnmöglichkeiten geringere sind, ziehen konservative Häuser diese Wechsel doch den Getreide- und Baumwollwechsell vor, welche letztere meist kleineren binnenländischen Firmen entstammen. Namentlich Baumwollwechsel wurden in letzter Zeit auf beiden Seiten des Ozeans mit Misstrauen betrachtet infolge von Unregelmässigkeiten, die bei Ausstellung von Baumwoll-Konnossementen vorgekommen waren. Um eine Wiederholung dieser Vorkommnisse zu verhindern, werden seitdem Baumwoll-Konnossemente mit besonderen Verifikations-Dokumenten versehen.

Die Art der Kursnotierung für die drei wichtigsten Länder ist die folgende:

Der Preis des Pfund Sterling wird in Dollar zu vier Dezimalstellen ausgedrückt, z. B. 4,8655. Es ist somit die Möglichkeit gegeben, die englische Währung um rund ein  $\frac{1}{10\,000}$  steigend oder fallend zu bewerten.

„Reichsmark“ wird notiert in Cents für vier Mark, wobei man Cents in  $\frac{1}{8}$  Bruchteilen ausdrückt, z. B. 95 oder  $95\frac{1}{8}$ . Man geht jedoch in Cent-Bruchteilen nicht weiter als  $\frac{1}{8}$  und nimmt die weitere Differenzierung so vor, dass man vom Produkte in amerikanischer Währung  $\frac{1}{64}$  Cent pro Dollar addiert oder subtrahiert. Ist z. B. die eine Notiz  $95\frac{1}{8}$ , so ist die nächst höhere Bewertung  $95\frac{1}{8} + \frac{1}{64}$ .

$$1000 \text{ M. zu } 95\frac{1}{8} = \frac{1000,95,125}{100,4} = 237,812$$

$$1000 \text{ M. zu } 95\frac{1}{8} + \frac{1}{64} = 237,81 + \frac{2,3781}{64} = 237,847$$

Die Notierung schreitet also um etwa  $1\frac{1}{2}$  auf 10 000 vorwärts.

Für die französische Währung drückt man den Dollar in Francs und Centimes aus, fortschreitend in  $\frac{5}{8}$  Bruchteilen eines Centimes.

Die weiteren Unterschiede werden dann wie in der Mark Notierung in  $\frac{1}{64}$  Cent pro Dollar angegeben. Z. B.

$$1 \text{ Dollar} = 5,20 \text{ Francs}$$

$$\text{oder } 1 \text{ Dollar} = 5,20\frac{5}{8} \text{ Francs}$$

$$\text{oder } 1 \text{ Dollar} = 5,20\frac{5}{8} - \frac{1}{64} \text{ Francs.}$$

Man kann auf diese Weise ebenfalls Unterschiede im Kurse von ca.  $1\frac{1}{2}$  auf 10 000 ausdrücken.

In allen drei Währungen notiert man Kabelzahlungen, Sichtwechsel bzw. Schecks, 60- und 90-Tage-Tratten.

Weiter wird ebenda notiert:  
cotton bills for payment: 4,83 $\frac{3}{4}$  à 4,84

Das Wall Street Journal veröffentlicht z. B. am 18. Mai 1911 folgende Kurse:

	Cables	Demand	60 days <sup>1)</sup>	90 days
Sterling opened . . . . .	4,8 55—4,8660	4,86 0—4,8635	4,84 $\frac{3}{8}$	4,83 $\frac{1}{2}$
„ closed . . . . .	4,8655—4,8660	4,8630—4,8635	4,84 $\frac{3}{8}$	4,83 $\frac{1}{2}$
Francs opened . . . . .	520 + $\frac{1}{64}$	520— $\frac{1}{32}$	—	5,23 $\frac{1}{8}$ + $\frac{1}{64}$
„ closed . . . . .	520 + $\frac{1}{64}$	520— $\frac{1}{32}$	—	5,23 $\frac{1}{8}$ + $\frac{1}{64}$
Marks opened . . . . .	95 $\frac{1}{8}$ + $\frac{3}{64}$	95 $\frac{1}{8}$ — $\frac{1}{32}$	—	94 $\frac{3}{8}$ — $\frac{3}{64}$
„ closed . . . . .	95 $\frac{1}{4}$ + $\frac{3}{64}$	95 $\frac{1}{8}$ — $\frac{1}{32}$	—	94 $\frac{3}{8}$ — $\frac{3}{64}$
Guilders opened . . . . .	—	40 $\frac{1}{4}$ + $\frac{1}{32}$	—	—
„ closed . . . . .	—	40 $\frac{1}{4}$ + $\frac{1}{32}$	—	—

Das Folgende sind Devisenkurse nach der Evening Post (16. Juli 1910):

Actual business closed as follows:  
sixty days . . . . . 4,8330 a 4,8340  
demand . . . . . 4,8535 a 4,8540  
cables . . . . . 4,8555 a 4,85 5

Commercial bills were:  
90 days . . . . . 4,82 $\frac{1}{4}$   
60 „ . . . . . 4,82 $\frac{3}{4}$  a 4,83 $\frac{1}{4}$

Zur Erklärung sei bemerkt, dass die zuerst erwähnten Raten bankers bills bedeuten; sie sind von einem amerikanischen Bankier auf einen europäischen gezogen, repräsentieren höhere Sicherheit als Warenwechsel und erzielen deshalb etwas höhere Raten. Im obigen Falle sind für 60-Tage-Wechsel im Minimalkurse 55 Punkte, im Maximalkurse 15 Punkte Unterschied. Unter sich zeigen die 60-Tage-Bankier-Wechsel zwischen höchstem und niedrigstem Kurse 10 Punkte Unterschied, die Warenwechsel jedoch 50 Punkte, was auf grössere Verschiedenartigkeit des Materials hinweist.

Wichtig für die Bewertung von Warenwechseln ist, ob dieselben von Dokumenten begleitet sind, da sie dem Bankier im Falle der Nichtzahlung der Tratte ein Faustpfand an den verschifften Waren gewähren. Die Dokumente sind je nach Instruktion des Verschiffers gegen Akzept der Tratte, oder gegen Bezahlung derselben auszuliefern. Von der ersten Art sind fast ausnahmslos die auf Banken gezogenen Wechsel; sie werden im allgemeinen zum Privatskont in Europa diskontiert. Sind jedoch die Dokumente nur gegen Zahlung auszuliefern, so hat der Bankier die Waren in der Zwischenzeit einzulagern, was für ihn eine erhöhte Mühwaltung bedeutet. Dem Akzeptanten ist jedoch freigestellt, jederzeit, auch vor Verfall, die Tratte einzulösen, und es wird ihm dann in Deutschland usancemässig der Reichsbankdiskont bewilligt. Deshalb sind Wechsel gegen Zahlung auf Deutschland niedriger im Kurse als solche gegen Akzept. In England jedoch wird in diesem Falle der Rabatt mit 1 pCt. unter Banksatz bemessen, was höher oder niedriger als Privatsatz sein kann und demnach den Wert im Verhältnis zum Akzept-Wechsel bestimmt. Zu erwähnen ist noch, dass Wechsel über Getreidevers Schiffungen „in bulk“, d. h. bei denen das Getreide ohne Zuhilfenahme von Säcken direkt im Schiffe verladen ist, fast ausnahmslos sofort unter Rabatt bezahlt werden, da sonst erhebliche Liegekosten zu bestreiten sein würden. Dokumentenwechsel gegen Zahlung werden von kontinentalen Banken im allgemeinen diskontiert, nicht aber von englischen.

Am 19. Mai 1911 veröffentlicht das „Commercial and Financial Chronicle“ folgende Raten:

Commercial on banks, d. h. also gegen Akzept  
4,83 $\frac{3}{4}$  à 4,84  
documents for payment 4,84 à 4,84 $\frac{1}{4}$ .

Da am gleichen Tage für<sup>2)</sup> „bills to arrive“ 2 $\frac{1}{4}$  pCt. Discout in London notiert wurde, während der Banksatz 3 pCt. betrug, für Zahlungsverwechsel also nur 2 pCt. Rabatt gerechnet wurde, so erklärt sich der höhere Kurs derselben.

<sup>1)</sup> Die übliche Notierungsform ist in Dezimalen.

<sup>2)</sup> Wechsel, welche mit dem nächsten Dampfer New York verlassen werden, im Gegensatz zur „spot“ Notierung für schon in Europa befindliches Papier.

grain bills for payment 4,84 à 4,84 $\frac{1}{4}$ .

Getreide-Wechsel, wie oben erwähnt; also etwas höher. Alle Kurse sind „actual rates“. Die Zeitungen erwähnen meist auch noch etwas höhere „posted rates“, zu denen Schecks in kleineren Beträgen abgegeben werden.

