

# BANK=ARCHIV

Zeitschrift für Bank- und Börsenwesen

XXV. Jahrgang.

Berlin, 15. November 1925.

Nummer 4.

## Inhalts-Verzeichnis.

Diskontpolitik und Kreditkontingentierung. Zugleich eine Untersuchung zur Höhe des Reichsbankdiskontsatzes.  
Von Dr. jur. und phil. Dalberg, Berlin.

Wirken Auslands-Kredite wirklich inflatorisch?  
Von Dr. Alfred Meyer, Dresden.

Auslandskredit und Wirtschaftslage.  
Von Dr. phil. Theodor Kuhr, Berlin.

Kreditsicherung.  
Von Dr. Alfred Hammel, Frankfurt a. M.

Börsen-Recht und -Unrecht.

Von Dr. Eugen Jacobson, Frankfurt a. M.

Gerichtliche Entscheidungen.

Bücherbesprechungen.

Statistischer Teil: Die Kursbewegung der fortlaufend notierten Aktien der Chemischen, Alkohol- und Gummi-Industrie sowie der Metall- und Maschinenbau-Industrie an der Berliner Börse 1925.

### Diskontpolitik und Kreditkontingentierung.

Zugleich eine Untersuchung zur Höhe des Reichsbankdiskontsatzes.

Von Dr. jur. und phil. Dalberg, Berlin.

Die Währungspolitik der Reichsbank bedient sich heute zur Festhaltung der Währung grundsätzlich anderer Mittel als in der Vorkriegszeit. Früher war die Diskontpolitik das entscheidende Mittel, heute ist es die Kreditrestriktion. Die daneben in Betracht kommenden Maßnahmen der Devisen- und Goldpolitik, die während der Inflationszeit große Bedeutung erlangt hatten, sind in Zeiten stabiler Währung von geringerem Gewicht.

Unter Diskontpolitik versteht man die Maßnahmen der zentralen Notenbank, welche durch Veränderung des Zinssatzes bei der Wechseldiskontierung und bei der Lombardierung auf Geldmarkt und Wirtschaftslage in einer Weise einwirken, daß das angestrebte währungspolitische Ziel, regelmäßig die Stabilhaltung des Geldwertes, und zwar sowohl der Kaufkraft des Geldes im Inland, wie des Wechselkurses im Ausland, soweit als möglich gewahrt bleibt. Bei herrschender voller Goldwährung werden diese letzten wirtschaftlichen Ziele etwas verschleiert durch die durch Diskontpolitik ausgelöste Goldbewegung, die jeweils ein Anzeichen für einen sich ändernden Stand des Geldwertes abgibt. Die bekannte Automatik der Goldwährung führt dazu, daß die Notenbankleitung sich ziemlich auf die Beobachtung des eigenen Goldbestandes und des Deckungsverhältnisses der Noten beschränken kann. Fließt in stärkerem Maße Gold ins Ausland und verringert sich das Deckungsverhältnis der Noten durch Gold, so wird die Notenbank den Diskont in die Höhe setzen. Damit erreicht sie einmal eine Einwirkung auf die internationale Kapitalbewegung. Ausländisches Geld fließt in stärkerem Maße ins Inland, da es hier höheren Zins bringt: Daraus folgt stärkeres Devisenangebot und ein Abstoppen des Goldabflusses ins Ausland, gegebenenfalls in weiterer Folge ein Zufluß von Gold ins Inland. Die andere Wirkung einer Diskonterhöhung liegt auf dem Gebiet der Preishöhe und der Handelsbilanz. Eine Diskonterhöhung zwingt wegen der höheren Kosten geliehenen Geldes zur schnelleren Abstoßung von Warenbeständen, die nicht mehr mit Aussicht auf Rentabilität durchgehalten werden können; die Ansprüche der Wirtschaft an die Notenbank gehen wegen der Verteuerung

