

# BANK-ARCHIV

Zeitschrift für Bank- und Börsenwesen

XVIII. Jahrgang.

Berlin, 15. Juli 1919.

Nummer 20.

## Inhalts-Verzeichnis.

Zur Vermögensabgabe.

Vom Geheimen Kommerzienrat Max Steinthal, Berlin.  
Uebergang der Börse von der Kriegs- zur Friedenswirtschaft.  
Von Kommerzienrat A. Moser, Berlin.  
Kriegsanleihen und Finanznot.  
Von Reg.-Rat a. D. Karl Elster, Schkenditz.

Zur beantragten Erschwerung der Kuponeinlösung.  
Gerichtliche Entscheidungen.

Usancen für den Handel in amtlich nicht notierten Werten.

### Zur Vermögensabgabe<sup>1)</sup>.

Vom Geheimen Kommerzienrat Max Steinthal, Berlin.

Dem Chef eines der alten Frankfurter Patrizierhäuser wurde einmal an der Börse — es war noch in der guten, alten Zeit — vorgeschlagen, sich an einem Geschäft zu beteiligen. Er wollte es sich überlegen. Am nächsten Tage sagte er: „Ich kann mit mitmache, mei Meyer weiß nit, wie er's buche soll.“

In einer im gewissen Sinne ähnlichen Situation wie jener alte Kaufmann befindet sich das Deutsche Reich. Die Minister der einzelnen Bundesstaaten haben sich bisher aufs äußerste gegen eine Reichseinkommensteuer gewehrt, weil sie die Folgen für die Buchungen in ihrem Etat nicht übersehen konnten; es ist auch bisher nicht gelungen, diesen Widerstand zu beseitigen. Die Vermögensabgabe fand darum nicht nur begeisterten Beifall bei der großen Majorität, die nichts davon zu zahlen hat, sondern auch starken Anklang in den bundesstaatlichen Schatzkammern, in denen man hoffte, durch diese Abgabe des Rückgriffs auf die den Bundesstaaten selbst nötige Einkommensteuer ledig zu sein.

Bereits im Sommer 1917, als die Hoffnung von ganz Deutschland noch auf den Sieg eingestellt war, wurde die Vermögensabgabe aufs Tapet gebracht. Nach der Revolution wurde sie vom Reichsschatzsekretär Schiffer ernsthaft erörtert. Sie wurde in das Programm nicht nur der sozialistischen Parteien, sondern auch der deutsch-demokratischen aufgenommen. Neuerdings wird sie in der Presse als unmittelbar bevorstehend erörtert, und schließlich ist vor wenigen Tagen die Einbringung des Gesetzentwurfes vom Reichsfinanzminister in der Nationalversammlung angekündigt worden. Dabei hat sie jedesmal, wenn sie wieder auf der Bildfläche erscheint, einen größeren Umfang angenommen. Zurzeit heißt es, daß sie 70 bis 90 Milliarden Mark einbringen solle, was nichts anderes bedeutet, als daß etwa die Hälfte aller Vermögen eingezogen werden würde.

Die Finanzminister der Bundesstaaten werden sich mit einiger Verlegenheit fragen, was nun mit ihren Einkommensteuern werden soll; denn, wenn das halbe Vermögen konfisziert ist, wird auch Zug um Zug die Einkommensteuer auf die Hälfte sinken. Letztere wird also verdoppelt werden müssen, wenn sie nur das Gleiche wie früher bringen soll, während doch überall der Bedarf über den früheren erheblich hinausgeht.

Der Gedanke der Vermögensabgabe ging ursprünglich dahin, durch sie mit einem Schlage die große Kriegsanleihe schuld beseitigen zu können. Bei einer mäßigen Höhe der Steuer wäre, wenigstens zum großen Teil, die Zahlung in bar und Kriegsanleihe zu leisten gewesen. Je höher aber die Steuer wird, um so weniger ist dies möglich; denn die Kriegsanleihe ist nicht gleichmäßig unter die Bevölkerung verteilt. Zunächst scheiden die Bestände der Aktien- und anderer Gesellschaften von

der Besteuerung aus, die ihrer Natur nach nur Privaten auferlegt werden kann. Gerade diese Gesellschaften haben aber einen großen Teil der Kriegsanleihen aufgenommen, teils um damit Kriegssteuern zu bezahlen, teils um darin die im Kriege entstandenen flüssigen Mittel anzulegen, für die eine anderweitige Verwendung schwierig war. Ferner scheiden Sparkassen, Provinzialverbände, Invaliditäts-, Unfall- und andere Versicherungsgesellschaften aus, die durch den Erwerb von Kriegsanleihen die ihnen zufließenden Ersparnisse zinsbar gemacht haben. Uebrig bleiben die privaten Gewerbetreibenden, die den Erlös ihrer im Kriege realisierten großen Warenbestände und ihre Gewinne in Kriegsanleihe angelegt haben, und endlich alle diejenigen Privaten, die während des Krieges Ersparnisse oder Gewinne erzielt und dafür ebenfalls Kriegsanleihen aufgenommen haben. Die beiden letzten Kategorien werden aber bereits durch den soeben der Nationalversammlung vorgelegten Gesetzentwurf über eine Kriegsabgabe vom Vermögenszuwachs sehr erheblich betroffen. Auch wenn nach § 31 des Entwurfs Vermögensverluste, die der Abgabepflichtige im Kalenderjahre 1919 erlitten hat, in Abzug gebracht werden können, so wird von der Kriegsabgabe ein sehr hoher Betrag erwartet. Sie wird in die Bestände an Kriegsanleihen und in die Barreserven bereits ein gewaltiges Loch reißen.

Der Zweck der Vermögenszuwachsabgabe ist, die Vermögen annähernd auf den Stand vom 31. Dezember 1913 zurückzuführen. Wird dieser Zweck erreicht und soll die große Vermögensabgabe in dem geplanten Umfange geleistet werden, so ist es klar, daß sie zum großen Teil nicht in bar und Kriegsanleihen, sondern nur in solchen Werten entrichtet werden kann, die der Besteuerte gerade besitzt. Der ursprüngliche Zweck, durch die Besteuerung einen großen Teil der Kriegsanleihen zu beseitigen, wird also nicht erreicht; es wird sich vielmehr in den Händen des Staates eine ganz außerordentliche Menge der verschiedensten Werte sammeln — bei einer Besteuerung von 50 pCt. annähernd die Hälfte sämtlicher Vermögensobjekte in Deutschland —, die zu realisieren auch eine mit höchster Intelligenz geleitete Reichsvermögensbank nicht imstande sein würde. Man frage einmal die Direktoren unserer großen Banken, über wie viele der auf dem Berliner Kurszettel notierten Effekten sie imstande sind; eine Auskunft zu geben, die so erschöpfend wäre, daß sie zur Beurteilung des Kurswertes des betreffenden Papiers und des richtigen Moments des Verkaufs hinreicht. Die Reichsvermögensbank wird aber nicht nur sämtliche notierten, sondern auch den größten Teil der unnotierten Werte zu kontrollieren haben. Man wird einen Maßstab für die Ungeheuerlichkeit ihrer Aufgabe gewinnen, wenn man bedenkt, daß der Nennwert aller gewerbstätigen Aktiengesellschaften im Deutschen Reiche rund 19 Milliarden Mark beträgt und daß von sämtlichen Preußischen Aktiengesellschaften nur 7 bis 7½ Milliarden Mark im Berliner Kurszettel notiert werden. Wie schwer es schon ist, den Wert der Anteile einer G. m. b. H. festzustellen, wird jeder bestätigen, der einmal in die Lage gekommen

<sup>1)</sup> Anm. der Schriftleitung: Der vorliegende Aufsatz ist der Schriftleitung bereits am 11. d. M. zugegangen.



ist, die dahingehende Anfrage einer Steuer- oder Gerichtsbehörde zu beantworten. Den Wert privater Geschäfte zu beurteilen, ist vollends unmöglich. Zudem würde die Reichsvermögensbank bei der Realisierung der Werte nur einem ganz beschränkten Kreise von Reflektanten gegenüberstehen und sehr vorsichtig verfahren müssen, um durch die Abgabe der Beteiligung an einem privaten Geschäft nicht dessen Konkurrenten hineinzubringen oder gar Personen, die ein Interesse an der Schädigung des betreffenden Geschäfts haben. Darüber hinaus würde der Reichsvermögensbank die Beteiligung an Hypotheken, Häusern und Gütern sowie einer Unzahl von Einrichtungen und anderen physischen Gegenständen verbleiben. Sie würde, wie jüngst eine Seite, die der Vermögensabgabe freundlich gegenübersteht, mit Recht und sehr treffend sagte, der „größte Trödeladen der Welt“ werden.

Bei der Reichsvermögensbank würde in die Hände relativ weniger Persönlichkeiten eine Machtvollkommenheit gelegt werden, wie sie in wirtschaftlicher Beziehung niemals jemand in Deutschland besessen hat. Politische Einflüsse auf die Leitung würden sich in einer für die Abwicklung der Geschäfte unheilvollen Weise bemerkbar machen, und es ist zu befürchten, daß bei den durch den langen Krieg und seine traurigen Folgen veränderten Moralbegriffen und bei der Unmöglichkeit auch für die rechtlichsten Leiter, den Geschäftsgang bei jedem einzelnen Objekt genau zu kontrollieren, Begünstigungen und Durchstechereien Platz greifen. Klagen in gleicher Hinsicht über Kriegsgesellschaften, die doch unter der direkten Aufsicht des Reichs stehen, sind vielfach laut geworden.

Aber auch bei redlichster Verwaltung würde in der toten Hand des Staates der Wert all dieser Vermögensteile, die nur ein Gut bedeuten, wenn der Besitzer sie zum Betrieb oder Gebrauch verwendet, zusammenschmelzen wie Schnee an der Sonne. Ein Verkauf würde aus noch später auszuführenden Gründen unmöglich sein, die Reichsvermögensbank würde sich im wesentlichen darauf zu beschränken haben, die Zinsen der Werte und Beteiligungen in Empfang zu nehmen, die sie besäße, also lediglich Renten, die unter Vermeidung eines so ungeheuren Eingriffs in die Gesamtwirtschaft bei weitem richtiger durch jährlich einfließende Steuern aufgebracht werden können.

Es wird auch vorgeschlagen, die Verwaltung zu dezentralisieren und Banken und Bankiers und die verschiedensten Institute in Berlin und der Provinz mit der Realisierung zu betrauen. Auch dies würde bei der ungeheuren Anzahl der Objekte nicht zum gewünschten Ziele führen. Keine Bankleitung wird sich der Aufgabe gewachsen fühlen, die für die Vermögensabgabe überwiesenen Tausende von Depots zu realisieren und dabei das günstigste Resultat für den Besitzer zu erreichen. Die Kapitalanlage-Gesellschaften, die in Deutschland und vielfach in der Schweiz und in Belgien gebildet worden sind und bei denen es auf die richtige Beurteilung des Zeitpunktes ankam, zu dem man die verschiedensten Werte kaufen oder verkaufen sollte, haben im allgemeinen keine günstigen Resultate erzielt; prosperiert haben sie nur, wenn sie sich auf eine ganz bestimmte Branche, wie Elektrizitäts-Unternehmungen und Eisenbahnen, beschränkten. Alle würden mit der Schwierigkeit zu kämpfen haben, daß die flüssigen Mittel durch die Vermögenszuwachssteuer und die Vermögensabgabe absorbiert sein werden. Den vielen Verkäufen würden nur wenig Käufer gegenüberstehen. Diese würden notwendigerweise nur zögernd und ängstlich mit Käufen vorgehen, da jeder Käufer weiß, wie große Summen noch verkauft werden sollen und damit rechnen muß, daß je nach den Anschauungen und Eindrücken einer einzelnen Persönlichkeit in der Reichsvermögensbank weitere Verkäufe auch zu viel niedrigeren Preisen als er — der Käufer — angelegt hat, stattfinden können.