Wechsel auf englische Kolonien tragen meist die Kolonial-Klausel:

„Payable with exchange (British and colonial stamps added) at the current rate in London for negotiating bills on the Colonies.“

Durch diese Klausel wird ein Pfund Sterling in irgend einem Punkte der Welt auf den Londoner Wert gebracht und wird somit der kaufende Devisen-Bankier in die Lage gesetzt, Wechsel auf die Kolonien auf der Basis des Kurses auf London zu kaufen, allerdings unter Berücksichtigung des durch Ausreise des Wechsels und Heimreise des Gegenwertes resultierenden Zinsverlustes.

Die ost-asiatische Klausel legt auch diesen Zinsverlust auf die Schulter des Trassanten:

„Payable at the drawing rate for demand draft on London with interest at 8 pCt. added thereto from date hereof to approximate date of arrival of remittance in London“.

Je höher die zu vergütenden Zinsen sind, umso attraktiver ist die Kapitalanlage in solchen Wechseln und somit ihr Preis.

In ähnlicher Weise tragen Wechsel auf Italien, Schweiz und Belgien meist den Vermerk:

„Payable at the rate for check on Paris.“

Der praktische Betrieb des Devisengeschäftes stellt sich in New York so dar, dass Warenwechsel von meist 60—90tägiger Laufzeit gekauft und sogleich in Europa zum Diskont gebracht werden. Der Ankauf geschieht direkt von den Kunden der Bank oder durch Vermittelung von Maklern „im Markte“. An den Markt gehen und dem Höchstbietenden die Wechsel überlassen, können natürlich nur Unternehmungen von unzweifelhaftem Kredite. Sofortige Diskontierung der langen Wechsel in Europa ist jedenfalls die Regel, da man das Geld ja in New York meist zu höheren Sätzen verwerten kann als man hier Diskont zahlt. Es kommt jedoch auch der umgekehrte Fall vor, dann werden die Wechsel in Europa erst bei Verfall eingezogen. Gegen die so geschaffenen Guthaben verkauft dann der Bankier seine eigenen Tratten an Importeure und wer sonst Bedarf hat. Diese Abgaben sind überwiegend kurz, ja manche Häuser geben lange Tratten überhaupt nicht ab. Ausser Tratten spielen noch Zahlungsanweisungen und Kabelzahlungen eine Rolle. Das Geschäft konzentriert sich auf die der Abfahrt eines Postdampfers vorausgehenden Tage. Die Zahlung aller Operationen erfolgt am Tage der Abfahrt des Dampfers, die Lieferung am Tage vorher. Konservativem Prinzip entspricht es, Käufe und Verkäufe ständig auf möglichst gleicher Höhe zu halten, um sich nicht dem Risiko der Valutenschwankungen auszusetzen. Da sich natürlich Käufe und Verkäufe in Warenwechseln nicht immer die Wage halten, muss man für den Ueberschuss sich natürlich dem Zufall aussetzen, oder man deckt durch Kauf oder Verkauf eines Schecks von oder an einen anderen Bankier, mit dem man jedoch auf diese Weise indirekt den Gewinn teilen muss, da Kauf und Verkaufskurse für Bank-Wechsel oder Schecks weniger differieren als für Warenpapiere. Die Gewinne im Devisen-

geschäfte, die früher einmal ganz belangreiche waren, sind mit steigenden Umsätzen mehr und mehr zurückgegangen, und heute bildet oft  $\frac{1}{64}$  Cent pro Dollar die untere Gewinnmarge, doch werden natürlich an manchen Geschäften noch wesentlich höhere Gewinne erzielt, meist jedoch bei gesteigertem Risiko. Die Aktienbanken zeigen bei ihren oft sehr bedeutenden Umsätzen noch immer nicht unerhebliche Profite, während die Privatbankiers soweit sie überhaupt noch das Devisengeschäft selbständig betreiben, es tun, um beständig mit dem europäischen Geschäft in Fühlung zu bleiben. Versuche, durch gegenseitiges Uebereinkommen, den Devisenmarkt auf eine profitable Basis zu stellen, haben bisher zu keinem Ergebnis geführt, da naturgemäss hier ein gemeinsames Handeln wesentlich schwieriger ist als im Effektenmarkte, wo auf Aufrechterhaltung der Provision seitens der Börse eifersüchtig gewacht wird. Die Maklerkommissionen haben dieselbe fallende Tendenz entwickelt und sind von dem früher üblichen Satze von  $\frac{1}{32}$  pCt. auf  $\frac{1}{64}$  und oft noch weniger gefallen.

#### Finanztratten.

Die technische Form der Operationen ist die folgende: Der amerikanische Bankier zieht auf einen europäischen Korrespondenten Tratten in runden Beträgen von meist 50 Tage, aber auch kürzerer Laufzeit. Der Korrespondent empfängt dafür eine Provision, welche als  $\frac{1}{4}$  pCt. für drei Monate angenommen werden kann. Durch Verkauf der Tratten kann dann entweder in New-York oder auf dem europäischen Platze ein verfügbares Guthaben geschaffen werden. In London haben grosse Privathäuser das Akzeptieren von Wechseln — Wares- und Finanzwechseln — zur Spezialität ausgebildet und haben so im Laufe der Zeit einen Blick für Güte und Zuverlässigkeit fremder Trassanten erworben, der es ihnen ermöglicht, bedeutende Risiken an Akzepten zu übernehmen. Der Trassant ist verpflichtet, spätestens am Verfalltage Deckung zu schaffen und hat zur Sicherung in den meisten Fällen erstklassige marktfähige Wertpapiere mit genügender Marge bei einer amerikanischen Trustkompanie zu hinterlegen. Doch geniessen konservative Häuser in gewissen Grenzen auch Kredite ohne derartige Sicherstellung des Akzeptanten. In kritischen Zeiten verlangen die Akzepthäuser wohl auch die Hinterlegung der Wertpapiere bei europäischen Instituten. Eine Reihe der grossen Privathäuser und Aktienbanken, welche eigene Häuser in London und Paris haben, ziehen meist auf diese. Sie sparen so die Akzeptprovision und brauchen natürlich keine Effekten zu verpfänden, doch werden derartige „Haustratten“, eben weil für ihre Schaffung an und für sich keine Grenze gezogen ist, in Europa nicht gern gesehen. Selbst die allerersten Häuser verkaufen ihre Haustratten in New York, da sie in Europa nur schwer und zu hohem Diskont begeben werden könnten. In New York erhalten sie jedoch einen Kurs von  $\frac{1}{32}$  pCt. oder auch nur  $\frac{1}{64}$  pCt. unter dem Marktpreise für erstklassiges Papier, was für den Trassanten noch immer eine Ersparnis bedeutet. Mit dem Giro eines unabhängigen Hauses versehen, erzielen dann auch die „Haustratten“ die Annahme zum Privatsatze in Europa. Während also Haustratten auch von allerersten Firmen z. B. J. P. Morgan & Co. in New York begeben werden, halten gute Häuser darauf, ihre Tratten auf Korrespondenten stets direkt in Europa zu diskontieren, da Verkauf in New York zu ungünstigen Rückschlüssen auf den Kredit der Firma Veranlassung geben mag.

Die Beträge, welche auf dem Wege der Finanztratten dem europäischen Markte entzogen wurden, haben im letzten Jahrzehnte zeitweise enorme Proportionen angenommen und dürften 500 Millionen Dollar oft wesentlich überschritten haben. Das so erhaltene Geld wird entweder in Diskont von Warenwechseln oder in Zeitdarlehen an der Effektenbörse angelegt. Dies setzt voraus, dass die Zinsen, welche dafür in New York erzielt werden, wesentlich höhere sind, als die in Europa für Diskont und Kommission entstehenden Unkosten. Ein sehr wichtiger Punkt ist jedoch auch der Stand der Wechselkurse im Augenblick der Begebung und der voraussichtliche Wechselkurs z. Z. des Verfalls der Tratte. Die meisten Finanzwechsel werden natürlich *ceteris paribus* zu Zeiten hoher Kurse gezogen, da ja der Verkäufer dann für einen gegebenen Betrag in fremder Währung einen verhältnismässig hohen Gegenwert in Dollars erhält. Sind dann bei Verfall der Tratte die Wechselkurse hohe, so kann die end-

gültige Begleichung hinausgeschoben werden, indem durch Diskont neuer Wechsel die alte Schuld beglichen wird, wenn jedoch die New Yorker Zinssätze fallen, so nötigen sie schliesslich ein „Abdecken“ der Tratten. Ein niedriger Kurs ist dann natürlich sehr erwünscht, da in diesem Falle für die fremde Währung weniger in Dollars aufgewandt zu werden braucht. Wenn infolge von Hochkonjunktur oder lebhafter Börsenspekulation die zu erzielenden Zinsen besonders remunerativ erscheinen, werden derartige Operationen oft auf lange Zeit ausgedehnt, wie z. B. im Jahre 1906, da jedoch mit ihrer Zurückziehung jederzeit gerechnet werden muss, so verleiht die Existenz derartiger Positionen grösseren Umfanges dem Markte den Charakter der Unsicherheit.