des Geldzinses zurück, das Golddeckungsverhältnis bessert sich. Andererseits wirkt die durch die Bestandsliquidierung sich ergebende allgemeine Warenverbilligung günstig auf die Handelsbilanz: Die Einfuhr geht zurück, da nicht mehr so hohe Preise wie früher angelegt werden können, die Ausfuhr wächst, da, wie alle, auch die Preise der Exportwaren sinken, und damit die Konkurrenzfähigkeit im Auslande wächst. Der so eintretende Exportüberschuß vermeidet nicht nur weiteren Goldabfluß, sondern führt in weiterer Folge zum Goldzufluß aus dem Ausland. Durch diese Kausalkette wirtschaftlicher Vorgänge wird dann die Lage der Notenbank so erleichtert (geringere Kreditinanspruchnahme und Vermehrung des Goldbestandes), daß dann meist nach einiger Zeit wieder an eine Herabsetzung des Diskonts gedacht werden kann, wodurch wieder die umgekehrten Wirkungen ausgelöst werden.

Die Wirksamkeit dieser in Jahrzehnten bewährten Goldwährungsautomatik ist an drei Voraussetzungen geknüpft:

1. an volle Goldwährung der Haupthandelsländer,
2. an eine weitgehende Solidarität der Geldmärkte der Welt, die es ermöglicht, kleine Zinsspannen durch Kapitaltransferierung auszunutzen,
3. an eine vom wirtschaftlichen Prinzip der geringsten Kostenaufwendung zur höchsten Nutzenerzielung bis in alle Einzelvorgänge beherrschten Volkswirtschaft.

Die drei Voraussetzungen sind heute für die deutsche Wirtschaft nicht gegeben. Freie Goldwährung (die an sich auch durch eine Golddevisenwährung ersetzbar wäre) ist zwar eine Frage freier Entschließung der in Frage kommenden Länder; aber ohne das Vorhandensein der Voraussetzungen zu 2 und 3 könnte die alte, durch den Diskontsatz ausgelöste Automatik des Zahlungsausgleichs doch nicht wiederhergestellt werden. Die Entwicklung der letzten zwei Jahre seit der Stabilisierung hat die deutsche Wirtschaft diesen letzteren Voraussetzungen zwar merklich näher und näher gebracht, aber sie noch keineswegs wieder voll erreicht.

Eine Solidarität des Berliner Geldmarktes mit London und New York besteht noch nicht. Die Zinsspannen zwischen hier und dort sind noch außerordentlich groß. Gegenüber einem Berliner Privatdiskontsatz,  $6\frac{3}{4}$ —7 pCt., steht ein solcher in London und New York von etwa  $3\frac{1}{2}$  pCt. Die Spannungen bei den im privaten Verkehr mit dem Publikum berechneten Zinssätzen sind noch höher (4—5 pCt. gegen 13—16 pCt.). Diese hohen Spannungen haben bislang weder die englischen noch die amerikanischen Banken



veranlaßt, so viel transponibles Kapital nach Berlin zu legen, daß etwa durch die Menge des Angebots eine nachhaltige Ausgleichung eingetreten wäre. Ganz abgesehen von den Regierungseinflüssen auf die Kreditgewährung — wie von dem erst in diesen Tagen aufgehobenen embargo der Bank von England auf die Anleihegewährung und auch von dem Zustimmungsrecht des amerikanischen Schatzamts zur Gewährung von ausländischen Anleihen — wirkt auch bei den ausländischen Bankleuten und Kapitalisten das wirkliche oder vermeintliche Risiko der Kapitalanlage in Deutschland so nachhaltig, daß im allgemeinen nur Einzelgeschäfte der Kapitaltransferierung in Betracht kommen, und daß von einem automatisch erfolgenden Kapitalstrom nach dem Lande des höchsten Zinsertrages heute noch nicht wieder gesprochen werden kann. Allerdings wären die deutschen Großbanken heute wohl in der Lage, in sehr viel größerem Umfang, als es tatsächlich geschieht, ausländische Kredite aufzunehmen. Sie machen aber davon nicht in entsprechendem Maße Gebrauch, weil sie das Geld doch auch nur wieder durch Ausleihung an Handel und Industrie nutzbar machen können; und weil sie bei der heutigen wirtschaftlichen Lage diese Kredite im Interesse ihrer eigenen Liquidität begrenzt halten, wohl auch begrenzt halten müssen. Da sonach bereits heute der internationale Ausgleich der Kapitalbewegung gehemmt ist, wird man auch nicht darauf hoffen dürfen, daß etwa eine Zinsveränderung bei uns eine erheblichere Wirkung auf die internationale Kapitalbewegung ausüben könnte. Die Hemmungen würden auch bei noch höherem Landes-Zinsfuß bei uns die gleichen bleiben wie heute. Damit ist aber die kapitalbewegende Wirksamkeit der Diskontpolitik für die heutigen deutschen Verhältnisse verneint.