Den Hauptnachteil der Vermögensabgabe sehe ich in dem verderblichen Einfluß, den sie auf die deutsche Wirtschaft ausüben muß. Schon die Spuren der Kriegsgesellschaften sollten uns schrecken, und sie haben doch nur den Betrieb eines wenn auch großen Teiles der

deutschen Industrie gezwungen, nach ihren Vorschriften zu arbeiten. Jetzt soll aber die Substanz eines großen Teiles des deutschen Volksvermögens in die Hände des Reiches übergehen. Die Männer, die sie verwalten, werden berufen sein, ständig einen maßgeblichen Einfluß auf alle Gewerbszweige auszuüben. Werden sie so erleuchtet und so weitsichtig sein, um diesen Einfluß in einer für die einzelnen Zweige stets nützlichen Weise anzuwenden, werden sie nicht auch darin der Spielball von Interessenten und Politikern werden?

Bei der Beschaffung der unentbehrlichen Auslandskredite wird die Schädigung der deutschen Wirtschaft sehr schnell zu Tage treten. Nachdem das Deutsche Reich seinen Kredit im Auslande verloren hat, kann nur mit der Hoffnung gerechnet werden, daß die dem Ausland als tüchtig und zuverlässig bekannten deutschen Unternehmer und Kaufleute imstande sein werden, ihrerseits, jeder in seinem Geschäftszweig und von seinen alten Geschäftsverbindungen, die Kredite zur Beschaffung der für unsere Wirtschaft notwendigen Rohstoffe zu erhalten. Bei einer 50%igen Vermögensabgabe würde indessen jeder Gewerbetreibende nicht nur der Hälfte, sondern der besten seiner Mittel beraubt werden; er soll ja, wie es jetzt heißt, gerade den flüssigen Teil seines Vermögens abgeben, die schwerer realisierbaren würden ihm verbleiben, darunter viele zinslosen Werte, wie Privathäuser, Autos, Juwelen, Instrumente, Möbel, Kunstgegenstände usw. Der Ausländer würde sich also Kredit-suchenden gegenübersehen, deren Besitz als solcher auf die Hälfte reduziert ist und als Garantiekapital für geschäftliche Verpflichtungen in noch höherem Maße unzureichend geworden sein mag. Der für die Beschaffung der Rohstoffe aufzuwendende Geldbedarf hat aber gegen früher infolge der Steigerung der Preise und besonders infolge der Wertverminderung unserer Valuta ganz erheblich zugenommen. Statt dem Gewerbetreibenden beim Aufbau neuer Grundlagen für seine Geschäfte zu helfen, würde das Deutsche Reich ihm dies durch eine Vermögensabgabe außerordentlich erschweren. Man hat geglaubt, daß die Mittel, die sich bei den Gewerbetreibenden während des Krieges angehäuft haben, für die ihnen jetzt zuwachsenden Aufgaben ausreichen würden. Diese Mittel haben sich aber seit dem Ausbruch der Revolution durch die Folgen der vielen Streiks und wegen der ungenügenden Leistungen der Arbeiter sehr erheblich vermindert. Viele Gesellschaften haben monatlich Millionenverluste erlitten. Es ist eine Tatsache, daß Unternehmungen, die bis zur Revolution große Guthaben bei den Banken hatten, jetzt bereits genötigt sind, Kredite in Anspruch zu nehmen, zu einer Zeit also, wo Rohstoffe vom Ausland noch nicht beschafft werden konnten.

Der Umsatz eines jeden Gewerbetreibenden hängt von seinem Betriebskapital ab, das als Garantiefonds für die von ihm zu nehmenden Kredite und als Betriebsfonds für diejenigen Auslagen dient, für welche Kredite nicht angebracht sind. Im Warenhandel wird Betriebskapital je nach dem Geschäftszweige einmal, zweimal, vielleicht bis fünfmal umgesetzt. Diese Umsätze müssen sich mit der Reduktion des Betriebskapitals entsprechend vermindern. Es kann nicht durch Kredite aufgefüllt werden, denn diese werden ohnehin für die Bevorschussung der auf dem Transport und in der Bearbeitung befindlichen Waren bis zur Grenze des Zulässigen in Anspruch genommen. Unser Wirtschaftsleben ist durch die oben geschilderte Arbeitsverminderung, durch die spartakistischen Unruhen, durch das Verhalten der Arbeiter den Leitern industrieller Betriebe gegenüber, deren Abarberufung sie mehrfach verlangt haben, besonders durch die Verminderung in der Kohlenproduktion, die bereits eine Folge dieser Verhältnisse ist, aufs tiefste erschüttert. Die großen Gebietsabtretungen, die der vernichtende Friedensvertrag Deutschland auferlegt, werden seine Industrie und seine Volksernährung in hohem Maße schädigen, und an einem solchen am Hungertypus leidenden und vom Fieber geschüttelten Kranken will man nicht nur eine, vielmehr zwei Blutentziehungen allergrößten Umfangs vornehmen!



Neben der Besteuerung des Vermögens wird die bisherige Besteuerung in weiter erhöhtem Maße einhergehen. Nehmen wir an, daß außer der 50prozentigen Vermögensabgabe auf den verbleibenden Rest des Einkommens bis zu 50 % gesteigerte bundesstaatliche, städtische, Gewerbe- und Kirchensteuern gezahlt werden sollen, so würde sich zunächst das seltsame Resultat ergeben, daß jemand, der aus einem Kapitalvermögen von sagen wir 2 Millionen Mark ein Einkommen von 100 000 M. hat, nach Abgabe von 50 % seines Vermögens nur noch 25 000 M. Jahreseinkommen behielte, den gleichen Betrag, wie derjenige, der nur 50 000 M. aus gewinnbringender Beschäftigung bezieht, eine Folge, die nicht nur in den Kreisen der Besitzenden als eine schreiende Ungerechtigkeit empfunden werden würde. Die große und plötzliche Reduktion in den Ausgaben, die dadurch entsteht, würde wirtschaftlich geradezu verheerende Folgen haben. Der Besteuerte würde nach obigem Beispiel genötigt sein, seine gesamten Ausgaben auf ein Viertel der bisherigen zu reduzieren. Ein Teil der Bevölkerung würde anfangen vom Kapital zu leben, ein anderer würde zusammenbrechen. Möbel und Einrichtungsgegenstände, Häuser mit großen Wohnungen würden unverkäuflich werden, Hauspersonal müßte zur Entlassung kommen. Die Verminderung des Konsums würde die Industrie aufs schädlichste beeinflussen, da sie noch lange Zeit auf einen Teil ihrer Exporttätigkeit vor dem Kriege zu verzichten haben wird und wesentlich stärker als früher auf den inneren Konsum angewiesen ist. Läßt auch dieser erheblich nach, so werden Arbeitslosigkeit und Arbeiterentlassungen unvermeidlich sein.

Es ist eine Selbstverständlichkeit, daß, soweit aus der Vermögensabgabe Kapitalien eingehen, dieselben lediglich zur Verminderung bestehender fundierter oder unfundierter Reichsschulden verwendet werden dürfen. Kann die jetzige Regierung dafür wirklich eine Gewähr bieten? Reich und Bundesstaaten arbeiten mit einem riesigen Betriebsdefizit, die Ausgaben für die vielen bei ihnen angestellten Beamten und Arbeiter steigen ständig, und es ist bisher nicht gelungen, die unerläßliche Voraussetzung für jede reguläre Wirtschaft zu erfüllen, nämlich die Arbeitsfähigen zur Arbeit zu bewegen. Ist nicht zu befürchten, daß ein großer Teil der eingehenden Mittel zur Beseitigung des Defizits verwendet wird? Dann wäre der große Aufwand schmäblich vertan, das deutsche Volksvermögen auf die Hälfte geschwunden, die Reichsschulden aber nicht verringert.

Wie steht es schließlich mit unseren Feinden? Nach dem Friedensvertrag haben ihre Wiedergutmachungsforderungen unseren inneren Bedürfnissen vorzugehen. Das wird in vieler Beziehung unausführbar sein. Unsere Feinde werden gewiß die für Aufrechterhaltung des Staatsbetriebes notwendigen Ausgaben, Gehälter und Pensionen an Beamte und Arbeiter, Entschädigungen an Kriegsverletzte nicht verhindern können und wollen; denn sonst stockt die ganze Staatsmaschine. Aber werden sie nicht die Hand auf besonders leckere Vermögensteile legen, wenn ihnen eine so bequeme Gelegenheit dazu geboten wird? Wer bürgt dafür, daß, wenn selbst die jetzigen Machthaber darauf verzichten, die späteren nicht anderer Meinung sind? Wir haben uns ja jeden Eingriff gefallen zu lassen, ohne ihn für einen unfreundlichen Akt ansehen zu dürfen!

Zum Schluß seiner überzeugenden Ausführungen im Berliner Tageblatt sagt der frühere Reichsfinanzminister Dr. Dernburg, — offenbar im Innern kein Freund der Vermögensabgabe —: „Die Vermögensabgabe muß nach allem, was man dafür getan hat, Stimmung für sie zu machen, kommen“. Ich kann diese Meinung nicht teilen. Sie muß weiter energisch bekämpft werden, wenn man davon überzeugt ist, daß sie technisch nicht durchführbar ist und in jeder Hinsicht aufs unheilvollste wirken muß. Sie muß bekämpft werden, wenn es andere Steuern gibt, die sie ersetzen können, ohne die ihr anhaftenden Schäden anzurichten. Dieser Ersatz besteht in einer nach oben gestaffelten Reichseinkommensteuer — die nicht nur die Gegenwart, sondern auch die Zukunft und nicht nur einen

Teil der tragfähigen Schultern, sondern alle erfaßt —, vermehrt durch einen Aufschlag auf das fundierte Einkommen in ähnlicher Weise, wie die Vermögensertragssteuer vom Staatssekretär Schiffer beabsichtigt war, mit den Erleichterungen für die kleinen Einkommen, die sie für ein sozialistisches Parlament annehmbar machen.

Tritt die große Vermögensabgabe noch zu allen Schädigungen, die die deutsche Wirtschaft von innen durch die Revolution, Streiks, Verkehrs- und Produktionsstörungen, von außen durch den Krieg, die Blockade, die harten Waffenstillstandsbedingungen und durch die im Friedensvertrag liegende Knebelung erfahren hat, so können wir sie getrost zu Grabe tragen.

## Uebergang der Börse von der Kriegs- zur Friedenswirtschaft.

Von Kommerzienrat A. Moser, Berlin.

Am 31. Juli 1914 wurde die Berliner Börse geschlossen, ungefähr am 1. August 1919 wird sie vermutlich wieder im alten Umfange geöffnet werden.