Tatsächlich werden jedoch Finanztratten zu allen Jahreszeiten, auch bei niedrigsten Kursen gezogen, was teilweise in der Organisation, oder besser mangelnden Organisation, des New Yorker Geldmarktes seinen Grund hat. Ein Privatbankier möge einen grossen Posten Aktien eines neugegründeten Industrie-Unternehmens übernommen haben. Wenn der Verkauf nicht sofort gelingt, würde ein erheblicher Teil seines Kapitals gebunden sein. Nach europäischer Art auf ein befreundetes Haus zu ziehen und das Akzept zu diskontieren ist nicht möglich, da ein Diskontmarkt in Amerika nicht existiert. Die sonst übliche Art der Aufnahmen eines Darlehns bei einer Bank gegen Verpfändung der Sekuritäten ist kaum gangbar, da eine Bank nur marktgängige, wohlbekannte Prima-Effekten in genügender Höhe und zu befriedigendem Satze beleiht. Da auch europäische Akzeptanten Hinterlegung von Primapapier im allgemeinen zur Voraussetzung machen, so wird die Methode des „joint account“ gewählt, d. h. der gemeinsamen Rechnung. Der amerikanische Bankier zieht dann auf einen oder mehrere seiner Korrespondenten, die in diesem Falle nicht auf eine Kommission angewiesen bleiben, sondern an Gewinn und Verlust der gesamten Transaktion beteiligt sind. Derartige Finanztratten, die dann ebenso wie oben erwähnt, diskontiert werden, pflegen meist bei Verfall unabhängig von Zinssätzen und Wechselkursen erneuert zu werden, bis zur endgültigen Liquidation durch Verkauf der Effekten. Dies Beispiel zeigt uns, wie wichtig für jede Finanztransaktion grossen Stiles die Mitwirkung europäischer Häuser ist; selbst wenn man nicht damit rechnete, dass dieselben die fraglichen Effekten endgültig übernehmen, sichern sie die Verfügbarkeit der nötigen Kredite zu mässigen Sätzen. Selbst zur Zeit der grössten Kredit-Bilanz Amerikas in London im Frühjahr 1911 wurden lange Wechsel zum Diskont gebracht, meist wohl derartigen Ursprungs. Eine Anzahl langer Wechsel entstanden auch so, dass New Yorker Häuser mit Filialen in London lang auf diese zogen und die Tratten in New York verkauften, um für den Gegenwert Schecks London einzukaufen und ihrer Filiale zur Verfügung zu stellen.

Ein weiterer Fall, der zur Schaffung von Finanztratten führt, ist der Ankauf von Effekten seitens europäischer Häuser in der Hoffnung steigender Kurse. Der Käufer lässt dann nicht wie üblich, kurz, sondern lang auf sich ziehen, in der Erwartung, dass er während der Laufzeit des Wechsels die Effekten mit Gewinn wieder abstossen und so den Wechsel decken kann.

#### Termingeschäfte in fremden Wechseln.

Geschäfte in „futures“ müssen durchaus nicht spekulativer Natur sein, sondern dienen im Gegenteil oft dazu, Spekulationen zu vermeiden. Oben ist erwähnt worden, dass beim Ziehen von Finanztratten zur Zeit hoher Wechselkurse stets mit einem niedrigeren Stande derselben zur Zeit des Verfalls der Tratten gerechnet werden muss, und dass ein Fehlschlagen dieser Erwartung eine Quelle des Verlustes für den Trassanten werden kann. Dieses Risiko zu vermeiden, bietet sich nun eine Gelegenheit, indem nämlich gleich bei Kreierung oder während der Laufzeit der Tratten mit einem anderen Bankier oder Kaufmann ein Vertrag auf Lieferung von Schecks in entsprechendem Betrage und zu festgelegtem Kurse abgeschlossen wird. Exporteure sind zu derartigen Lieferverträgen meist gern bereit; ihre europäischen Käufer verlangen von ihnen zu jeder Jahreszeit Offerten für Lebensmittel, Baumwolle und andere Artikel, für welche Lieferung erst nach Monaten erfolgen soll. Will der Exporteur, der meist in fremder Währung fakturieren muss, das Valutarisiko vermeiden, so bietet sich ihm eine Möglichkeit, durch

Verkauf der Wechsel auf spätere Lieferung; auf diese legitime Quelle ist ein grosser Teil der in New York gehandelten „futures“ zurückzuführen.

Oben wurde schon darauf hingewiesen, dass Dokumentenwechsel gegen Zahlung in England nicht diskontiert werden können. Da nämlich der Trassant jederzeit in der Lage sein muss, die Akzente aufzunehmen, so kann der diskontierende Bankier diese Wechsel nicht gut rediskontieren, sein Kapital ist somit unter Umständen bis zum Zahltag des Wechsels festgelegt und dies wollen konservative englische Häuser vermeiden. Für den amerikanischen Bankier ergibt sich nun beim Ankauf derartiger Wechsel folgende Lage: Er könnte dagegen Wechsel von gleicher Laufzeit verkaufen, um diese Transaktion auszugleichen und so das Valutarisiko zu vermeiden. Das wird sich jedoch nicht immer ermöglichen lassen. Sichttratten dagegen zu verkaufen, würde wohl das Valutarisiko vermeiden, ihn jedoch bei der Unbestimmtheit der Aufnahme der Zahlungswechsel der Gefahr aussetzen, sein Konto zu überziehen und so hohe Zinsen zahlen zu müssen. Der Verkauf von „futures“ bildet hier eine annähernde Lösung. Nehmen wir an, die zur Gutschrift nach London geschickten Wechsel seien von 90 Tagen Laufzeit. Erfahrungsgemäss hat der Bankier dann schon festgestellt, dass z. B. ein Drittel gewöhnlich innerhalb der ersten 10 Tage, ein weiteres Drittel innerhalb des ersten Monats und ein weiteres Drittel erst bei Verfall aufgenommen zu werden pflegt. Er wird demgemäss entsprechende Beträge Sterling-Schecks auf Lieferung für die entsprechenden Termine verkaufen.

#### Reportgeschäfte. Payment — Repayment.

Reportierung kurzfristiger Effekten, meist bei Londoner oder Pariser Häusern in Verbindung mit einer Valutaspekulation auf einer der beiden Seiten, zählt zu den geläufigeren Transaktionen im New Yorker Devisenmarkte. Nehmen wir einen Fall: Ein New Yorker Haus kauft im Frühjahr 1 000 000 Dollar 3¾proz. New York City Revenue Bonds, rückzahlbar am 1. November desselben Jahres, und reportiert dieselben sogleich in London auf 3,60proz. Basis und gesichertem Kurse. Das heisst, die Effekten werden dem Londoner Bankier verkauft, gegen die Verpflichtung, sie am ersten November zurückzukaufen und ihm denselben Betrag in Pfund Sterling zu zahlen, den er beim Kaufe aufgewandt hat. Für die Laufzeit erhält das Londoner Haus 3,60 pCt. Zinsen, was bei den gewöhnlich niedrigen Zinssätzen Londons genügend attraktiv erscheint. Ein Valutarisiko ist in diesem Falle auf europäischer Seite nicht vorhanden, da der Verkäufer sich verpflichtete, denselben Betrag in englischer Währung zurückzahlen, den er erhalten hat. Das New Yorker Haus verdient an der Transaktion 0,15 pCt. Zinsdifferenz pro rata temporis, trägt jedoch das Valutarisiko, insofern nämlich, als es beim Verkaufe der Effekten auf das englische Haus einen Scheck in Pfund zog und denselben verkaufte, bei Beendigung der Transaktion nun als Käufer eines Schecks im selben Pfundbetrage an den Markt zu gehen hat; es hängt natürlich von der Höhe des Wechselkurses ab, wieviel dafür in Dollarwährung aufzuwenden ist. Da die Fälligkeit der Effekten in unserem Falle auf 1. November fällt, wo gewöhnlich niedrige Kurse vorherrschen, so wird das Valutarisiko sich als ein Gewinn darstellen. Will der Verkäufer jedoch ganz sicher gehen und jede Spekulation ausschliessen, so kann er während der Laufzeit des Geschäftes durch Kauf von „futures“, Schecks auf Lieferung am Verfalltag, die Transaktion für sich abschliessen. Wie im vorliegenden Falle auf „Pfund-Sterling-Basis“ kann das Geschäft auch auf Dollarbasis abgeschlossen werden, wobei dann der europäische Kontrahent das Valutarisiko zu tragen hat.