Aber auch in der Innenwirtschaft kann heute eine Veränderung des Diskontsatzes der Reichsbank nicht annähernd die Wirkungen ausüben, wie das bei der in Jahrzehnten ausbalanzierten Wirtschaft vor dem Kriege der Fall war. Es fehlt noch heute in der deutschen Wirtschaft an der unbedingten Herrschaft des ökonomischen Grundprinzips. Die Inflationsschlacken sind noch nicht völlig weggespült. Eine Ueberzahl von selbständigen Betrieben aus der Inflationszeit versucht noch durchzuhalten und wird eher den letzten Rest an Kapital verzehren, ehe sie sich entschließt, auf Grund einer durch hohen Diskont etwa klar werdenden dauernden Unwirtschaftlichkeit freiwillig die letzten Bestände mit Verlust wegzugeben, um den Rest an Kapital zu erhalten. Andererseits spielen in der Produktion andere Kosten, deren Höhe noch nicht in einen Beharrungszustand gekommen ist, gegenüber den Zinsen für die Entschließungen des Unternehmers eine überragende Rolle: die Steuern, die sozialen Lasten, aber auch diejenigen Betriebskosten, auf deren Minderung durch Verbesserung der Organisation noch gerechnet wird. Gegenüber diesen Faktoren zeitweiliger Unrentabilität spielen Zinserhöhungen, so sehr sie objektiv ins Gewicht fallen, für die Entschließungen der Unternehmer (auf Abstoßung von Lägern) doch nur eine geringere Rolle; man hofft noch zu sehr und muß hoffen, durch eine Verbesserung aller jener anderen Bedingungen aus dem heutigen Erstarrungszustand herauszukommen; gegenüber diesen stärkeren wirtschaftlichen Verhältnissen sind die feineren Einwirkungen der Diskontpolitik heute noch nicht stark genug, um die erforderlichen Wirkungen beim Unternehmertum herauszuholen. Günstiger liegt es beim Großhandel, wo die Kreditkosten stärker gegenüber den anderen Faktoren ins Gewicht fallen; allerdings hat die nun schon Jahre lang anhaltende Kreditnot hier bereits zu einem so starken Zusammenschrumpfen der Läger geführt, daß man von dem notwendigen eisernen Bestand an Lager vorräten heute im allgemeinen nicht sehr weit entfernt ist. Beim Kleinhandel vollends, wo die im Frieden übliche Verdienstspanne von  $33\frac{1}{3}$  pCt. heute meist weit überschritten ist, spielt eine durch Diskontpolitik erreichbare Beeinflussung wieder eine sehr geringe Rolle. Dies alles wirkt umso mehr, als noch eine bis heute vorhaltende

inflationistische Verseuchung breiter Konsumentenschichten vorhanden ist, die ohne Prüfung der Wirtschaftlichkeit unangemessene Preise bezahlen, eben nur, weil sie gefordert werden, und weil man sich nicht genügend überlegt, ob man nicht durch anderweite Verwendung des Einkommens sich mehr an wirtschaftlicher Leistung verschaffen kann. So sind sowohl auf der Produzenten- und Händler- wie auf der Konsumentenseite heute noch stärkste Hemmungen wirksam, welche der preisbeeinflussenden Wirkung von Diskontbewegungen entgegenstehen.