In Aktien war der amtliche Verkehr zwar schon seit Dezember 1917 erlaubt, doch durften für festverzinsliche Wertpapiere bisher amtliche Kurse nicht festgestellt werden.

Eine Pause von 5 Jahren und während derselben die weltzerstörenden Ereignisse — Krieg und Revolution — erlauben natürlich nicht, daß in der Burgstraße einfach alles beim alten bleibt und alles unverändert so fortgeführt wird, wie es s. Zt. unterbrochen wurde; dies verbietet schon die ungeheuere Wucht der inzwischen neu ausgegebenen ca. 100 Milliarden Deutsche Krieganleihen und Schatzanweisungen.

Wie wird es möglich sein, diese alle unsere früheren Begriffe weit übersteigende Riesensumme in die Fesseln der Börsengesetze und -Gebräuche zu schlagen?

Bisher hatten Umsätze in Krieganleihen und Schatzanweisungen im freien Markt auch schon stattgefunden, aber die deutsche Bankwelt war, solange der Krieg dauerte, verpflichtet, nicht unter bestimmten, von der Reichsbank festgesetzten Kursen zu verkaufen, und erst die letzten Monate brachten hier einen etwas freieren Verkehr, doch auch unter starker Kontrolle unserer Reichsbank. Außerdem nahm dieselbe direkt von jeder Bank oder jedem Bankier nur kleine Beträge zu höheren Kursen unter allerhand lästigen Bestimmungen auf.

Nun soll der Verkehr freigegeben und — wie früher bei allen Anleihen — ein Kassekurs notiert werden. Dies könnte bei dem vorhandenen gigantischen Kapital sehr leicht zu Unzuträglichkeiten führen. Kursschwankungen von unmotivierter Größe könnten leicht durch leere Gerüchte entstehen und Verwirrung in weite Kreise tragen. Denn wie die Krieganleihe das Standard-Papier des Krieges war, wird sie es auch für die Zukunft sein und das Wohl und Wehe Deutschlands mit ihrem Kurse im engsten Zusammenhang stehen. Daher ist es notwendig, daß — wie übrigens bei jeder Emission — ein Stützungskonsortium gebildet wird und zwar in der noch nicht dagewesenen Form einer Beteiligung aller deutschen Banken und Bankiers. Es dürfte auch zweckmäßig sein, hier nicht das starre System des Einheitskurses beizubehalten, sondern neben demselben einen ersten und letzten Kurs, vielleicht auch einen solchen um 1 Uhr zu notieren.

Wie soll überhaupt in Zukunft die Notierung im allgemeinen sein? Vor dem Kriege hatten wir für jedes Effekt den Kassakurs (Einheitskurs) und für eine Reihe bedeutender Papiere den Ultimoverkehr. Bei Kriegsbeginn verbot der Börsenvorstand jedes Zeitgeschäft, und man fand dafür bei Wiedereröffnung des amtlichen Verkehrs in Dividendenwerten im Dezember 1917 einen Ersatz in der sog. variablen Notierung, wonach nämlich in etwa 30 Papieren während der Börsenzeit zu festen Kursen gehandelt wurde, welche von den Kursmaklern dauernd notiert werden mußten.

Aber wie jeder Ersatz war auch dieser nur mäßig und ist keinesfalls imstande, vollwertig anstelle des



Ultimohandels mit seinen vielen Möglichkeiten (Prämien, Stelligen) und seiner größeren Beweglichkeit zu treten.

Das Zeitgeschäft wieder einzuführen muß unbedingt das Streben eines jeden sein, der Effekten besitzt oder handelt, denn nur durch diese Form können Schwankungen, die bei großen Aufträgen oft grundlos eintreten, vermieden werden. So lange dies aber noch nicht erreicht ist, muß unbedingt der Kreis der variabel notierten Papiere stark erweitert und auf die inländischen Renten (der Handel in den meisten ausländischen festverzinslichen Papieren bleibt verboten) ausgedehnt werden.

Die gänzliche Abschaffung des Einheitskurses, wie sie vielfach jetzt gefordert wird, halte ich nicht für zweckmäßig; sie ist eins der vielen Schlagworte, mit denen jetzt die Welt regiert wird, aber selbst die eifrigsten Anhänger dieser völligen Umänderung der Berliner Notierungsweise sind nicht konsequent und lassen für diejenigen Wertpapiere, deren Kapital nicht mehr als 3 Millionen Mark beträgt, den Einheitskurs bestehen. Ich denke, daß wir für alle Werte den Einheitskurs beibehalten, für die bedeutenderen (etwa 100) das Zeitgeschäft wieder einführen und solange dies noch nicht möglich ist, für diese die amtliche Notierung des freien Kassahandels (variabel) erstreben.

Neben diesen, den Effektenverkehr betreffenden Änderungen wird noch eine Umstellung des Devisen-Handels beabsichtigt. Man will nach Aufhebung der Devisenordnung vom 8. 2. 1917 entgegen dem bisherigen Gebrauch Wechsel auf ausländische Plätze auch auf spätere Termine handeln und notieren, um dringenden Wünschen und Bedürfnissen des Warenhandels, wie sie namentlich von dem Zentralverband des deutschen Großhandels geltend gemacht worden sind, zu entsprechen. Es ist dies besonders eine Frage der Bonität der einzelnen Firmen und müßten wohl durch Einführung eines Clearing-Systems Sicherungen geschaffen werden.

Die Börsenbehörden werden also in nächster Zeit reichlich zu tun haben, um alle diese und ähnliche Vorschläge zu prüfen, und ist zu hoffen, daß die Beschlüsse es der Börse gestatten werden, sich freier zu entwickeln als im letzten Jahrzehnt; denn trotz aller Anfeindungen und Beschränkungen, welchen die Börse in den verflossenen Jahren ausgesetzt war, hat sich wohl endlich die Ansicht von der Notwendigkeit einer starken, kräftigen Börse mehr und mehr durchgesetzt.

Nach den vernichtenden Friedensbedingungen werden auch die deutschen Börsen von ihrer stolzen Höhe, die sie in mühsamer Arbeit errungen haben, herabgleiten. Nicht mehr weltumspannend wird das Geschäft sein; alle internationalen Verbindungen sind abgebrochen. Dazu tritt, daß viele solide Aktiengesellschaften wahrscheinlich für den Verkehr fortfallen, da ihr Standort von Deutschland abgetrennt wird.

Aber es muß die Hoffnung bleiben, daß endlich damit aufgehört wird, durch die dauernden Streiks und Lohnsteigerungen bei reduzierter Arbeitsleistung die deutsche Wirtschaft vollständig zu Grunde zu richten. Wenn sich wieder Alle auf die Notwendigkeit der Arbeit besinnen, dann wird auch für unsere durchweg gut fundierten deutschen Werte und damit auch für die Börse eine bessere Zukunft zu erhoffen sein und neues Leben aus den Ruinen erblühen.

## Kriegsanleihen und Finanznot.

Von Reg.-Rat a. D. Karl Elster, Schkeuditz.

### I.

Vor etwa zehn Jahren beschäftigte der angeblich niedrige Kursstand der deutschen Reichs- und Staatsanleihen die Öffentlichkeit. Man war damals verschiedener Meinung über die Gründe dieser Erscheinung und die zu ihrer Beseitigung geeigneten Mittel; Einmütigkeit aber herrschte in der Auffassung, daß der Kurs niedrig sei.

Damals habe ich in meinem Aufsatz: „Der Kursstand der deutschen Reichsanleihen und der preußischen Staatsanleihen“ (Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, III. F. 41. Bd. S. 153 ff.) die Ansicht vertreten, daß das Dogma vom niedrigen Kurse der Staatspapiere der Kritik nicht Stand zu halten vermöge. Ein Vergleich der Staatsrentenkurse mit dem Kurse anderer festverzinslicher (und mündelsicherer!) Werte (Rentenbriefe, landwirtschaftlicher Pfandbriefe, Provinzialanleihen) ließ vielmehr erkennen, daß der Kursstand der vierprozentigen Staatspapiere von keinem Einzelpapier, der der anderen von keiner Kategorie von Vergleichspapieren auch nur erreicht wurde. Der Kurs der Staatspapiere war also nicht niedrig, sondern — gemessen an den Verhältnissen des deutschen Kapitalmarktes — hoch. Das falsche Dogma von ihrem niedrigen Kurse beruhte auf dem verfehlten Vergleiche unserer Kurse mit ausländischen Kursen, die von anderen Verhältnissen auf anderen Märkten bestimmt, sich anders als die unsrigen stellen mußten.

Und heute? An Stelle langer Betrachtungen genügt die Feststellung, daß die mit 5 pCt. verzinslichen Kriegsanleihen im Kurse um fast 25 pCt. tiefer stehen als vierprozentige Hypothekendarlehen. Für diese traurige und tief beschämende Erscheinung gibt es in der Tat nur eine einzige Erklärung: Die Kriegsanleihen gelten nicht mehr für sicher.

Ist ein starkes Mißtrauen gegen die Kriegsanleihen nicht abzuleugnen, so bleibt nur die Frage nach dem Grunde dieses Mißtrauens noch offen. Bezweifelt man, daß die Reichsleitung den guten Willen hat, ihre vertraglichen Verpflichtungen zu erfüllen? Oder nimmt man an, daß sie dazu — trotz besten Willens — sich eines Tages außerstande sehen könnte?

Die erste dieser Möglichkeiten zu erörtern ist peinlich. Haben doch an der Reichsleitung in führender Stellung beteiligte Männer und insonderheit auch Vertreter der Sozialdemokratie, sich mit ihrem Worte für die Sicherheit der Kriegsanleihen verbürgt und läßt sich doch sagen, daß es politisch denkbar unklug wäre, weil es den Kredit des Reiches auf lange untergraben müßte, wollte man heute den Nothelfern der Kriegszeit die Treue brechen. Und doch! — Mancher mag sagen, daß die Worte dieser selben Männer doch auch in anderen Fällen ihren Taten nicht recht entsprochen hätten, und daß man um Gründe, den Wortbruch als das Gebot einer höheren Ethik darzustellen und zu rechtfertigen, kaum in Verlegenheit geraten werde; und andere wieder möchten meinen, daß sie die politische Einsicht, die ja gewiß Treue am Treue verlangt, bei unseren leitenden Männern schon allzu oft vermißt hätten, und daß sie darum doch Bedenken trügen, allzu fest auf sie zu bauen.

Dieses also mag hier offen bleiben; eine Beantwortung aber verlangt die andere Frage, ob gewisse Anzeichen die Gefahr als gegeben erscheinen lassen, daß das Deutsche Reich eines Tages außerstande sein möchte, dem Zinsendienste zu genügen.

Von einer solchen Gefahr kann schlechterdings nie die Rede sein; freilich nicht darum, weil die gesamte Volkswirtschaft mit ihrem ganzen Vermögen und Einkommen die Sicherheit der Anleihen verbürgte, sondern allein aus dem Grunde, weil die Zahlungsfähigkeit eines Staates, des Herrn der Geldschöpfung, im Gelde eigener Währung schlechterdings ohne jede Begrenzung ist. Die Notenpresse ist der allmächtige Garant der deutschen Kriegsanleihen.