Derartige Geschäfte werden in erheblichem Umfange getätigt und haben den Effekt der Uebertragung europäischer Geldmittel nach New York. Wie mit City Bonds könnten diese Geschäfte auch mit anderen kurzfristigen Obligationen gemacht werden. Das wesentliche ist ein bestimmter Verfalltag, welcher dem New Yorker Kontrahenten den Eingang eines festen Betrages in Dollars sichert. Der Verfalltag darf nicht zu weit hinausliegen, da sonst die Effekten von europäischen Häusern als liquide Anlage, dem Wechsel vergleichbar, nicht in Frage kommen würden.

Die bisher erwähnten Finanztransaktionen zeigen uns die Vereinigten Staaten in der Rolle des Debitoren-Staates, und dieses Verhältnis zu Europa ist tatsächlich das Normale.

Denn neben einer auf etwa 6 Milliarden Dollar bezifferten langfristigen Schuld — repräsentiert in Aktien und Obligationen — ist das Land Europa gegenüber oft für mehrere hundert Millionen Dollar, die durch Finanztratten entnommen sind, verpflichtet. In den letzten zwei Jahren ist jedoch in den kurzfristigen Kreditverhältnissen eine Verschiebung eingetreten, welche die Union zum Gläubiger Europas für vielleicht hundert Millionen Dollar gemacht hat. Der Grund liegt in den wenig günstigen wirtschaftlichen Verhältnissen drüben und der aktiven Geschäftstätigkeit in Deutschland und England, die auf dem europäischen Markte höhere Zinssätze als in den Staaten hervorbrachte. Der Zustand ist zweifellos nur ein vorübergehender, und mit der Rückkehr der Unternehmungslust in den Staaten wird auch im kurzfristigen Kreditverhältnis Europa bald wieder seine alte Rolle als Gläubiger übernehmen und noch für absehbare Zeit behalten.

Technisch vollzieht sich die Geldübertragung von Amerika nach Europa anders als umgekehrt, es werden keine Finanztratten auf drüben gezogen, sondern es findet einfache Buchübertragung statt, vielfach ohne Sicherstellung des Geldgebers.

#### Goldbewegungen.

Wie für die kontinentalen Finanzzentren so ist auch für New York der Londoner Markt von vorherrschender Bedeutung. Auf Grund der täglich einlaufenden Kabelmeldungen der Londoner Wechselkurse im Verein mit Angebot und Nachfrage im eigenen Markte bilden sich zunächst die Wechselkurse auf London, während Kurse für Mark-, Franken- und andere Währungen vorwiegend auf Arbitrageoperationen beruhen, die fast ausschliesslich telegraphisch vor sich gehen.

Wenn der Kurs für Scheck auf London sich auf 4,90 steigert, wird es für den Bankier gewinnbringend, Gold in New York zu kaufen und nach Ueberführung in London zu verkaufen. Die Notierung von 4,90 für das Pfund Sterling bildet deshalb den oberen Goldpunkt, während der untere oder Goldimportpunkt 4,84 ist, beide Grenzen unterliegen jedoch gewissen Schwankungen, wofür, abgesehen von den Zinssätzen, namentlich der wechselnde Ankaufspreis von „Eagles“ in London verantwortlich ist. Die Unkosten für Goldverschiffungen von und nach London belaufen sich auf etwa ½ pCt.<sup>3)</sup> Nächst London kommt für Goldverschiffungen namentlich Paris in Betracht; auch Versendungen nach Buenos Aires für englische Rechnung sind häufig. Goldverschiffungen werden von einigen Foreign Bankers in New York als Spezialität ausgebildet, doch wird es oft mehr des Renommées als des bescheidenen direkten Gewinnes wegen getan. Die Verschiffungen innerhalb der letzten sechs Jahre waren

	Goldexporte Dollar	Goldimporte Dollar
1909 . . .	91 531 818	44 003 989
1908 . . .	72 432 924	148 337 321
1907 . . .	51 399 176	114 510 249
1906 . . .	38 573 591	96 221 730
1905 . . .	92 594 024	53 648 961
1904 . . .	81 459 986	99 055 368

#### Kredit-Briefe

Zu den lohnenderen Transaktionen in foreign exchange gehört das Geschäft in Kreditbriefen. Reise-Kreditbriefe sowohl als solche für Warenimporte werden meist auf ein Londoner Haus ausgestellt, da die dagegen gezogenen Schecks oder Wechsel, wenn auf Pfund Sterling lautend, am besten begeben werden können. Der Londoner Bankier erhält für seine Dienste und eventuell sein Akzept eine Provision, zuweilen werden die Geschäfte jedoch auch für gemeinschaftliche Rechnung ausgeführt. Das Warenkredit-Geschäft wird namentlich von schwächeren Firmen gesucht, da es erhebliche Umsätze ohne wesentliche Inanspruchnahme eigener Mittel ermöglicht.

#### Neuerliche Kursentwicklung.

Mit steigendem Umfange der internationalen finanziellen Transaktionen hat die Regelmässigkeit der Kursbewegung in den letzten Jahren merklich gelitten. Dieser Einfluss ist ein um so stärkerer, als er ein unregelmässiger und meist

<sup>3)</sup> Margraff, International Exchange.

für kurze Zeit in Erscheinung tretender ist. Die Unterbringung einer grösseren amerikanischen Anleihe in Europa hat natürlich infolge starken Wechselangebots eine drückende Tendenz auf die Wechselkurse, während Rückzahlungen amerikanischer Verbindlichkeiten entgegengesetzt wirken.

Die beifolgende Tabelle I zeigt die monatlichen Ausfuhrüberschüsse der Jahre 1907—1910 in Millionen Dollars, sowie den Durchschnitt für diesen Zeitraum. Der Ausfuhrüberschuss ist am geringsten im Hochsommer, um dann im Herbste, beginnend mit September, steigende Proportionen anzunehmen. Das Maximum ist erreicht im Dezember, doch ergeben auch Januar und Februar noch erhebliche Ueberschüsse.

Tabelle II demonstriert den Einfluss, den das Ueberangebot der aus den Exporten stammenden Wechsel auf den Markt haben muss. Das Maximum der Wechselkurse im Durchschnitt der vier Jahre liegt im Juni, der Zeit geringer Ausfuhrüberschüsse, das Minimum im Oktober, wenn die Ausfuhr bereits erheblich gestiegen ist. Die Extreme der Kurse eilen denen der Warenbewegung in beiden Fällen je

I. Ausfuhrüberschüsse. (Minuszeichen bedeutet Einfuhrüberschüsse.)

	Januar	Februar	März	April	Mai	Juni	Juli	August	S. pt.	Okt.	Nov.	Dez.
1907	62,7	36,5	28,5	27,8	8,2	25,2	3,9	1,4	28,9	68,3	93,5	114,8
1908	121,1	83,—	52,4	45,9	29,5	23,2	16,7	19,2	40,8	69,9	57,3	76,9
1909	53,1	7,3	6,4	3,—	7,2	—7,2	—3,1	—7,3	32,9	73,—	53,4	33,7
1910	10,7	—5,5	—19,3	—0,8	12,2	8,10	—2,6	—3,6	51,6	83,6	76,8	90,5
Durchschnitt:	61,9	30,33	17,—	18,98	14,28	12,33	3,73	2,43	38,55	73,70	70,25	78,98

II. Durchschnitts-Kurse für Sichtwechsel auf London.

1907	4,8514	4,8459	4,8402	4,8498	4,8641	4,8697	4,8685	4,8688	4,8590	4,8554	4,8594	4,8572
1908	4,8580	4,8641	4,8624	4,8669	4,8709	4,8694	4,8688	4,8649	4,8614	4,8634	4,8594	4,8674
1909	4,8726	4,8722	4,8795	4,8759	4,8766	4,8784	4,8761	4,8666	4,8627	4,8640	4,8730	4,8761
1910	4,8659	4,8634	4,8706	4,8770	4,8715	4,8668	4,8509	4,8603	4,8628	4,8625	4,8584	4,8545
Durchschnitt:	4,8620	4,8614	4,8632	4,8674	4,8708	4,8711	4,8661	4,8652	4,8615	4,8613	4,8626	4,8638

## Gerichtliche Entscheidungen.

### Bürgerliches Recht.

#### BGB. § 123.

1. Anfechtung eines Kaufs von Wertpapieren wegen wesentlich unrichtiger Auskunftserteilung seitens des Prokuristen des verkaufenden Bankiers.
2. Arglistig ist eine Auskunft schon dann vom Bankier erteilt, wenn er dem kaufenden Kunden vorgibt, nach seiner Erkundigung biete das Papier gute Chancen, während er sich über das Papier nicht erkundigt hat.