Man hat nun geltend gemacht, daß gegenüber diesen Schwierigkeiten eine Diskontpolitik von stärkstem Ausmaße betrieben werden müsse, die dann doch schließlich alles ins Lot bringen werde. Aber wenn man nun wirklich an einen Reichsbankzinsfuß von 20 pCt. denken würde und dadurch immerhin eine stärkere Wirkung auf die Wirtschaft auslösen würde, so ist doch zu befürchten, daß in die dadurch übersteigerte Krise Gerechte und Ungerechte hineingezogen würden. Es besteht keineswegs die Aussicht, daß gerade die besten und wirtschaftlich günstigst arbeitenden Betriebe die Krise überstehen würden. Der Stand der Unternehmen ist heute mehr als von der nachhaltigen Rentabilität von dem Stand der augenblicklichen Finanzierung abhängig. Gute wie schlechte Unternehmen leiden unter Geldnot und die finanzielle Geschicklichkeit von Leitern an sich schlechter Unternehmen würde in vielen Fällen deren Durchhalten ermöglichen, während andere, an deren Fortbestand das stärkste allgemeinwirtschaftliche Interesse besteht, vielleicht auf Grund ungeschickter Finanzdisposition zusammenbrechen würden. Die Beispiele, daß gerade sachlich allerbeste Unternehmen in schwerster Geldbedrängnis sind, sind bereits jetzt unabsehbar. Man wird daher gerade heute die Eisenbartkur der allgemeinen starken Diskonterhöhung nicht wagen dürfen und muß dem weiteren Beschreiten des Auswegs zustimmen, den die Reichsbank seit der Stabilisierung beschritten hat, der Beeinflussung des Geldmarktes und der Währung durch die Kreditkontingentierung.

Wenn schon in früherer Zeit das Mittel der Diskontpolitik gegenüber anderen Mitteln der Währungspolitik, welche die Gold- und Devisenbewegung betrafen, als ein starkes Mittel bezeichnet worden ist, so muß man die Kreditbegrenzung als ein noch stärkeres und gröberes ansehen. In der Zeit der Diskontpolitik war der Umfang des von der Reichsbank zu gebenden Kredits an sich unbegrenzt; allen Diskontierungswünschen wurde entsprochen, soweit die eingereichten Wechsel den objektiven Bedingungen (Warenwechsel, diskontfähige Unterschriften) entsprachen. Es erfolgte lediglich eine Beeinflussung der Höhe der Anforderungen durch Veränderung des Diskontsatzes: bei steigendem Diskontsatz sank automatisch das Diskontierungsbedürfnis, weil der höhere Zinssatz mehr und mehr Geschäfte unrentabel machte.

In der heutigen Zeit der Kreditbegrenzung setzt die Reichsbank für alle ihre Bankanstalten ein Kontingent fest, das nicht überschritten werden soll, und dieses Kontingent wird von der Bankanstalt auf die einzelnen Firmen aufgeteilt. Ist das Kontingent erschöpft, so müssen auch solche Wechsel von der Diskontierung zurückgewiesen werden, die an sich den objektiven Erfordernissen des Bankgesetzes und der Bankpraxis entsprechen.

Der leitende Gedanke hierbei ist der Grundsatz der alten Quantitätstheorie, welcher sagt, daß in einer Wirtschaft der Wert des Geldes sich umgekehrt entwickle wie die ausgegebene Geldmenge, wobei noch die sogenannte Umlaufgeschwindigkeit des Geldes besonders zu berücksichtigen ist, da schnellerer Umlauf genau so wirkt, wie Vermehrung der Geldmenge. In der einfachsten Form würde man etwa sagen: Wenn man das Geld durch nur beschränkte Ausgabe verknappt, so steigt sein Wert; wenn man es durch stärkere Diskontierung seitens der Zentralbank vermehrt, so sinkt der Wert. Da die Währungspolitik darauf ausgeht, den