### II.

Als Schuldner der Kriegsanleihen hat das Deutsche Reich eine doppelte Verpflichtung übernommen, nämlich die Zinsen zu zahlen und das entlehnte Geld vor einem bestimmten Zeitpunkte nicht zurückzuerstatten. Daß es dieser Verpflichtung jederzeit zu genügen imstande ist, steht fest. Und dennoch! — Dürften wir das Reich des Vertragsbruches zeihen, beschlösse es, an Stelle der von ihm vertraglich übernommenen Leistungen seinen Gläubigern eine andere aufzudrängen, die für diese wirt-



schaftlich günstiger, zum mindesten aber nicht ungünstiger als die ausbedungenen Leistungen wäre? Ein Vorgehen dieser Art würde dem Buchstaben des Rechtes widersprechen, dem Geist des Rechtes widerstrebt es nicht; und wenn es zudem dazu dienen könnte, unsere Volkswirtschaft vor der Gefahr weiterer Erschütterungen zu bewahren und unsere zerrütteten Finanzen wieder ihrer Gesundheit entgegenzuführen, so würde der Staatsmann, der aus Bedenklichkeit sich ihm versagt, nicht seine Gewissenhaftigkeit, sondern nur seine geistige Enge und Unzulänglichkeit dartun.

Diese Auffassung mag zunächst befremden, und es liegt mir fern, die in diesem Falle für das Reich in Anspruch genommene facultas alternativa etwa ganz allgemein dem Schuldner zuzubilligen. Ich möchte sie aber andererseits auch nicht als Notrecht begründen; denn — wie festgesetzt — wird das Reich stets in der Lage sein, den von ihm übernommenen Verpflichtungen auch formal-juristisch zu genügen. Aber ich meine, daß die Geldverhältnisse durch den unglücklichen Ausgang des Krieges und die seit dem November vorigen Jahres beliebte Finanzwirtschaft eine so völlige Umwälzung erfahren haben, daß es unter Umständen Vernunft zum Unsinn, Wohltat zur Plage machen hieße, wollte man aus formalen Bedenken die Frage ungeprüft lassen, ob nicht vielleicht der Gesamtheit und zugleich auch den Anleihegläubigern (deren Verkürzung zugunsten der Allgemeinheit ich nicht befürworte) durch eine in den Anleihebedingungen nicht vorgesehene anderweite Regelung ihrer Rechte gedient werden könnte.

Aus dieser Auffassung heraus halte ich einen Vorschlag für ernstester vorurteilsfreier Prüfung wert, mit dem Friedrich Bendixen<sup>1)</sup> in diesen Tagen vor die Öffentlichkeit getreten ist. Der den Lesern dieses Archives aus zahlreichen Veröffentlichungen bekannte Finanzpolitiker gibt der Reichsregierung den dringenden Rat, die Kriegsanleihen im Interesse der Staatsfinanzen, im Interesse der Volkswirtschaft, zugleich aber auch im Interesse der Anleihegläubiger mit (durch die Notenpresse geschaffenen oder giralem) Neugeld zurückzuzahlen<sup>2)</sup>. Ich möchte meinen, daß — der Unkündbarkeit der Anleihen zum Trotz — diese kühne Maßnahme dringend befürwortet werden muß, wenn anzunehmen sein sollte: einmal, daß sie der Allgemeinheit frommt, und zweitens, daß sie die Anleihegläubiger, in deren verbrieft Rechte sie eingreift, wirtschaftlich zum mindesten nicht beeinträchtigt, das heißt: sie nicht schlechter stellt, als sie stehen würden, wenn die erörterte Maßnahme unterbliebe, oder wenn die Kriegsanleihebesitzer für ihr Geld eine andere Anlage als die in Kriegsanleihe gewählt hätten.

Der Vorschlag, Reich und Staat mit einem Schlage von einer drückenden Schuldenlast im Wege der Neugeldschöpfung zu befreien, ist unter der Herrschaft der freien Währung an sich so naheliegend, daß Mephistopheles für diesen argen Rat heute nicht mehr die scheue Bewunderung von Kaiser, Kanzler und Schatzmeister ernten, sondern vermutlich eine ironische Abfertigung erfahren würde. Vestigia terrent. Die Lehren der Geschichte — aus alter wie aus jüngster Zeit — sind ja wahrlich eindringlich genug, und reizen gewiß nicht dazu, Experimente, wie sie John Law, die französische Revolutionsregierung, die Bolschewisten Rußlands und jetzt auch die Regierung des politisch reifen deutschen Volkes unternommen haben, vertrauensvoll nachzuahmen. Wohl wissen wir heute, daß nicht das viel gescholtene Papier es war und ist, dessen Verwendung als Geldstoff das Geld „entwertet“ hat, sondern daß die Vermehrung numerischer Kaufkraft, der keine Vermehrung der verkäuflichen Güter und Leistungen entspricht, das Preissystem verwüsten muß; aber das wissen wir eben, daß die Vermehrung der Kaufkraft im Wege einer regellosen Neugeldschöpfung schlechthin zerrüttende Wirkungen auf eine Volkswirtschaft ausüben kann.

<sup>1)</sup> Kriegsanleihen und Finanznot. Jena (Gustav Fischer) 1919. Preis M. 1.50.

<sup>2)</sup> Oder, was auf dasselbe herauskommt, die Anleihescheine nach Einziehung des Zinsbogens durch Stempelaufdruck zum gesetzlichen Zahlungsmittel zu erklären.

Desungeachtet wäre es m. E. verfehlt, den Vorschlag zur Abbürdung unserer Reichs- (und Staats-) Schulden im Wege der Neugeldschöpfung einfach mit dem Hinweis auf die Erfahrungen früherer Zeiten abzutun. Wir dürfen ja leider nicht verkennen, daß auch die anderen Mittel, den staatlichen Geldbedarf aufzubringen, die ernstesten Gefahren für die Gestaltung unserer wirtschaftlichen Zukunft in sich bergen, und daß das gewagteste Mittel, die Einnahmen des Reiches den Ausgaben anzupassen, immer noch besser wäre, als die Uebernahme immer neuer ungedeckter Ausgaben auf neue Anleihen, also die Verewigung der Defizit-Wirtschaft. Die zunächst zu erörternde Frage, ob die Auszahlung der Reichs- (und Staats-) Gläubiger mit Neugeld der Allgemeinheit frommen möchte, spitzt sich also darauf zu, ob wir überhaupt die Möglichkeit haben, auf einem anderen Wege die Einnahmen und Ausgaben von Reich und Staat zum Ausgleich zu bringen, und — wenn diese Möglichkeit gegeben sein sollte — ob sie sich mit Mitteln verwirklichen ließe, die weniger schädlich wirken würden, als eine Inflation mit (etwa) 100 Milliarden neuen Geldes unter allen Umständen wirken muß. Die mutmaßlichen Folgeerscheinungen einer solch ungeheuerlichen (aber mit kühler Berechnung herbeigeführten) Inflation wären hiernach in erster Reihe zu betrachten.

### III.

An sich ist die Inflation besser als ihr Ruf, und ihr Widerpart, die Kontraktion, nicht die unbedingt empfehlenswerte Maßnahme, für die sie gilt. Die Kontraktion ist Konsumentenpolitik und liegt als solche im Zuge der Zeit; freilich hätten wir aus den Erfahrungen vierer Kriegsjahre lernen können, daß eine Wirtschaftspolitik, die die Interessen des Erzeugers über denen des Verbrauchers vergißt, auf die Produktion einen lähmenden Einfluß übt und darum doch letzten Endes nur wieder zum Schaden des Verbrauchers ausschlägt. Schließlich haben ja beide — Produzent und Konsument — nur das eine gleiche Interesse, das Interesse am Gedeihen des wirtschaftlichen Ganzen: eine Selbstverständlichkeit, die sich auch dem Parteimanne aufdrängen müßte, würden dessen Forderungen nicht in erster Linie von den Rücksichten auf die Stimmung der Menge — das heißt heute: vom Befehle der Gasse und Gosse — bestimmt.

Nicht ein „Abbau der Löhne und Preise ist eine der wichtigsten Aufgaben der Uebergangswirtschaft“. Im Gegenteil: Versuche nach dieser Richtung, über die noch vor Jahresfrist sich allenfalls hätte reden lassen, könnten heute nur als eine Eisenbartkur bezeichnet werden, der die geschwächte deutsche Wirtschaft nach menschlicher Voraussicht erliegen müßte. Das einzige Gebot der Stunde heißt Arbeit, und die Maßnahmen der Uebergangswirtschaft dürfen nur auf das eine Ziel abgestellt sein, dieser Arbeit den freien Raum zu gewähren.

Die Inflation<sup>3)</sup> bedeutet: Im Inlande hohe Preise, im Verhältnis zum Auslande (regelmäßig, wenn auch nicht notwendig) ein niedriger intervalutarischer Kurs. Also doch zwei unbedingt unerwünschte Folgen? Ich meine: Nein! Daß die absolute Höhe der Preise vollkommen gleichgültig ist, lehrt ein Blick in die Vergangenheit. Uns tut es nicht mehr weh, wenn wir gelegentlich in kulturhistorischen Betrachtungen von den Preisen vergangener Zeiten lesen, und in nicht allzu langer Zeit — denn wir leben heute schnell — wird auch der Preisstand von 1914 nur noch geschichtliches Interesse erregen. Und der Stand der Valuta? Nicht der hohe Kurs ist das letzte Ziel, sondern der feste Kurs. Die absolute Höhe des Markkurses ist für uns ebenso gleichgültig, wie die absolute Höhe des inländischen Preisniveaus.

Bedenklich sind nicht der niedrige Kurs und der hohe Preis, sondern der sinkende Kurs und der steigende Preis. Aber auch der steigende Kurs und der sinkende Preis sind nicht das Ziel einer einsichtigen Wirtschaftspolitik. Stetigkeit in Handel und Wandel ist der Boden, auf dem die Wirtschaft zur Blüte gedeiht.

<sup>3)</sup> Vgl. hierzu des Verfassers: Die deutsche Valutapolitik nach dem Kriege. Stuttgart (Ferd. Enke) 1919.



Aus dieser Erwägung heraus muß der Forderung auf Abbau der Löhne und Preise entschieden widersprochen und statt ihrer die Forderung erhoben werden, die Inflation zu konsolidieren. Eine Wirtschaftspolitik, die sich die Aenderung des Preissystems zum Ziele setzt, arbeitet der Möglichkeit, endlich wieder zu stetigen Verhältnissen zu gelangen, entgegen; und darum stört sie die deutsche Volkswirtschaft, die Ruhe braucht, um sich zu erholen.

Die gleiche Erwägung steht aber auch einer planmäßigen Inflation entgegen, denn auch sie bedroht uns mit einer Verlängerung der schon allzulange dauernden Unsicherheit. Und doch besteht ein Unterschied: Wir haben heute nicht den geringsten Grund zu der Annahme, daß ein allgemeiner Rückgang der Preise die deutsche Produktion beeinträchtigen möchte, wenn wir nicht gerade künstlich auf ihn hinarbeiten; wir haben aber Grund genug zu der Befürchtung, daß die Finanznot alljährlich neue kleinere Inflationen veranlassen könnte, die einer Wiederkehr stetiger Produktions- und Absatzverhältnisse auf lange hinaus entgegenwirken müßten. Die einmalige große Inflation wird ja nicht — wie die Kontraktion — als Mittel empfohlen, die Verhältnisse gegenüber dem Stande von heute zu bessern. Sie ist ein Uebel, ein großes Uebel, und wird als solches anerkannt. Sie soll nicht Besserung bringen, aber sie soll vor Schlimmerem bewahren. Sie soll das Mittel sein, dem größeren Uebel, der schleichenden Inflation, zu begegnen.