RG. Ziv.-Sen. II vom 2. April 1912, II, 46, 12<sup>1</sup>).

Tatbestand.

Die Parteien standen während längerer Zeit in laufendem Geschäftsverkehre. Nach den für diesen Verkehr massgebenden allgemeinen Bedingungen der beklagten Bank, denen der Kläger sich unterworfen hat, erteilte die Beklagte Auskünfte und Ratschläge nach bestem Wissen, jedoch unter Ablehnung jeder Verbindlichkeit. Am 7. Dezember 1909 kaufte der Kläger von der durch ihren Prokuristen S vertretenen Beklagten 1000 Golden Rhodesia Shares zum Preise von 4,6 Sh. für das Stück. Das Konto des Klägers wurde darauf unter dem 29. Dezember 1909 mit 4635,45 M. belastet. An demselben Tage wurden ihm für 1000 Sheba Shares, die er verkaufte, 5112,95 M. gutgeschrieben. Das Konto des Klägers wurde am 30. April 1910 mit einem Passivsaldo von 2620 M. abgeschlossen. Der Kläger hat diesen Betrag unter Protest gezahlt und die Abnahme der am 7. Dezember 1909 gekauften Shares und des darauf bezüglichen Transfers verweigert. Mit der vorliegenden Klage verlangte er die Zahlung von 4635,45 M. nebst Zinsen. Er stützte den Anspruch auf die Behauptung, dass die Beklagte die ihr als Bankier obliegenden Pflichten bei dem Kaufe der Golden Rhodesia Shares, die völlig wertlos

2 Monate voraus. Die Erklärung liegt darin, dass Exporteure oft schon mehrere Monate vor Verschiffung der Waren auf europäische Kunden ziehen. Auch kommen Wechsel auf den New Yorker Markt, während sich die Waren noch auf dem Transporte vom Westen her befinden, was mehrere Wochen in Anspruch nehmen kann. Doch genügt schon das erste Faktum zur Erklärung der Verschiebung völlig.

Zusammenfassend können wir sagen, dass auch im Durchschnitt der letzten vier Jahre die Zusammenhänge zwischen geringen oder starken Ausfuhrüberschüssen und Wechselkursen sehr wohl noch erkennbar sind, wenngleich die Unterschiede zwischen höchsten und niedrigsten Kursen keine so erheblichen sind. Dies ist eine an sich erfreuliche Erscheinung, die in Vortrassierungen von Exporteuren, Finanztratten und Termingeschäft in Wechseln begründet ist. Diese verhältnismässige Regelmässigkeit beschränkt sich allerdings auf den Durchschnitt der vier Jahre; in den einzelnen Jahren für sich betrachtet, erscheint die obige Kritik unregelmässiger Schwankungen wohl begründet zu sein.

sein, durch unrichtige Auskunftserteilung verletzt habe. Die Beklagte trat der Klage entgegen und erhob Widerklage auf Abnahme des Transfers. Das Landgericht I zu Berlin erkannte durch die Urteile vom 14. Oktober und vom 25. November 1910 nach den Anträgen der Beklagten.

Der Kläger legte Berufung ein. Im Laufe des Berufungsverfahrens erklärte er, dass er das streitige Geschäft wegen arglistiger Täuschung, verübt durch den Prokuristen S. der Beklagten, anfechte. Das Kammergericht machte durch Urteil vom 12. Dezember 1911 zur Klage und Widerklage die Entscheidung abhängig von einem richterlichen Eide des Klägers des Inhalts, dass S. dem Kläger vor der Bestellung der Golden Rhodesia Shares erklärt habe, er, S., habe sich nach dem Papier erkundigt, es biete gute Chancen.

Die Revision der Beklagten ist aus folgenden Gründen zurückgewiesen:

Das Berufungsgericht hält den Anspruch des Klägers als Schadenersatzanspruch dann für begründet, wenn der Prokurist S. bei dem Kaufe der Papiere dem Kläger, wie dieser behauptet, die unter den Eid gestellte Mitteilung über die Papiere gemacht hat. Es führt aus, daß S. in diesem Falle, weil seine Angaben über die Aussichten der Papiere frei erfunden gewesen wären, einen arglistigen Rat erteilt hätte, für den die Beklagte nach den Grundsätzen über die vertragliche Haftung des Bankiers einzustehen habe. Nach dem Ergebnisse der Verhandlung sah es die Behauptung des Klägers als in hohem Grade glaubhaft gemacht an. Dem Vorbringen des Klägers daß S. wider besseres Wissen und in arglistiger Weise auch den unrichtigen Betrag von 5 Sh. als Kurspreis angegeben habe, legte es keine Bedeutung bei, weil dem Kläger zu dem geringeren Preise von 4,6 Sh. verkauft worden sei, woraus folge, daß insoweit nur eine nicht ernstlich gemeinte Anpreisung vorgelegen habe. Weiter ist erwogen, der arglistig Getäuschte könne mindestens das negative Vertragsinteresse verlangen, d. h. er könne die Herstellung des Zustands beanspruchen, der bestanden hätte, wenn er nicht getäuscht worden wäre, im vorliegenden Falle hätte der Kläger ohne die Täuschung die Papiere gar nicht gekauft, der herzustellende Zustand sei

<sup>1</sup>) Mitgeteilt vom Reichsgerichtsrat Könige.

deshalb der, daß die Beklagte die noch in ihrem Besitze befindlichen Papiere behalte und den gezahlten Preis dem Kläger zurückerstatte. Dem hierauf gerichteten Verlangen des Klägers könne nicht entgegengehalten werden, dass die Rückgängigmachung eines durch arglistige Täuschung veranlassten Vertragsabschlusses nur im Falle der Anfechtung zuzulassen sei, denn der Kläger habe — im Laufe der Berufungsinstanz — den Vertrag rechtzeitig angefochten. Die mit Bezug auf die Anfechtung erhobene Einrede der Klageänderung sei unbegründet, weil die Anfechtung nicht den Klagegrund bilde, Klagegrund vielmehr das dargelegte arglistige Verhalten bei der Ratserteilung sei.

Gegen diese Ausführungen besteht zunächst das rechtliche Bedenken, dass das Berufungsgericht die verschiedenen in Betracht kommenden Rechtsbehelfe des Klägers — Vertragsanspruch, Anspruch aus § 826 des Bürgerlichen Gesetzbuchs und Anfechtung nach § 123 daselbst — in unzulässiger Weise vermengt. Ausserdem ist, was den Vertragsanspruch und den Anspruch aus § 826 betrifft, nicht beachtet, dass insoweit nicht die Feststellung der arglistigen Ratserteilung genügt, sondern dass es auch noch der Feststellung des dem Kläger dadurch zugefügten Schadens bedürft hätte. Trotzdem war das Urteil aufrechtzuerhalten, weil das Ausgeführte unter dem Gesichtspunkte der Anfechtung die Entscheidung rechtfertigt.

Das Berufungsgericht hat auf Grund nicht nachzuprüfender tatsächlicher Würdigung angenommen, dass die Mitteilung des S., er habe sich nach dem Papier erkundigt, es biete gute Chancen, — die Richtigkeit dieses Klagevorbringens vorausgesetzt — den Kläger zu dem Kaufe bestimmt habe, dass insbesondere der Kläger sich auf das Geschäft nicht eingelassen hätte, wenn S. nicht seine Mitteilung über die Aussichten des Papiers als eine auf Erkundigung beruhende bezeichnet hätte. Weiter hat es festgestellt, dass eine auf Erkundigung beruhende Kenntnis des S., wie dieser wusste, nicht bestanden hat, dass der Inhalt der Auskunft vielmehr, wenn sie erteilt worden ist, frei erfunden war. Diese Feststellungen sind ausreichend für die Annahme einer das Anfechtungsrecht des Klägers ergebenden arglistigen Täuschung im Sinne des § 123 des Bürgerlichen Gesetzbuchs. Auch die Rechtzeitigkeit der am 19. September 1911 erklärten Anfechtung (§ 124 a. a. O.) unterliegt, entgegen der Beanstandung der Revision, keinem begründeten Bedenken. Das Berufungsgericht hat einwandfrei erwogen, dass der Kläger vor der erstmals am 14. Oktober 1910 erfolgten Vernehmung des Zeugen S. keinen Anlass gehabt habe, anzunehmen, dass er arglistig getäuscht worden sei. Ist somit die Anfechtung gerechtfertigt, so folgt aus der durch sie herbeigeführten Nichtigkeit des Vertrags und aus den danach anwendbaren Vorschriften der §§ 812 flg. des Bürgerlichen Gesetzbuchs ohne weiteres, dass der von dem Kläger erhobene Rückerstattungsanspruch begründet und der auf die Abnahme des Transfers gerichtete Antrag der Widerklage hinfällig ist. Gegenüber der erst in der Berufungsinstanz erklärten Anfechtung hat die Beklagte die Einrede der Klageänderung erhoben. Das Berufungsgericht hat ausdrücklich verneint, dass eine Klageänderung vorliege. Diese Entscheidung ist nach § 270 der ZPO. unanfechtbar und von der Revision auch nicht angegriffen. Es kommt deshalb nicht darauf an, ob sie zutreffend begründet ist.