Wert des Geldes, sowohl wie er sich in der Höhe der Preise wie im Stand der Devisenkurse äußert, stabil zu halten, so muß also die Politik der Kreditbegrenzung frühzeitig die Entwicklungsrichtung der Wirtschaft erkennen, um schnell die Kreditschraube zu lockern, wenn dies ohne Gefahr für die Währung geschehen kann, und sie schärfer anzuziehen, wenn steigende Preise und steigende Einfuhren ein Gefährdungsmoment für die Währung erkennen lassen. Diese Praxis stellt allerdings stärkere Anforderungen an die Wirtschaftskenntnis der zentralen Notenbankleitung als dies bei Diskontpolitik der Fall war, wo die einfachen Merkmale der Goldbewegung und des Deckungsverhältnisses zur Begründung der währungs-politischen Maßnahmen meistens ausreichten. Es bedeutet natürlich einen rauen Eingriff in das feine Getriebe der Wirtschaft, wenn bestimmte Quantitäten von Kredit für den einzelnen und für die Reichsbankanstalt im ganzen festgesetzt werden. Viele Ungerechtigkeiten und Unstimmigkeiten im einzelnen sind dabei unvermeidlich. Aber dies muß in Kauf genommen werden, solange das feinere und organischer wirkende Mittel der Diskontpolitik als noch nicht wieder wirksam erkannt wird.

Wenn demnach vorläufig an der Politik der Kreditbegrenzung durch die Reichsbank festgehalten werden muß, und in ihr auch weiterhin das wirksame Mittel zu sehen ist, die Währung stabil zu halten, so ergibt sich doch die Frage, welche Rückwirkung diese Tatsache auf die neben der Restriktion noch weiter betriebene Diskontpolitik haben muß. Es scheint, daß diese Frage bisher noch kaum gestellt, geschweige denn in grundsätzlicher Weise erörtert worden ist. Es ist bisher neben der Politik der Kreditrestriktion praktisch auch Diskontpolitik getrieben worden. Die Festsetzung des Diskontsatzes der Reichsbank auf einen gegenüber früherer Zeit so hohen Satz wie 10 pCt., der seit Frühjahr 1925 auf 9 pCt. ermäßigt wurde, kann doch nur bedeuten, daß man — neben anderen Mitteln — auch durch hohen Diskontsatz die Anforderungen der Wirtschaft an die Reichsbank einzudämmen strebt, um dadurch die Währung zu stützen. Dieser hohe Diskontsatz hat natürlich auch nachteilige Wirkungen für die Wirtschaft im Gefolge. Er bedeutet nicht nur, daß die unmittelbaren Ausleihungen von Reichsbank und Rentenbank, die zwischen 2 und  $2\frac{1}{2}$  Milliarden schwanken, die produktive Wirtschaft mit diesem Zins belasten, er bestimmt auch in starkem Maße das Gesamtzinsniveau der Wirtschaft. Die Kredite der Banken legen unmittelbar den Reichsbankzinssatz ihren Zinsberechnungen zugrunde; sie würden, wie mehrfach von Bankseite betont worden ist, parallel mit einer Änderung des Reichsbankzinssatzes sich gleichfalls ändern. Mit Recht hebt Hans Fürstenberg in seiner neu erschienenen aufschlußreichen Schrift<sup>1)</sup> hervor, daß das Zinsniveau in Deutschland heute wesentlich von zwei Faktoren bestimmt werde, in erster Linie vom amtlichen Zinssatz der Reichsbank, in zweiter Linie von den Sätzen, zu denen das Ausland Devisen nach Deutschland legt. Die an sich selbstverständliche Abhängigkeit des Zinsniveaus von Kapitalvorrat und -bedarf ist bei einer Geldzwangswirtschaft, wie sie die Kreditkontingentierung und die einigermaßen willkürliche Bestimmung des Reichsbankzinssatzes darstellt, nicht voll wirksam.