Was wären die Folgen, wenn heute Reichs- und Staatsanleihen im ungerähren Betrage von 100 Milliarden Mark zurückgezahlt würden? zu Gelde würden? Ein beispielloses Angebot an flüssigem Kapital. Nicht zu befürchten aber wäre ein stürmisches Emporschnellen der Preise auf dem Warenmarkte. Dieses Geld wäre ja — aus dem Gesichtswinkel der Privatwirtschaft heraus betrachtet — kein Einkommen, das verbraucht werden dürfte. Es wird zunächst nicht kaufend zu Markte gehen, sondern als Bankguthaben (wohl unverzinslich) stilliegen, bis es eine neue Anlage gefunden hat.

Damit wäre zunächst die vielerörterte Frage, wie die deutsche Industrie nach Friedensschluß ihren Kapitalbedarf decken könnte, ohne weiteres erledigt. Das arbeitslose Kapital wird stürmisch in die Unternehmung drängen, und bei sinkendem Zinsfuß doch nur ganz allmählich Anlage finden. Der Kurs der festverzinslichen Werte so gut wie der Dividendenpapiere wird steigen. Hypotheken werden gekündigt und zu neuem niedrigeren Zinse hereingenommen werden. Die Voraussetzungen für eine Hochkonjunktur wären geschaffen.

Ausländisches Kapital würde von einer Anlage in deutschen Werten zurückgehalten werden, deutsches Kapital vielleicht zum Teil den Weg ins Ausland finden. Ein weiterer Rückgang des Marktkurses stände hiernach zu erwarten.

Aber — vielleicht, und ich möchte selbst meinen: wahrscheinlich — kein nennenswertes Steigen der Marktpreise. Wohl sind die Voraussetzungen für ein solches „auf der Geldseite“ gewiß gegeben, wenn und sobald das neue Geld Anlage findet und alsdann kaufend zu Markte geht. Aber: so gewiß die Preise durch die Art der Geldschöpfung beeinflußt werden, so gewiß doch nicht nur durch die Art der Geldschöpfung; und die hier nur in großen Zügen gezeichneten Entwicklungsmöglichkeiten (niedriger Zinssatz, vermehrte Produktion) sind auch wieder ganz geeignet, einem Steigen der Preise „von der Wareseite her“ zu begegnen.

Immerhin muß der Möglichkeit Rechnung getragen werden, daß eine Inflation vom Umfange der hier erörterten auch noch zu einem weiteren Steigen der Marktpreise führen könnte, so wie sie ganz bestimmt ihrem Sinken entgegenwirken muß. Wohl sprechen gewichtige Gründe dagegen, aber nur ein skrupelloser Dilettantismus wird sich hier zu einer bestimmten Voraussage der zu erwartenden Preisgestaltung verführen lassen.

Und unsere Wettbewerbsfähigkeit auf dem Weltmarkte? Ich möchte meinen, sie wäre uns — innerhalb der Grenzen, die durch die Bestimmungen des Friedensvertrages gezogen werden — verbürgt; verbürgt durch

den Tiefstand unserer Valuta, mit dem, als einem dauernden Zustande, wir uns wohl abzufinden haben.

Wo viel Licht ist, da ist viel Schatten. Die Gründe, die den Entschluß zu der hier erörterten, nicht empfohlenen Maßnahme so unendlich schwer machen, liegen so offensichtlich zutage, daß es nur ihrer Andeutung bedarf. Die Inflation, die dem Schuldner dient, schröpft den Besitzer von Geld und Geldforderungen. Wir dürfen uns nicht verhehlen, daß die Verewigung des heutigen Preisstandes — selbst wenn wir mit einer weiteren Verteuerung nicht mehr rechnen wollen — für die vielen, die außerstande sind, ihr Einkommen zu steigern, ein Herabsinken zu tieferer Lebenshaltung, in vielen Fällen Sorge und Armut bedeutet. Eine tief schmerzliche Aussicht, die den Entschluß zur Inflation verbieten müßte, wäre diesen beklagenswerten Opfern (nicht des Krieges, sondern der Revolution) auf anderem Wege noch zu helfen. Aber ich sehe keinen Weg, der sie zu besseren Tagen führen könnte. Das große Rad ging über sie hinweg.

Eine Neugeldschöpfung in Höhe von 100 Milliarden Mark und die Rückzahlung von Reichs- und Staatsschulden in Höhe dieses Betrages würden es möglich machen, auf jährlich 5 Milliarden Mark Steuern zu verzichten. Auch dann freilich blieben neue schwere steuerliche Auflagen wohl unerläßlich; schon allein zwecks Abdeckung der (zum mindesten hart an die äußersten Grenzen unserer Leistungsfähigkeit heranreichenden) Kriegsschädigung an unsere Feinde. Ohne eine neue Belastung des Besitzes, auch ohne die einmalige Vermögensabgabe, wird es also kaum abgehen; immerhin aber ließe sich hoffen, daß wir nicht gerade zu einer die Produktion lähmenden Konfiskation des Kapitals zu greifen brauchten.

Ich gehöre nicht zu denen, die der Ansicht sind, daß die Deckung der staatlichen Bedürfnisse vornehmlich im Wege der direkten Besteuerung die deutsche Volkswirtschaft ruinieren müßte; wohl aber meine auch ich, daß sie sie ruinieren könnte. Die Behebung der innerhalb der deutschen Volkswirtschaft bestehenden Verschuldung von Reich und Staat ist ja in der Tat nur ein Verteilungsproblem. Aber dieses Verteilungsproblem ist von so ausnehmender Schwierigkeit, daß nur ein finanzpolitischer Bismarck oder Napoleon seiner Herr zu werden Aussicht hätte; und von dem Geiste eines solchen Heroen habe ich in den gewiß ganz braven Kundgebungen der mit dem Wiederaufbau unserer Finanzen betrauten Männer und Stellen bisher noch keinen Hauch verspürt.

An sich sind die Verhältnisse für die Erhebung einer großen Vermögensabgabe in Deutschland z. Zt. so günstig, wie nie zuvor; dieses deshalb, weil in einem früher nicht geahnten Umfange das Sachkapital die Form von Geldkapital angenommen hat. Grund und Boden, der nicht genügend genährt und bearbeitet werden konnte; Pferde, Kühe und Automobile, die verkauft und nicht ersetzt worden sind; Maschinen, Werkzeug und sonstiges Betriebsinventar, das der Krieg vernützt hat; Rohmaterialien und sonstige Bestände der Warenlager, die er verschlang; ja selbst Hausrat, Kleidung und Wäsche, die im Verlaufe der letzten Jahre nicht mehr ergänzt werden konnten: sie alle sind Geld und in der Folge zu Kriegsanleihe geworden. Es bedarf wohl der Ausführung nicht, um wie viel leichter unter diesen Verhältnissen die Erhebung einer großen Vermögensabgabe technisch durchführbar ist, als zu anderen Zeiten. Und doch: alle diese in Kriegsanleihe vorhandenen Beträge sind ja, wie ihre Entstehung uns lehrt, nur zum ganz geringen Teile Ersparnisse, deren Verlust durch eine Einschränkung der Lebenshaltung ausgeglichen werden könnte. Sie sind Betriebskapitalien und Betriebsreserven; und will man sie steuerlich heimsuchen, so kann es ohne eine lebensgefährliche Schädigung unserer Wirtschaft nur dann geschehen, wenn es gleichzeitig gelingt, die Produktion durch eine umfassende Kreditgewährung zu stützen.

(Es gibt freilich auch eine sonderbare Auffassung, die dahin geht, zwecks Wiederherstellung des früheren Preisstandes in der Uebergangswirtschaft den Kredit einzuschränken, insonderheit den Diskont zu erhöhen. Man



wird mir aber nach allem wohl nicht zumuten, mich mit Vorschlägen dieser Art auseinanderzusetzen.)

Also: umfassende, weitherzige Kreditgewährung. Was aber bedeutet eine solche? Inflation! Weil die scharfe Heranziehung des Besitzes zu den Kriegskosten nicht möglich ist ohne Ausgestaltung des Kredites, und weil die Gewährung dieser Kredite nicht anders möglich ist, als durch Neugeldschöpfung und Inflation: darum bin ich der Ueberzeugung, daß die Abbürdung der Kriegsschulden durch direkte Steuern zu einer Rückbildung der Preise nicht führen, daß also durch die planmäßige Inflation auch die Lage derer kaum mehr verschlechtert werden wird, die mit einem festen Einkommen sich den völlig veränderten Preisverhältnissen anpassen müssen.

Man liest zwar häufig, daß die Steuern vom Einkommen — und die vom Vermögen, indem sie das Einkommen kürzen — die Preise rückbildend beeinflussen müßten; dies deswegen, weil weniger Geld für die Verbrauchszwecke der Privatwirtschaften frei bleibe und Waren kaufen könne. Aber: wir wollen uns doch — so gewiß ein Gran Wahrheit in dieser Betrachtung liegt — nicht täuschen. Welche Einkommen sind es denn, deren gewaltige Steigerung in der Verteuerung der Lebenshaltung ihr Widerspiel findet? Doch die der Lohnarbeiter! Und ich kann nicht recht glauben, daß deren scharfe Heranziehung zu den Lasten der Allgemeinheit im „neuen Deutschland“ zu erwarten steht.

Nach allem halte ich die Abbürdung der Kriegsschulden mit Neugeld für den aussichtsvolleren Weg zur Gesundung unserer Reichs- und Staatsfinanzen zu gelangen, als den der Hochspannung der direkten Steuern. Der Inflation entgehen wir in keinem Falle. Der erste Weg aber ermöglicht uns, nachdem die große Inflation bewirkt worden ist, unmittelbar die Rückkehr zu einer geregelten Geldschöpfung, und er erhebt uns der gewaltigen Schwierigkeiten, die einmal einer erträglichen Verteilung der Lasten, und des weiteren einer zulänglichen Organisation des Produktionskredites unter allen Umständen entgegenstehen.