Hiernach war die Revision zurückzuweisen.

## II. Stempel- und Steuerwesen.

Zu §§ 28, 33 des Preuss. Kommunalabgabengesetzes in Verbindung mit § 3 Nr. 4 des Preuss. Gewerbesteuergesetzes.

Eine Kreisbank ist trotz ihres Charakters als gewerbliches Unternehmen in ihrer Eigenschaft als gemeinnützige kommunale Kreditanstalt der Gemeindeeinkommensteuer nicht unterworfen.

Entscheidung des Preuss. OVG. vom 4. Januar 1912.

Auf die Revision des Kreises Schw. wurde unter Aufhebung der angefochtenen Entscheidung des Bezirksausschusses zu Marienwerder der Kläger von der durch den Magistrat zu Schw. geforderten Gemeindeeinkommensteuer für 1908–1909 freigestellt mit folgender Begründung:

Den Vorderrichter trifft insofern der Vorwurf einer Rechtsverletzung, als er die Steuerpflicht des Klägers schon deswegen für begründet erachtet, weil die von ihm errichtete Kreisbank ein gewerbliches Institut sei. Das ist nicht zutreffend.

Wie in der Entscheidung des Oberverwaltungsgerichts vom 8. Juni 1898 (Entscheidungen Band 34 Seite 134) an der Hand der Entstehungsgeschichte der §§ 28 und 33 des Kommunalabgabengesetzes näher dargelegt ist, kann die Beurteilung des Charakters der hier interessierenden Kommunalanstalten (Geld- und Kreditanstalten, Sparkassen u. a.) — ob gewerblich oder nicht — im Falle des § 33 keine andere sein als in dem des § 28. Der § 28 a. a. O. in Verbindung mit dem darin angezogenen § 3 Nr. 4 des Gewerbesteuergesetzes geht aber gerade davon aus, dass diese Unternehmungen an sich gewerblicher Natur seien, auch wenn sie gemeinnützigen Zwecken dienen. Sofern aber letztere Voraussetzung zutrifft, will das Gesetz die Betriebe von der Gewerbesteuer, der staatlich veranlagten, wie der kommunalen, befreit wissen, indem es sie so ansieht und behandelt, als betrieben sie kein Gewerbe. Es unterstellt, dass bei ihnen die Vermutung und mehr als diese gegen den gewerblichen Charakter ihrer Verwaltung spreche, dass ein wesentliches Begriffsmerkmal des Gewerbebetriebes die Absicht der Gewinnerzielung, fehle (Oberverwaltungsgerichts-Entscheidung vom 30. September 1904 — Entscheidungen Band 46 Seite 154 —) Entscheidend ist somit nicht die Frage, ob die Kreisbank ein gewerbliches Institut ist, sondern ob sie gemeinnützigen Zwecken dient.

Da die Vorentscheidung das verkannt hat, unterliegt sie der Aufhebung.

Bei eintretender freier Beurteilung war der Kläger von der geforderten Steuer freizustellen.

Wie von dem Beklagten nichts bestritten ist und auch die vorgelegten und eingesehenen Akten des Kreis Ausschusses ergeben, ist die Kreisbank zu dem Zwecke begründet, die Kreiseingesessenen durch Gewährung gesunden Kredits wirtschaftlich zu unterstützen und den Geldumlauf zu regeln. Insbesondere sollte dem noch vielfach vorhandenen Wucher entgegen gearbeitet, den geschäftlich ungewandten kleineren Geschäftsleuten und Besitzern in weiterer Masse, als das durch fremde Geldinstitute geschehen sei, die Ausnutzung ihres Personalkredits ermöglicht und durch Gewöhnung des Publikums an einen ausgedehnten Abrechnungs-(Giro- und Scheck-) Verkehr der Geldumlauf besser geregelt werden. Das sind zweifellos gemeinnützige Zwecke, die diesen Charakter auch dadurch nicht verlieren, dass damit gleichzeitig eine Stärkung des Deutschtums beabsichtigt war, ein Wettbewerb mit den polnischen Vorschussbanken und -kassen. Die Ueberschüsse sollten zunächst zur Erhöhung des Reservefonds und des Betriebskapitals verwendet, der verbleibende Rest an die Kreis kommunalkasse abgeführt werden, um dort zur Erfüllung der dem Kreise obliegenden öffentlichen Aufgaben zu dienen. Auch in dieser Bestimmung kann nichts gefunden werden, was dem Begriffe der Gemeinnützigkeit widerspräche. Wenn der Beklagte dagegen geltend macht, dass den angegebenen Zwecken auch private Geldinstitute dienen und dass die Absicht des Klägers bei dem Betriebe der Bank zugleich auf Gewinnerzielung in erheblichem Masse gerichtet sei, so mag das richtig sein; das Gesetz will aber die von Kommunalverbänden errichteten Geldinstitute, sofern sie zu gemeinnützigen Zwecken bestimmt sind, von der Besteuerung, auch von der Gemeindeeinkommensteuer, verschont wissen, eben weil es sie so ansieht, als betrieben sie kein Gewerbe. Es kommt daher auch nicht darauf an, ob, wenn das Gesetz jenen Willen nicht zum Ausdruck gebracht hätte, alle Voraussetzungen eines Gewerbebetriebes hier vorliegen würden, und es erübrigen sich weitere Feststellungen in dieser Richtung (Entscheidung des Oberverwaltungsgerichts vom 16. Dezember 1910, II. C. 231. 10).

## Lohnzahlung in kleinen Scheinen.

Von H. Weyel, Friedrich-August-Hütte i. O.

Die Kommission des Deutschen Handelstages für Geld, Banken, Börse beschäftigte sich in ihrer Sitzung vom 16. Februar u. a. mit dem Antrage, die Auszahlung der Löhne und Gehälter in Papier zur Stärkung des Goldbestandes der Reichsbank bei ihren Kammermitgliedern zu befürworten.

Aus der Erörterung des Antrages ging hervor, dass weite Kreise der Industrie der Lohnzahlung in Papier ablehnend gegenüberstehen, weil sie eine Erschwerung des Lohnzahlungs-

## Bücherbesprechung.

geschäftes befürchten und bei den Arbeitern eine Abneigung gegen Papiergeld voraussetzen. Andererseits wurde indessen nachgewiesen, dass die früher vorhandene Abneigung gegen Papiergeld in Arbeiterkreisen nicht mehr vorhanden ist, und eine Reihe grosser Unternehmungen, insbesondere die grossen Berliner Elektrizitätsfirmen, wie auch eine Reihe von Zechen im fortschreitenden Masse zur Papierlöhnung übergegangen ist. Es komme lediglich darauf an, die überall vorhandene Abneigung der Kassierer gegen die Verwendung kleiner Scheine zu beseitigen. Von einer Seite wurde zutreffenderweise die Verwendung von Silber zu Lohnzwecken empfohlen.

Die Kommission sprach sich dahin aus, dass der Deutsche Handelstag seine Mitglieder auffordere, dahin zu wirken, dass für die Auszahlung der Löhne und Gehälter mehr Papiergeld verwendet werde, und über den Erfolg ihres Vorgehens zu berichten. Alsdann möge der Deutsche Handelstag eine Veröffentlichung über diese Berichte vornehmen, um zu weiterem Vorgehen anzuregen.

Wenn man berücksichtigt, dass durch die vorgeschlagene Einführung der Lohnzahlung in kleinen Scheinen bei zehn Millionen Industriearbeitern bei wöchentlicher Lohnzahlung und bei nur stägiger Umlaufzeit 200 Millionen Mark Gold durch kleine Scheine und ev. durch Silber ersetzt werden können, so dürfte die Tragweite des Vorschlages wohl einleuchten. Der Ersatz von 200 Millionen Gold durch kleine Scheine würde Ende Dezember 1906, wo der Goldbestand 665 Millionen betrug (Bankdiskont 7 pCt.), eine Besserung um fast ein Drittel, bei dem Höchstbestand von 1288 Millionen Mark im August 1911 um ein Sechstel zur Folge gehabt und naturgemäss seine Einwirkung auf die Höhe des Zinsfusses nicht verfehlt haben.