Wenn nun der Reichsbankzinssatz etwa von 9 auf 8 pCt. herabgesetzt würde, so würde das aus den unmittelbaren Währungskrediten (2 bis  $2\frac{1}{2}$  Milliarden RM.) heraus eine jährliche Entlastung der deutschen Wirtschaft um 20 bis 25 Millionen Reichsmark ergeben und aus den von Banken und Sparkassen gewährten Krediten (bei 5 bis 6 Milliarden verwertbarer fremder Gelder bei Banken und bei annähernd 2 Milliarden Sparkassengeldern) nochmals eine solche vom Dreifachen dieses Betrages, so daß man im ganzen bei 1 Prozent

Diskontherabsetzung auf eine jährliche Entlastung der produktiven Wirtschaft von etwa 100 Millionen RM. rechnen könnte, ein Betrag, der bei der heutigen Notlage von Handel und Gewerbe schwer ins Gewicht fallen würde. Hierzu kommt noch die ermäßigte Verzinsung von mehr als 1 Milliarde öffentlicher Gelder, die in verschiedensten Formen der Wirtschaft zugeleitet sind, die allerdings zum großen Teil bereits heute der Wirtschaft zu einem gegenüber dem marktüblichen ermäßigten Zinssatz zufließen. Allerdings würden all diese Beträge die Einnahmen von Reichsbank und Rentenbank einerseits und diejenigen von Bank- und Sparkassengläubigern andererseits und schließlich diejenigen der öffentlichen Stellen entsprechend verringern; das ist aber in einer Zeit, wo ein großer Teil der deutschen Industrie wegen zu hoher Gestehungskosten zu erliegen droht, in Kauf zu nehmen. Seitdem der Geldmarkt in den letzten Wochen eine fortschreitende Erleichterung gezeigt hat, und der Privatdiskont, der doch der Schrittmacher des Reichsbankdiskonts sein soll, um nicht weniger als  $2\frac{1}{4}$  pCt. unter den Reichsbanksatz heruntergegangen ist, und auf  $6\frac{3}{4}$  pCt. (am 9. November) steht, ist jedenfalls die innere Geldmarktlage kein unbedingtes Hindernis mehr gegen eine Herabsetzung des Reichsbankdiskonts auf zunächst 8 pCt.

Hierzu kommt aber weiter die Wirkung auf den für ausländische Kredite zu zahlenden Zinssatz. Dieser richtet sich einmal nach der Verwertbarkeit von Geld im Ausland selbst, andererseits aber nach dem wirklichen oder vermeintlichen Risiko der Geldanlage in Deutschland. In der Höhe des Zinssatzes im Inland liegt nun eine gewisse Selbsteinschätzung dieses Risikos vor, dem sich das Ausland aus verständlichen Gründen anzuschließen pflegt. Nur so ist es erklärlich, daß z. B. Dänemark mit seiner notarisch schwankenden Valuta, daß Japan trotz des wirtschaftlichen und militärischen Gegensatzes zu Nordamerika, daß endlich wenig fundierte südamerikanische Republiken in New York Anleihen zu einem Zinssatz von  $5\frac{1}{2}$  bis 6 pCt. placieren konnten zu einer Zeit, wo für die besten deutschen Anleihen 7 bis  $7\frac{1}{2}$  pCt. nominell und  $8\frac{1}{2}$  bis 9 pCt. effektiv gezahlt werden muß. Es mag nun gesagt werden, daß nur der hohe Zinsfuß überhaupt das Ausland zur Kapitalanlage in Deutschland veranlaßt, aber der Versuch lohnt jedenfalls, ob ein niedrigerer offizieller Zinsfuß in Deutschland, der sich auf dem freien Geldmarkt weiter auswirken würde, nicht doch zu günstigeren Anleihebedingungen führen würde, zumal doch immer noch eine starke Zinspanne als Anreiz bleiben wird.

Bei diesen Erwägungen wird nicht übersehen, daß bei Diskonterabsetzung der Schleich- und Kettenhandel in Geld erleichtert werden kann; man wird die hieraus folgenden Einwendungen aber nur dann für voll wirksam halten können, wenn man in naher Zeit durch Aufhebung der Kontingentierung, die doch eine Art Geldzwangswirtschaft ist, überhaupt zum freien Geldverkehr zurückkommen könnte. Ist das nicht der Fall, so fallen geringe Gradunterschiede von in Kauf zu nehmenden Schädlichkeiten nicht ins Gewicht.