So böte der (gewiß schwerel) Entschluß, die Kriegsanleihen mit Neugeld zu tilgen, die günstige Aussicht, doch noch in absehbarer Zeit zu gesunden Reichsfinanzen zu gelangen; schon diese Tatsache allein legt ihn nahe genug. Für die von Bendixen empfohlene Regelung spricht aber noch außerdem die Erwägung, daß sie die deutsche Volkswirtschaft vor den Erschütterungen bewahren könnte, die der Tiefstand der Kriegsanleihekurse als dauernde Erscheinung unweigerlich nach sich ziehen müßte. In dieser Hinsicht darf an Stelle jeder weiteren Erörterung schon allein der Hinweis auf die zahlreichen gemeinnützigen Anstalten aber auch erwerbswirtschaftlichen Unternehmungen genügen, die ihr Vermögen zum großen Teile, ihre Betriebsreserven vielleicht fast ausschließlich in Kriegsanleihe angelegt haben, deren Existenz also in dem Augenblicke in Frage gestellt sein könnte, in dem die bis heute erlittenen Kurseinbußen als endgültiger Vermögensverlust abgeschrieben werden müßten.<sup>4)</sup>

Diese Vorteile halte ich für so außerordentlich groß, daß ich ihnen gegenüber sogar dasjenige Bedenken zurückstellen möchte, das mir als das bei weitem schwerstwiegende erscheinen will: den Einfluß nämlich, den die Erkenntnis von der Möglichkeit einer Schuldentilgung durch Neugeld auf die Finanzgebarung der heute Regierenden ausüben könnte. Vielleicht möchte sie zu dem gefährlichen Glauben verführen, daß, was einmal möglich war, auch ein zweites und drittes Mal versucht werden könnte. Davon kann freilich nie die Rede sein: Was als einmalige außerordentliche Maßnahme unter ganz besonderen Verhältnissen zulässig und gedeihlich sein mag, darf nie und nimmer zum regelmäßigen Aushilfsmittel einer unzulänglichen Finanzwirtschaft werden. Die einmalige Maßnahme soll und kann zur Festigung unserer unsicher gewordenen Preis-Absatz- und Produktionsverhältnisse führen; ihre Wiederholung aber müßte genau das Gegenteil bewirken und die Verewigung der Unsicherheit zur unausbleiblichen Folge haben.

Nach allem müßte ich — mit Bendixen — die Zurückzahlung der Kriegsanleihen noch vor Ablauf der Kündigungsfrist aus Mitteln der Neugeldschöpfung befürworten, wenn ich annehmen dürfte, daß diese der Allgemeinheit dienliche Maßnahme ohne Schädigung der Kriegsanleihebesitzer durchführbar wäre. Zu dieser Annahme aber vermag ich nicht zu gelangen. Ich will gewiß nicht bestreiten, daß viele Besitzer von Kriegsanleihe — vielleicht die Mehrzahl — sich heute nichts Besseres wünschen mögen, als eine Rückzahlung zum Parikurse. Aber: so gewiß viele darin ihren Vorteil erblicken werden, als ebenso zweifellos will mir doch auch scheinen, daß eben nur vielen, aber durchaus nicht allen, damit gedient sein würde. Zum mindesten diejenigen unter ihnen, denen an festen Einkommen, nicht an der kursmäßigen Höhe des Kapitals entscheidend gelegen ist — und zu diesen dürften in ihrer Mehrzahl gerade die kleinen Zeichner zu rechnen sein — erleiden eine ganz offensichtliche schwere Beeinträchtigung ihrer Rechte. An Stelle eines mit 5 pCt. verzinslichen Anlagepapiers erhalten sie Geld; und wenn dessen Betrag auch ganz wesentlich (nämlich um nahezu 25 pCt.) höher sein mag, als der Betrag, der dem heutigen Kursstande der Kriegsanleihen entspricht, so haben sie doch keinerlei Gewähr, ob, wann und zu welchem Zinssatze sie eine neue Anlage finden könnten. — Sie werden sie finden? Vielleicht. Aber ganz gewiß werden sie den Zinsertrag nicht wieder erzielen, den man ihnen noch auf Jahre hinaus feierlich verbrieft hat. Die Maßnahme wäre ja weit schlimmer als eine Konversion; denn die Konversion läßt dem Gläubiger immer noch die Wahl zwischen der Rückgewähr zum Parisatze und dem neuen gekürzten Zinsertrage. Die vorzeitige Rückzahlung würde aber nicht einmal die Gewähr eines gekürzten Zinsertrages bieten. — Aber: die Gesundung unserer Finanzen und in ihrer Folge die Gesundheit unserer Wirtschaft und die Festigung des Preissystems ist ein Gewinn, an dem jeder Besitzer von Geld und Geldeswert seinen Anteil hat, und der einen vorübergehenden Zinsverlust voll aufwiegen muß? Gewiß und — vielleicht. Aber wer verbürgt den Besitzern der Kriegsanleihe die Wiederkehr solcher erwünschten Verhältnisse? Und warum sollen andere ohne Gegenleistung, sie aber sich nur mit gekürztem Einkommen ihrer erfreuen? — So mag man die Last auf breitere Schultern legen und gleichzeitig durch ein Gesetz allen Schuldnern nachlassen, Kapitalien aller Art ohne Kündigungsfrist zurückzuzahlen? Dieses wäre in der Tat das mindeste, was man fordern müßte: einmal, um der Hinübernahme zu hoher Zinsen in die neue Wirtschaft zu beugen; des weiteren, um den Besitzern der Kriegsanleihen die Beteiligung an allen Anlagemöglichkeiten freizugeben; und schließlich, um zu zeigen, daß, wenn das Reich als Schuldner versagt, auch alle anderen Schuldner versagen müssen, daß also die Reichsanleihe, wenn auch nicht das sicherste Anlagepapier, so doch nicht weniger sicher als irgend ein anderes ist. Wie bedenklich aber wäre ein solcher Schritt! Wie unübersehbar die Tragweite eines solchen Gesetzes! Wie gewaltig die Schwierigkeit, die Rückzahlungsbedingungen in einer allen Sonderfällen genügenden und denen der Kriegsanleihe entsprechenden Weise gesetzlich festzulegen!

Glaube ich nach allem die Rückzahlung der Kriegsanleihen auch an diejenigen Gläubiger des Reiches, die eine Rückzahlung nicht wünschen, ungeachtet der schwerwiegenden Gründe, die zweifelsohne für sie sprechen nicht befürworten zu sollen, so muß ich auch dem Eventualvorschlage Bendixens, die Kriegsanleihen in unverzinsliche Schatzwechsel mit sechsmonatiger Laufzeit umzuwandeln<sup>5)</sup>, das gleiche Bedenken entgegentragen. Auch diese Regelung käme ja gewiß der Allgemeinheit zustatten, aber m. E. auch nur unter Beeinträchtigung derjenigen Anleihebesitzer, die auf Grund der von den maßgebenden Stellen abgegebenen Erklärungen damit gerechnet haben (und damit rechnen durften!), in den Kriegsanleihen ein festes Anlagepapier zu erwerben.

<sup>4)</sup> Vgl. Bendixen: a. a. O. S. 26.

<sup>5)</sup> a. a. O. S. 29.



Man möge hiernach die schwebenden Schulden von Reich (und Staat) aus Neugeld tilgen, und darüber hinaus möge man Neugeld in unbeschränkter Menge zum Ankauf der Anleihen am freien Markte verwenden. Man möge auch die Rückzahlung aller Kriegsanleihen zum Parikurse anbieten. Eine wesentliche Verringerung des Zinsdienstes und damit auch eine Entlastung des Reiches von laufenden Ausgaben wird zweifellos auch auf diesem Wege zu erreichen sein, und auch dem Kursstande der Kriegsanleihen wird dieses Vorgehen zustatten kommen. Weiter aber gehe man nicht, man wolle denn das in schwerer Stunde feierlich gegebene Wort brechen und das Vertrauen derer täuschen, die dem Reiche als dem zahlungsfähigen und zahlungswilligen Schuldner zur Zeit der Not geholfen haben.

\* \* \*

Dieser Vorschlag bedeutet freilich eine andere als die von Bendixen empfohlene Regelung; und ich habe wohl nicht das Recht, ihn als eine Modifikation des Bendixen'schen Reformplanes darzustellen und als solche mit dem Hinweise auf die Autorität Bendixen's einzuführen. Eines aber scheint mir desungeachtet gewiß und auch wesentlich zu sein: beide Vorschläge — mögen sie im übrigen noch so sehr sich unterscheiden — entspringen der gleichen Auffassung von unserer wirtschaftlichen und finanziellen Lage; der Auffassung nämlich, daß das große Uebel einer nochmaligen gewaltigen Inflation doch noch das kleinste Uebel ist, und daß wir es entschlossen auf uns nehmen müssen, wenn anders wir in absehbarer Zeit zu einer Gesundung unserer Finanzen und unseres Geld- und Währungswesens gelangen wollen.

### Zur beantragten Erschwerung der Kuponeinlösung.

Der Centralverband des Deutschen Bank- und Bankiergewerbes (E. V.) richtete unterm 12. Juli d. J. an die Nationalversammlung folgende Eingabe:

„Die Sozialdemokratische Fraktion der Nationalversammlung hat laut Zeitungsnachrichten die Erlassung eines Gesetzes beantragt, nach welchem künftighin die Einlösung von Kupons börsenfähiger Schuldverschreibungen und Inhaber-Papiere von den Schuldnern und deren Beauftragten nur unter Vorweisung der vollständigen Schuldverschreibungen, Aktien, Pfandbriefe, Kuxe in der Gestalt erfolgen darf, wie sie die Voraussetzung des Börsenhandels bildet, und wonach ferner ausländische Zahlstellen zur Einlösung der Zinsen solcher Papiere nicht berechtigt werden dürfen.

Wir nehmen an, daß dieser Antrag den an sich billigen Zweck hat, die Steuerflucht deutschen Effektenbesitzes ins Ausland zu verhindern. Wir halten uns indessen für verpflichtet, unserer Ueberzeugung dahin Ausdruck zu geben, daß der sozialdemokratische Gesetzesentwurf zur Erreichung dieses Zwecks völlig falsche Wege einschlägt. Durch die vorgeschlagene Maßnahme wird die Steuerflucht keineswegs verhindert, wohl aber werden wichtige Interessen der deutschen Volkswirtschaft geschädigt und werden in völlig zweckloser Weise die Effektenbesitzer mit vermehrten Risiken und Kosten, die Banken und die Bankgeschäfte sowie die Emittenten mit einer technisch garnicht durchführbaren Arbeit belastet.

I. Die Notwendigkeit, bei der Einlösung jedes Kupons Mäntel, Zinshogen und Talons bei einer inländischen Einlösungsstelle zwecks Vernehmung mit einem Vermerk über das Datum der Einlösung vorzulegen, bedeutet zwar für denjenigen deutschen Effektenbesitzer, welcher seine Papiere in ausländischer Verwahrung ruhen hat, eine wesentliche Erschwerung des Einlösungsvorgangs, aber gerade derjenige Besitzer, welcher den ausländischen

Verwahrungsort zu Zwecken der Steuerflucht gewählt hat, wird diese Erschwerung, mit der keineswegs eine Aufdeckung und steuerliche Erfassung des verheimlichten Effektenbesitzes verbunden ist, da die Versendung durch einen ausländischen Mittelsmann erfolgen kann, in der Regel ruhig in Kauf nehmen. Sollte er hierzu nicht gewillt sein, so wäre es für ihn nicht schwer, seine Anlagen in inländischen Werten in ausländische, durch das Gesetz nicht betroffene Anlagen umzuwandeln. Auch derjenige Besitzer inländischer Effekten, der dieselben in der Absicht der Steuerflucht zwar nicht ins Ausland gebracht hat, sondern außerhalb bankmäßiger Verwahrung im Inlande aufbewahrt, hätte bei Erfüllung der gesetzlichen Einlösungsformalitäten keine steuerliche Erfassung seines Besitzes, sondern nur eine Belästigung zu besorgen, welche ihn höchstens zur Aenderung der Anlage seines steuerflüchtigen Vermögens veranlassen wird.

II. So zweifelhaft hiernach die Vorteile sind, die für den Steuerfiskus mit der Verwirklichung des vorliegenden gesetzgeberischen Vorschlages verbunden wären, so unzweifelhaft und sicher stehen die außerordentlichen Schädigungen einer solchen Maßnahme für unsere Volkswirtschaft fest.