Dass eine Kräftigung des Goldbestandes unserer Reichsbank auch im Hinblick auf den Goldbestand anderer Notenbanken dringend erwünscht ist, geht aus der nachstehenden Zusammenstellung des Goldbestandes der 6 grössten europäischen Notenbanken am 31. Dezember 1910 hervor:

	Goldbestand in Millionen Mark	Per Kopf der Bevölkerung in Mark	Deckung des Notenumlaufs in Proz.	Deckung der täglichen Verbindlichkeiten
Frankreich . . . . .	2656	66	62 pCt.	54 pCt.
England . . . . .	624	14	107 "	36 "
Russland . . . . .	2661	16	99 "	69 "
Oesterreich-Ungarn . . . . .	1122	22	56 "	51 "
Italien . . . . .	790	22	64 "	52 "
Deutschland . . . . .	661	10	32 "	24 "

Ein Kommentar zu diesen Zahlen dürfte überflüssig sein, und die deutsche Industrie, auf deren gewaltige Expansion der auch in politischer Beziehung geradezu bedenklich schwache Goldbestand unserer Reichsbank zu einem grossen Teile zurückzuführen ist, sollte bemüht sein, durch Einführung der Papierlöhnung mit zur Kräftigung der Reichsbank und Niedrighaltung des Zinsfusses beizutragen.

Interessant sind in dieser Beziehung die Ausführungen des Reichsbankpräsidenten, welcher Ende vorigen Jahres in dem Zentralausschuss erklärte, man sei mit einem Diskont von 5 pCt. ausgekommen und habe den Goldbestand halten können, weil der Verkehr sich an die kleinen Noten gewöhnt habe.

Wie uns von verschiedenen grösseren industriellen Unternehmungen mitgeteilt wird, sind dieselben zur Papierlöhnung übergegangen, ohne dass sich irgend welche Schwierigkeiten eingestellt hätten; es sei bei Verwendung der meistens üblichen durchsichtigen Lohndüten möglich, deren Inhalt auch bei Papierlöhnung zu erkennen, die Mehrarbeit bei der Auszahlung sei ganz unerheblich.

Hoffentlich haben die Anregungen des Deutschen Handelstages den dringend erwünschten Erfolg und verhelfen der deutschen Reichsbank zu einer Verstärkung des Goldbestandes, deren sie angesichts der aufsteigenden Konjunktur in Nordamerika im laufenden Jahre mehr bedarf denn je, wenn die gegenwärtige gesunde wirtschaftliche Aufwärtsbewegung nicht sehr bald einen Stillstand und Rückschlag erleiden soll.

Dannenbaum, Dr. Fritz, Gerichtsassessor: Deutsche Hypothekenbanken. Wirtschaftliche Darstellung nebst Kommentar zum Hypothekenbankgesetz. Berlin 1911 Verlag von Franz Vahlen.

Die rechtliche Seite des Hypothekenbankwesens hat bisher im Gegensatz zur volkswirtschaftlichen in der Literatur nur wenige Bearbeiter gefunden. Man hat wohl bei dem fast gänzlichen Fehlen jeglicher Judikatur gemeint, dass mühsame theoretische Ausarbeitungen praktisch bedeutungslos seien. Indes die Geschichte anderer Gebiete lehrt, dass die Interessenten gerade dann veranlasst werden, sich ihr Recht zu suchen, wenn die Theorie ihnen die Vorarbeit hierzu gibt, und dass somit durch theoretische Erörterungen die Rechtsprechung belebt und gefördert wird. Das Hypothekenbankrecht bietet insbesondere eine Fülle bisher ungeklärter Rechtsfragen. Sie alle im Rahmen eines Werkes zu erörtern hat sich Dannenbaum zur Aufgabe gestellt, indem er als erster sich an eine umfangreiche Gesamtdarstellung des Hypothekenbankwesens heranwagte.

Der erste, volkswirtschaftliche Teil des Werkes enthält eine lebendige Darstellung des Hypothekenbankwesens. Sein Inhalt ist den Lesern des „Bank-Archiv“ im wesentlichen bereits durch die Abhandlung von Immerwahr „Zur neueren Literatur über die Organisation des Bodenkredits“<sup>1)</sup> zugänglich gemacht worden, so dass ich mich hier auf die Hervorhebung einzelner, dort noch nicht erörterter Punkte beschränken darf.

In dem Kapitel über die wirtschaftliche Bedeutung der Hypothekenbanken, das sich, der Praxis Rechnung tragend, vorzüglich mit der städtischen Beleihungspolitik beschäftigt, bearbeitet Dannenbaum eingehend die Frage des Schwindens der Amortisationshypotheken in Norddeutschland. Er führt diese Erscheinung darauf zurück, dass der Eigentümer an dem von ihm nicht als dauerndes Besitztum betrachteten Grundstück mit möglichst wenig Eigenkapital beteiligt sein will, dann aber darauf, dass die geringe Abnutzung des Gebäudes in unseren aufblühenden Grossstädten meist durch die Steigerung des Grund- und Bodenwertes ausgeglichen wird. Der letztere Grund mag vielleicht den Darlehnsgeber veranlassen, von einer Amortisation abzusehen. Dem Grundstückseigentümer aber wird sie gerade durch die mit der Wertsteigerung verbundene Mehreinnahme an Mietszins erleichtert. Die gesteigerten Einnahmen setzen ihn in den Stand, die Abzahlungen zu leisten, ohne den zur Zeit der Hypothekenbestellung ohne Rücksicht auf die Amortisation ausgerechneten jährlichen Ueberschuss über Hypotheken, Eigenzinsen und Verwaltungskosten wesentlich herabzusetzen. Trotz dieser für die Abzahlung günstigeren Lage will er sich aber — und das ist im E. der innere Grund für seine Abneigung gegen Amortisationshypotheken — den Ueberschuss in voller Höhe erhalten, weil es ihm widerstrebt, von seinen Mietszinseinnahmen über die gewohnten Ausgaben hinaus etwas abzugeben, und weil er ferner anderweitig den Ueberschuss gewinnbringender anlegen kann.

Für die Vermittlung von zweiten und Industrie-Hypotheken schlägt Dannenbaum die Gründung von Maklerbanken vor. Ich halte diesen Vorschlag deshalb für glücklich, weil die bankmässige Organisation ganz gewiss dazu angetan ist, die besonders in den Grossstädten hervortretenden Ausbeutungen der Darlehnsnehmer einzuschränken.

Die Vorteile der Inanspruchnahme von Hypothekenbanken an Stelle von städtischen Pfandbriefämtern schildert Dannenbaum mit überzeugenden Worten. Er weist insbesondere zahlenmässig nach, dass die Ersparnis des Grundeigentümers bei Aufnahme städtischer Hypothekendarlehne gegenüber solchen von Hypothekenbanken eine so geringe ist, dass sie keinesfalls das durch die Möglichkeit einer örtlichen Krise erhöhte Risiko aufwiegen kann.

Dannenbaum führt uns ferner in anschaulicher Darstellung in die Praxis des Hypotheken-, Pfandbrief- und Kommunaldarlehns geschäfts ein. Er schildert den Gang einer Beleihung an Hand der „Anweisungen“ und der „Grundzüge“ der Preussischen Pfandbrief-Bank sowie eine Emission. Die er-

<sup>1)</sup> S. Bank-Archiv X Nr. 13.

forderliche Ermittlung des Verkaufswertes (den er im Gegensatz zu Budde für identisch mit dem Marktwerte hält) durch öffentliche Taxatoren lehnt Dannenbaum ab. Er will dem Staate keine moralische Verantwortlichkeit für eine Sache, die im Belieben der Taxatoren liegt, aufbürden. Die gleichen Bedenken bestehen aber gegen die Vornahme jeglichen Hoheitsrechtes durch staatliche Beamte. Auch der Richter kann irren, und doch gibt der Staat seinem Urteil Brief und Siegel. Wie er dem Richter das Gesetzbuch in die Hand gibt, so liefert er dem Taxator seine Anweisung, durch deren uninteressierte Verwendung er jedenfalls eher den richtigen Wert finden wird, als der oft abhängige Privattaxator.

Bei seinen börsentechnischen Erörterungen kommt Dannenbaum bezüglich der so viel geschmähten Kursregulierung durch die Banken zu dem durchaus einleuchtenden Ergebnis, dass ein ständig regulierter Markt den Pfandbriefbesitzern und damit mittelbar dem Bodenkredit nützlich ist, während Schäden durch die Regulierung infolge der energischen Staatsaufsicht kaum zu erwarten sind.

Besonders eingehend beschäftigt sich Dannenbaum mit der Buchführung und den Bilanzen (für die Lektüre dieser finden sich genaue Anweisungen), sowohl von der volkswirtschaftlichen wie auch in dem nachfolgenden Kommentar von der rechtlichen Seite aus. Er gibt eine Kritik der §§ 24—28 HypBankGes., mit deren Fassung er im wesentlichen einverstanden ist.