Die Erleichterung des Zinsen- und Dividendenbezugs durch Einreichung des vom Wertpapier abgetrennten Kupons ist der wesentliche Grund für die Beliebtheit der Kapitalanlage in Wertpapieren. Fällt diese Erleichterung fort, so würde dies unfehlbar auf den Kurs sämtlicher inländischer Wertpapiere und namentlich auf denjenigen der Kriegs- und sonstigen inländischen öffentlichen Anleihen eine überaus nachteilige Wirkung haben. Die gegenwärtigen Zeiten sind wahrlich nicht danach angetan, den Besitzern dieser Werte zu den Verlusten, die sie infolge des unglücklichen Ausgangs des Krieges bereits erlitten haben, ohne zureichenden Grund noch neue aufzubürden. Noch schwerer fällt ins Gewicht, daß die im Interesse unserer Rohstoff- und Lebensmittel-Einfuhr, im Interesse der Verbesserung des Standes unserer Zahlungsbilanz und damit unserer Währung außerordentlich wichtige und erwünschte Ausfuhr deutscher Wertpapiere ins Ausland angesichts der dem ausländischen Besitzer auf diese Weise erwachsenden Belästigungen nahezu unmöglich gemacht werden würde. Noch mehr: es stünde sogar zu erwarten, daß solche deutschen Wertpapiere in ausländischem Besitz, welche nicht unter die im § 4 des Entwurfs vorgesehene Ausnahme fallen, also insbesondere die ins befreundete oder neutrale Ausland verkauften deutschen Kriegsanleihen, angesichts der erschwerten Kuponeinlösung ins Inland zurückströmen und ein auf den Kurs drückendes Angebot verursachen werden.

Das Verbot der Errichtung ausländischer Zahlstellen für inländische Emissionen würde diese nachteiligen Wirkungen noch verstärken; sollte es nach dem Willen der Antragsteller mit rückwirkender Kraft ausgestattet werden, so läge hierin überdies ein unzweifelhafter Rechtsbruch gegenüber ausländischen Besitzern, welche deutsche Papiere im Vertrauen auf deren Einlösbarkeit an ihrem Wohnorte erworben haben.

Die im § 4 des Entwurfs vorgesehenen Ausnahmen sind nicht geeignet, diese Schädigungen hintanzuhalten. Es erscheint bedenklich, die vor dem Kriege in den ausländischen Verkehr eingeführten und ausländischen gestempelten deutschen Inhaberpapiere im ausländischen Handel mit einer Vorzugsstellung gegenüber andern Werten der gleichen Gattung auszustatten, ganz abgesehen davon, daß die Voraussetzung der Antragsteller, wonach aus dem ausländischen Stempel der Zeitpunkt



der Stempelung stets ersichtlich wäre, für viele Länder nicht zutrifft. Die in § 4 unter Ziffer 2 und 3 für reine Auslands-Emissionen deutscher Emittenten vorgesehenen Ausnahmen bieten keinen hinreichenden Ersatz für die Schädigungen, welche das Gesetz, wie oben dargelegt, der deutschen Volkswirtschaft dadurch zufügen würde, daß es allen sonstigen Emissionen die ausländischen Märkte verschlösse.

III. Unter I wurde bemerkt, daß die mit der Erschwerung der Kuponeinlösung verbundene Belästigung den Steuerhinterzieher in der Erreichung seines Zwecks nicht wesentlich behindert. Um so weniger läßt sich die dem redlichen Steuerzahler angebürdete Last rechtfertigen, der, wenn er seine Papiere nicht gerade bei einer Einlösungsstelle im Depot ruhen hat, genötigt ist, an jedem Einlösungstermin die mit der Versendung der Stücke verbundenen Transportgefahren und Kosten auf sich zu nehmen. Von dem riesenhaften Umfang der Arbeit, die sich bei den als Einlösungsstellen funktionierenden Banken und Bankgeschäften infolge der Notwendigkeit der Aufsetzung des Einlösungsdatums auf Mäntel, Zinsbogen und Talons an den Vierteljahrsterminen zusammenhängen würde, haben sich die Antragsteller wohl kaum eine Vorstellung gemacht; auch bei einer erheblichen Vermehrung des ohnehin durch unproduktive Arbeiten für staatliche Zwecke übermäßig in Anspruch genommenen Personals wäre sie angesichts der enormen Zahl der in Betracht kommenden Stücke einfach nicht zu bewältigen. Letzten Endes hätte das Publikum die Spesenlast zu tragen, welche den Banken aus dieser gänzlich nutzlosen Bemühung erwüchse. Durch die Vermehrung der Anzahl der Einlösungsstellen würde diese unfruchtbare Arbeit nicht vermindert, sondern nur auf weitere Kreise verteilt werden; für den Emittenten selbst würde sich damit jedoch das Geschäft der Kuponauszahlung wesentlich komplizierter und unter Umständen auch riskanter gestalten.

Daß durch die Pflicht zur Einreichung der Stücke die Lieferung im Handel, damit aber auch eine börsenmäßige Kursbildung für die jeweils in Frage kommenden Wertpapiergattungen während geraumer Zeit vor und nach dem Einlösungstermin unmöglich gemacht würde, sei nur noch nebenbei erwähnt.

Nach allem hier Ausgeführten sind die Grundauffassungen, von denen der Entwurf ausgeht, dermaßen verfehlt, daß es uns unmöglich scheint, ihm durch irgendwelche Aenderungsvorschläge eine praktisch brauchbare Gestalt zu geben. Wir glauben aus diesem Grunde an die Nationalversammlung lediglich die Bitte richten zu sollen, dem Antrage der Sozialdemokratischen Fraktion in allen seinen Teilen die Zustimmung zu versagen.“

## Gerichtliche Entscheidung.

### I. Bürgerliches Recht.

Zu §§ 387, 779, 781 BGB., §§ 66, 78 BörsG. vom 22. Juni 1896.

In einem Saldoanerkennnis ist ohne weiteres auch ein Aufrechnungsvertrag über die beiderseitigen Forderungen und Verpflichtungen enthalten. Bildet ein Saldoanerkennnis einen Bestandteil eines ungültigen Vergleichs über unklagbare Börsentermingeschäfte, so wird durch die Ungültigkeit des Vergleichs auch die Wirksamkeit der kontokorrentmäßigen Aufrechnung in Frage gestellt; die Grundsätze über die Wirksamkeit der Zahlung einer unwirksamen börsen-

termingeschäftlichen Schuld finden auf einen derartigen Aufrechnungsvertrag nicht ohne weiteres Anwendung.

Urteil des RG. I. Ziv.-Sen. v. 19. Februar 1919, I. 155. 18. (Warneyer 1919, S. 81.)

Der Kläger hat mit der Beklagten in Geschäftsverbindung gestanden und in den Jahren 1904 bis März 1906 Börsentermingeschäfte mit ihr abgeschlossen. Als Depot hatte er Wertpapiere hinterlegt. Da die Geschäfte unglücklich für den Kläger ausliefen, hat die Beklagte die Wertpapiere verkauft und den Erlös auf ihre Forderungen verrechnet. Der Kläger war nicht ins Börsenregister eingetragen. Er behauptet, daß deshalb die Beklagte keine wirksamen Forderungen gegen ihn gehabt habe und verlangt Herausgabe des Erlöses der Papiere. Diesen Anspruch stützt er auch auf § 78 des alten Börsengesetzes. Die Beklagte entgegnet, es habe sich um erlaubte Börsentermingeschäfte gehandelt. Hinsichtlich der in der Aufstellung Blatt 57 unter Nr. 1—29 aufgeführten Papiere habe der Kläger in seinem Schreiben vom 10. April 1906 den der Beklagten zustehenden Saldo (Kontoauszug vom 31. März 1906) als richtig anerkannt und damit die Verrechnung genehmigt. Außerdem habe er in einem Schein vom gleichen Datum erklärt, daß alle bisherigen Engagements mit seinem Einverständnis abgewickelt seien und er keinerlei Ansprüche mehr gegen die Beklagte habe. Hinsichtlich der in der Aufstellung Blatt 58 unter 30 und a—e vorgezeichneten Papiere gibt die Beklagte zu, daß sie diese nach dem 10. April 1906 verkauft habe; sie verrechnet den Erlös von 4263,75 M. mit Zahlungen von zusammen 5287,05 M., die sie an den Kläger größtenteils nach dem 10. April 1906 geleistet habe.

Der Kläger bestreitet demgegenüber, die beiden Schriftstücke vom 10. April 1906 unterschrieben zu haben. Eventuell beruft er sich darauf, daß die Beklagte ihm für das Anerkenntnis der Abrechnung und den Verzicht auf weitere Ansprüche 2500 M. gutgebracht habe. Es liege also ein Vergleich vor; dieser sei — da über unwirksame Forderungen aus Börsentermingeschäften abgeschlossen — ungültig. Die nach dem 10. April 1906 geleisteten Zahlungen seien teils Schenkungen, teils Vergütungen für geleistete Dienste. Die Beklagte könne also nicht mit diesen Zahlungen aufrechnen.

Das Landgericht hat der Klage unter Abweisung im übrigen zur Höhe von 4867,21 M. nebst Zinsen stattgegeben.

Beide Parteien haben Berufung eingelegt.

Das Kammergericht hat die Verurteilung nur zur Höhe von 757,44 M. nebst Zinsen aufrecht erhalten, im übrigen aber die Berufungen zurückgewiesen.

Der Revision des Klägers wurde stattgegeben und die Sache an das Berufungsgericht zurückverwiesen.

### Aus den Gründen:

„Es sind drei Rügen erhoben worden.

1. Das Berufungsgericht hat angenommen, in dem Saldoanerkennnis des Klägers vom 10. April 1906 sei gleichzeitig eine vertragsmäßige Aufrechnung der auf beiden Seiten der Abrechnung stehenden Debet- und Kreditposten zu finden. Diese Aufrechnung stehe einer Erfüllung gleich; da sie außerdem nach Abwicklung der sämtlichen Geschäfte erfolgt sei, so sei die Aufrechnung nach § 66 des alten Börsengesetzes vom 22. Juni 1896 unanfechtbar. Nun habe sich auf der Kreditseite der Abrechnung der Erlös der verkauften Pfänder befunden. Der aus dem Verkauf sich zugunsten des Klägers ergebende Anspruch sei also durch Aufrechnung unanfechtbar getilgt. Die Revision rügt, es sei dem Kläger nicht zum Bewußtsein gekommen, daß in dem Saldoanerkennnis eine Billigung der Aufrechnung der Forderungen und Verpflichtungen liege. Deshalb sei keine vertragsmäßige Aufrechnung erfolgt. Diese Rüge geht fehl. Wenn auch der Kläger, wie die Revision betont, eine völlig geschäftsungewandte Person sein sollte, so ist doch der Wortlaut und Sinn der beiden von ihm am 10. April 1906 abgegebenen Erklärungen klar und deutlich. Der Kläger konnte und mußte aus ihnen zweifelsfrei entnehmen, daß es sich um eine Anerkennung der Abrechnung der Beklagten handelte. Daß eine Abrechnung in der Gegenüberstellung der beiderseitigen Ansprüche und Leistungen besteht und daß die Saldierung in der Abziehung der Posten der einen Seite von denen der anderen Seite besteht, hat zweifellos der Kläger gewußt, denn das ist auch geschäftsungewandten Personen allgemein bekannt. Der Kläger mußte sich also darüber klar sein, daß er mit der Billigung des Saldos erklärte, daß unter Einrechnung des Pfänderlöses sich für ihn eine Schuld in Höhe des Saldos ergab. Darin lag dann ohne weiteres die Einsicht, daß der Einspruch aus dem Pfänderlös durch die Forderungen der Beklagten getilgt und umgekehrt letztere durch die dem Kläger kreditierten Posten bis auf den Saldo erledigt, d. h. erfüllt waren.



Zweitens rügt die Revision, das Berufungsgericht habe nicht berücksichtigt, daß das Anerkenntnis der Abrechnung im Wege des Vergleichs abgegeben sei; um die gegenseitigen Verhältnisse zu regeln, habe die Beklagte dem Kläger 2500 M. gutgeschrieben, wogegen der Kläger die Abrechnung anerkannt habe. Diese Rüge ist berechtigt. Die Behauptung, daß ein Vergleich, und zwar ein ungültiger Vergleich vorliege, war in den Instanzen aufgestellt. Das Berufungsgericht hätte sich hierüber aussprechen müssen. Lag dem Anerkenntnis ein Vergleich zugrunde, war weiter der Vergleich ungültig (vgl. RGZ. 37, 418; 49, 198) und waren Vergleichsabschluß und Anerkenntnis in einer und derselben Handlung erfolgt, so konnte das zur Folge haben, daß mit dem Vergleich auch das Anerkenntnis ungültig war (Staub, 6.—7. Aufl., Exkurs zu § 376, Anm. 20 und 15). Damit könnte dann auch die Aufrechnung, deren Billigung in dem Anerkenntnis lag, hinfällig geworden sein, und es würde also keine Erfüllung der Ansprüche des Beklagten vorliegen. Die Sachlage ist bei der Aufrechnung anders, als wenn der ungültige Vergleich durch Zahlung nach Abschluß erfüllt wäre. Letzterenfalls mag § 66 Abs. 4 des alten Börsengesetzes zutreffen. Das gleiche läßt sich aber für den Fall der *uno actu* vorgenommenen Aufrechnung jedenfalls nicht ohne weiteres sagen.

Die dritte Rüge betrifft folgenden Punkt. Die Beklagte fordert diejenigen Zahlungen zurück, die sie nach ihrer Aufstellung dem Kläger aus Mitleid darlehensweise habe zuteil werden lassen. Sie will diese Forderung zur Aufrechnung gegen den Klaganspruch verwenden. Der Kläger will sie mit dieser — von ihm bestrittenen — Gegenforderung auf andere ihm zustehende Ansprüche verweisen, nämlich aus Ansprüche aus dem Verkauf von weiteren Papieren (Japaner, Honduras und Türkenlosen), die die Beklagte nach dem 1. April 1906 verkauft hat. Die Ansprüche aus diesem Verkauf hat der Kläger nicht mit eingeklagt. Das Berufungsgericht hat diese Verweisung auf die nicht eingeklagten Ansprüche für unzulässig erachtet. Das wird von der Revision als unzutreffend gerügt — allein mit Unrecht. An und für sich steht es im Belieben des Schuldners, gegen eine Klagforderung mit Gegenansprüchen aufzurechnen, auch wenn noch andere nicht eingeklagte Forderungen des Gläubigers vorhanden sind. Der Gläubiger hat nicht das Recht, seinen Schuldner auf diese nicht mit eingeklagten Forderungen zu verweisen (RGZ. 80, 394). Anders möchte die Sachlage im vorliegenden Falle sein, wenn die genannten Papiere für die hier in Rede stehende Gegenforderung als Pfand hafteten und zur Befriedigung dieser Gegenforderung als Pfand verkauft wären. Dann wäre die Gegenforderung durch den Pfandverkauf getilgt. Aber es ist nicht erwiesen, daß derartige im vorliegenden Falle gegeben ist. Die Zahlungen, um die es sich hier handelt, die dem Kläger als Unterstützung gegeben sind, fallen aus dem Rahmen der früheren geschäftlichen Verbindung der Parteien, wie zutage liegt, völlig heraus. Es kann deshalb nicht angenommen werden, daß jene Papiere als Pfand für diese Unterstützungen haften sollten, und daß letztere durch den Verkauf der Papiere erledigt sind. Jedenfalls hat es der Kläger in dieser Richtung an näheren Darlegungen, die eine gegenteilige Anschauung stützen könnten, fehlen lassen. Die dritte Rüge versagt also . . .“

## II. Handelsrecht.

Zu §§ 274 ff, 288 HGB.

Das einem Bankhaus im Gesellschaftsvertrag einer A.-G. für den Fall einer Kapitalserhöhung zugestandene Bezugsrecht auf die neuen Aktien bezieht sich im Zweifel nicht auf solche Kapitalserhöhungen, durch die das Grundkapital nach vorgängiger Herabsetzung wieder auf seine ursprüngliche oder eine bereits vorher einmal vorhanden gewesene Ziffer gebracht wird.

Urt. des OLG. Dresden IV. Ziv.-Sen. v. 31. Dezember 1918. 4. O. 55. 18 (L. Z. 1919, S. 658).

Das Grundkapital der Bekl., das 6 000 000 M. ursprünglich betrug, ist später erhöht worden auf 7 200 000 M., dann herabgesetzt worden auf 5 400 000 M. Bei der Erhöhung hat die Rechtsvorgängerin der Kl., Firma Sch., bereits das Bezugsrecht ausgeübt. Es entsteht die Frage, ob eine fernere Ausübung statthaft ist bei einer neuerlichen Erhöhung bis zum Betrage von 6 000 000 M. oder 7 200 000 M. oder nur, soweit eine letztere Summe übersteigende Erhöhung eintreten soll. Die Beantwortung ist nur für den einzelnen Fall möglich und ist durch die Auslegung des Gesellschaftsvertrags zu gewinnen (Lehmann-Ring 2. Auflage zu § 288 HGB. S. 216 Anm. 4). Der

Gesellschafts-Vertrag besagt nicht, daß bei jeder Erhöhung des Aktienkapitals dem Bankhause Sch. das Recht zustehen solle, die Hälfte der neu zu emittierenden Aktien zum Parikurse zu übernehmen. Es heißt in § 8 des ursprünglichen Gesellschafts-Vertrages vielmehr, „das Aktienkapital ist voll eingezahlt. Eine Erhöhung des Aktienkapitals kann nur auf Beschluß der Generalversammlung erfolgen. Ist sie beschlossen worden, so steht dem Bankhause Sch. usw.“ Nach dieser Fassung ist zunächst anzunehmen, daß ein Bezugsrecht dann begründet sein sollte, wenn über das Grundkapital von 6 000 000 M. hinaus eine Erhöhung eintreten würde. Es mag sein, daß die an der Gründung Beteiligten auch damit gerechnet haben, daß das Grundkapital einmal herabgesetzt werden könne. Aber wenn beabsichtigt gewesen wäre, der Firma Sch. das Bezugsrecht auch für solche Aktien einzuräumen, die bis zur Erreichung der anfänglichen Höhe dann wieder ausgegeben würden, so würde dies jedenfalls ausgedrückt worden sein. Aller Wahrscheinlichkeit nach wurde, wenn man überhaupt an die Herabsetzung des Grundkapitals gedacht hat, vorausgesetzt, daß dies infolge ungünstiger Geschäftslage eintreten, und daß diese ungünstige Lage sich auch in dem Kursstande der Aktien mindestens bis zur Wiedererreichung der ursprünglichen Höhe des Kapitals zeigen würde, so daß ein wertvolles Bezugsrecht zum Parikurse nicht in Betracht kommen könnte. Richtig ist freilich, daß die Kapitalherabsetzung nicht notwendig auf unvorteilhafte Verhältnisse der Gesellschaft schließen lassen muß. Immerhin wird der Fall seltener sein, daß etwa für den Betrieb überflüssiges Kapital den Aktionären zurückgezahlt werden soll, wenn das Geschäft auch mit dem Reste gewinnbringend zu betreiben ist (Staub Anm. 3 zu § 288 HGB.), und vor allem wird ein solcher Fall zur Zeit der Entstehung der Aktiengesellschaft kaum erwartet worden sein. Daß gegebenenfalls niemand, auch die Aktionäre nicht, ein Bezugsrecht gehabt hätte, ist nicht auffällig. Es blieb dann dem Vorstand der Gesellschaft überlassen, Zeichner zu werden oder ein Bankhaus zur Uebernahme der Aktien zu veranlassen. — Für die Aktionäre galt zunächst nach der Herabsetzung des Grundkapitals, wie die Fassung des § 8 des Gesellschafts-Vertrages ergibt, dasselbe, wie für die Firma Sch. Erst in der neuen Fassung des Gesellschafts-Vertrages von 1884 ist dies geändert worden. Soweit das Grundkapital über 6 000 000 M. hinaus bis 7 200 000 M. erhöht werden soll, hat die Firma Sch. bereits einmal das Bezugsrecht ausgeübt. Hier würde die Sachlage in der Hauptsache die gleiche sein, wie in dem Falle RGZ. 47, 24. Das Bezugsrecht der Firma Sch. war von dem Besitze der Aktien nicht abhängig, sie würde von einem Rückgang in den Verhältnissen der Gesellschaft unberührt bleiben, an den Vorteilen der Besserung der Lage aber stets teilnehmen können. Daß dies dem Willen der bei der Gründung Beteiligten entsprochen habe, ist mangels ausdrücklicher Festsetzung nicht anzunehmen. Zwar nicht unbedingt läßt eine Erhöhung des Grundkapitals auf günstige Verhältnisse der Gesellschaft schließen. Aber nur bei dem Bestehen solcher und dem entsprechenden hohen Kursstande hatte die Firma Sch. ein Interesse an Ausübung des Bezugsrechtes. Wenn auch neben dem Vorteile der Verwertung der zum Parikurs übernommenen Aktien zu einem höheren Kurse aus dem vermehrten Aktienbesitze sich ein größerer Einfluß auf die Aktiengesellschaft ergibt, so ist doch das wesentliche der Kursgewinn, der zu erzielen war. Daß die Firma Sch. um jenes Einflusses willen die Aktien behalten hätte, statt sie zu verwerfen, ist nicht zu vermuten. Danach ist das Bezugsrecht der Kl. nur insoweit festzustellen, als eine Erhöhung des Grundkapitals über 7 200 000 M. eintritt.

## Usancen für den Handel in amtlich nicht notierten Werten.

Die

Gewerkschaft Heinrich

verteilt für das erste und zweite Vierteljahr 1919 eine Ausbeute von

M. 200.— bar

M. 100.— 5 pCt. Deutsche Reichsanleihe

für den Kux.

Auf Grund des § 26 der durch die Ständige Kommission des Centralverbands des Deutschen Bank- und Bankiergewerbes festgestellten Gebräuche hat die Vereinigung der am Handel mit Kuxen und amtlich nicht notierten Werten beteiligten Bankgeschäfte Rheinlands und Westfalens diese Ausbeute als eine Einheitsausbeute erklärt und den Fälligkeitstermin auf den 30. Juni d. J. festgesetzt.