Den Hauptraum nimmt der zweite Teil, der Kommentar zum Hypothekenbankgesetz, ein. Die Anmerkungen zu den einzelnen Paragraphen sind systematisch unter Überschriften geordnet, die die Uebersicht ausserordentlich erleichtern. Bei der Rechtsauslegung hat sich der Verfasser seine praktischen Erfahrungen zunutze gemacht. Es ist ihm im allgemeinen gelungen, sich vom Buchstaben des Gesetzes freizumachen und dem Sinne unter Berücksichtigung des Verkehrsbedürfnisses gerecht zu werden. Es entspricht, um einige Beispiele herauszugreifen, einer vernünftigen Gesetzesauslegung, mit Rücksicht auf den Art. 5 der Bankgesetznovelle vom 1. Juni 1909 die Schecks den Wechseln im Sinne des § 5 Z. 4 Hyp.-BankGes. gleichzustellen (A. M. Göppert A. 13 zu § 5); ungeachtet einer bestehenden Ersatzdeckung, die der Hypothendekkung an Sicherheit doch zum mindesten gleich ist, weitere Pfandbriefausgabe unbeschränkt zuzulassen. Ebenso wird man nicht jede Kaufgeld- oder Erbeilungshypothek wegen des Ausdrucks „Beleihung“ im § 11 Abs. 1 HypBankGes. unbedingt als zur Deckung ungeeignet erklären; auch hiesse es den Formalismus zu weit treiben, wenn man verlangte, dass die Umwandlung einer Kaufgeldforderung gegen eine Kommune in ein Darlehn bereits vor der Zession durch den Verkäufer erfolge, damit sie als Unterlage für Kommunalobligationen dienen könne. Bei der Frage, ob als Hypothekenzinsen im Sinne des § 24 Z. 2 HypBankGes. nur die rückständigen Zinsen der Deckungshypotheken oder auch aller anderen Hypotheken anzusprechen sind, bekennt sich Dannenbaum im Gegensatz zu Göppert zu der letzteren Ansicht; er nimmt für sich die Gesetzesgeschichte in Anspruch und weist — dies ist m. E. der massgebende Gesichtspunkt — darauf hin, dass bei der Göppertschen Ansicht der Willkür der Banken Tor und Tür geöffnet würde, weil sie vor dem Bilanztage alle Hypotheken mit Zinsrückständen der Deckung entnehmen könnten.

Als erster unter den Kommentatoren erörtert Dannenbaum die Frage der Zulässigkeit von Rechtsmitteln gegen die Verfügungen der Aufsichtsbehörde. Sonntag und Budde haben das Aufsichtsrecht als „polizeiliches Recht“ angesprochen und deshalb die Rechtsmittel der §§ 127 ff. LandesVwGes. zugelassen. Hierbei haben sie aber, wie Dannenbaum zutreffend ausführt, übersehen, dass die Rechtsmittel unserer Verwaltungsgesetze nicht gegen alle Anordnungen polizeilicher Natur, sondern nur gegen die speziell benannten stattfinden. Aus dem Fehlen dieser speziellen Anordnung im Hypothekenbankrechte aber ergibt sich die Unzulässigkeit von Rechtsmitteln gegen Verfügungen der Aufsichtsbehörde. Die hierdurch entstehende völlige Abhängigkeit von der Behörde scheint in der Praxis bisher noch keine erheblichen Missstände gezeitigt zu haben. In Zeiten wirtschaftlicher Krisen aber oder bei persönlichen Konflikten wird man sich vielleicht nicht mit Dannenbaum auf den gerade wegen des fehlenden Instanzenzuges vorhandenen unerschütterlichen Willen zur Gerechtigkeit verlassen können. Verfügt dann zum Beispiel die Behörde — wozu

sie zweifellos nicht berechtigt ist — die Abberufung eines Vorstandsmitgliedes, so kann sich die Hilfslosigkeit der Bank sehr unangenehm fühlbar machen.

Gerade weil ich die Dannenbaumsche Arbeit so hoch schätze, möchte ich auf zwei Fragen eingehen, die ich im Gegensatz zu den meisten übrigen anders als der Verfasser beantwortete.

1. Dannenbaum meint, dass man sinngemäss risikolose Geschäfte, die, ohne Hilfsgeschäfte zu sein, die Hauptgeschäfte unterstützen, zulassen muss. (Beispiele: entgeltliche Hypothekenvermittlung, Safevermietung, Handel mit fremden Geldsorten, die mit den in § 5 Z. 1 u. 4—6 zugelassenen Nebengeschäften oft im engsten Zusammenhang ständen.) Das Gesetz gestattet aber, wie die „Begründung“ S. 24 besagt, nur den selbständigen Betrieb der ausdrücklich zugelassenen Geschäfte und deren Hilfsgeschäfte. Hieraus ergibt sich, dass für die Zulässigkeit nicht die blosse Tatsache des Zusammenhangs mit anderen erlaubten Geschäften massgebend ist, sondern die Unterordnung: die nicht ausdrücklich zugelassenen müssen sich als Hilfsgeschäfte den zulässigen Haupt- oder Nebengeschäften dienend zur Seite stellen. Besteht aber nur ein Zusammenhang ohne Unterordnung, unterstützen sie, wie Dannenbaum es ausdrückt, die Hauptgeschäfte, ohne Hilfsgeschäfte zu sein (die Abgrenzung dürfte Schwierigkeiten machen), so wird man derartige, ihrem Charakter nach selbständige Geschäfte den Hypothekenbanken nicht gestatten dürfen.

2. Dass das Konkursvorzugsrecht formell Vorrecht, materiell aber Absonderungsrecht ist, vermag ich zunächst der „Begründung“ nicht zu entnehmen. Sie gebraucht den Ausdruck „Vorzugsrecht“ nur im Gegensatz zu dem allgemeinen Vorrecht des § 61 KO., das sie nicht geben will, weil sie die Beschränkung auf die Deckungsmasse zur Vermeidung unbilliger Benachteiligungen der übrigen Gläubiger für erforderlich hält. Aber auch ein Vorrecht ist ein Vorzugsrecht; und wenn dieser Ausdruck gewählt wurde, so geht hieraus nur hervor, dass man bei Schaffung eines der KO unbekanntes Spezialvorrechts die allgemeinere Bezeichnung vorzog. Dies konnte unbedenklich geschehen, weil zwei Sätze vorher ausdrücklich erklärt war, dass die (doch sicherlich materielle) „Sicherung der Pfandgläubiger auf ein Vorrecht im Konkurse beschränkt“ werde.

Das Gesetz selbst aber unterscheidet die Pfandbriefgläubiger im § 35 von den „anderen Konkursgläubigern“. Es spricht damit aus, dass auch sie Konkursgläubiger seien. Dies scheint auch Dannenbaum anzunehmen, denn er sagt (S. 232, A. 24), dass die Deckungsmasse zur Konkursmasse gehört, und (S. 239) dass die Pfandgläubiger ihre Forderung nebst dem beanspruchten Vorrecht zur Konkursmasse anmelden müssen. Wenn man selbst mit Dannenbaum annimmt, dass beides nur aus formellen Gründen der Fall sei — ich vermag freilich hierfür keinen Anhalt zu finden —, so bleibt doch bestehen, dass die Pfandbriefforderungen im Konkursverfahren geltend gemacht werden müssen. Hieraus aber folgt gemäss § 63 Z. 1 KO. als praktisch wichtigste Konsequenz, dass die seit der Eröffnung laufenden Zinsen nicht geltend gemacht werden können, dass somit die zur Konkursmasse gehörige Deckungsmasse für sie nicht haftet. Die wirtschaftliche Härte dieses Ergebnisses wird durch die Erwägung gemildert, dass die Pfandbriefgläubiger infolge der Sicherung ihrer Kapitalforderungen und ihrer Zinsansprüche bis zur Konkurseröffnung einen, wenn auch in der Natur der Sache gelegenen, aber doch immerhin sehr beträchtlichen Vorteil vor den übrigen Gläubigern haben, der sie die im Konkursfalle nun einmal unvermeidliche Schädigung leichter ertragen lässt.

Dannenbaum gibt als Anhang zum Kommentar eine kurze Besprechung des Schuldverschreibungsgesetzes und als dritten Teil eine Materialiensammlung<sup>1)</sup>. Sowohl das in dieser Sammlung enthaltene wie auch das in den Text eingeordnete, wertvolle statistische Material hat zum Gelingen des trefflichen Werkes in hervorragendem Masse beitragen.

Dr. Rudolf Byk, Charlottenburg.

<sup>1)</sup> Eine Aufzählung der einzelnen Teile der Materialiensammlung findet sich bei Immerwahr a. a. O.