Der frühere Zustand der Beeinflussung der Währung durch Diskontpolitik und der unbegrenzten Diskontierung bankfähiger Wechsel ist zweifellos der an sich erstrebenswerte und für eine gesunde Wirtschaft richtige. Wenn wir hoffen dürften, zu diesem Zustand im Verlauf von Monaten oder Vierteljahre wieder zurückzugelangen, so wäre auf jeden Fall ein hoher Reichsbankzinssatz bis dahin durchzuhalten, da der Beginn einer solchen Politik nur bei einem durch hohen Zinsfuß zurückgedämmten Kreditbedürfnis möglich ist. Wenn man aber noch auf Jahresfrist und länger mit der Notwendigkeit rechnen muß, die Währung durch Kreditkontingentierung zu stützen, so ergibt sich die Frage, ob es richtig ist, neben der Kreditrestriktion auch noch eine zusätzliche Wirkung durch Diskontpolitik in Gestalt

<sup>1)</sup> Hans Fürstenberg, Ein Land ohne Betriebsmittel. C. Liebheit & Thiessen, Berlin 1925. S. 51/52.



eines hohen, 9 pCt. betragenden Reichsbankzinsfußes aufrecht zu erhalten, gegenüber dem ein englischer Banksatz von 4 pCt., ein nordamerikanischer, ein holländischer, ein schweizerischer von  $3\frac{1}{2}$  pCt. stehen, und gegenüber welchem die Länder der nächsten industriellen Konkurrenz trotz zum Teil nicht stabiler Währungen doch noch wesentlich niedrigere Diskontsätze aufweisen, nämlich Frankreich 6 pCt., Belgien  $6\frac{1}{2}$  pCt., Italien und Tschechoslowakei 7 pCt. Die Fragestellung ist die: Wiegt die durch hohen Banksatz mit herbeigeführte Höhe der industriellen Selbstkosten voll den Vorteil auf, der darin liegt, daß die Zinshöhe die währungspolitische Wirkung der Kreditrestriktion noch unterstützt, oder ist etwa die Politik der Kreditrationierung allein wirksam genug, um dieser Unterstützung — die Nachteile auf anderem Gebiete im Gefolge hat — entraten zu können? Diese Frage soll hier nicht endgültig beantwortet werden; es dürfte jedoch ein Meinungs-austausch der Sachkundigen über diese Frage im Hinblick auf die etwa künftige zu fassenden Entschlüsse der Reichsbank von Wert sein.

### Wirken Auslands-Kredite wirklich inflatorisch?

Von Dr. Alfred Meyer, Dresden.

Auf dem 6. Allgemeinen Deutschen Bankiertag in Berlin ist die Frage, ob Auslandskredite eine inflatorische Wirkung haben, wiederholt gestreift und insbesondere in der Diskussion, die sich an das Referat des Herrn Löb anschloß, von den Herren Dr. Sulzbach und Dr. Prion eingehender behandelt worden.

Herr Dr. Sulzbach kam zu dem Schluß, daß Auslandskredite, die zum Bezug ausländischer Waren benutzt werden, nicht inflatorisch wirken, daß dies aber der Fall sei bei allen Auslandskrediten, deren Erlös im Inlande verwandt werde.

Herr Dr. Prion ging mit seiner Behauptung, jeder Auslandskredit wirke inflatorisch, noch weiter.

Der Gedankengang beider Herren läßt sich kurz zusammenfassend etwa so wiedergeben.

Ein im Kreditweg erlangtes Auslandsguthaben wird der Reichsbank zur Verfügung gestellt, die den Gegenwert durch Ausgabe von Marknoten schafft. Diese Geldmenge ist künstlich geschaffene Kaufkraft, die der vorhandenen Warenmenge neu gegenübertritt und deren Preis erhöht. (Selbstverständlich ist der Begriff „Noten“ und „Waren“ im weitesten Sinne aufzufassen, also unter Einschluß von Giralgeld usw. einerseits, von Dienstleistungen usw. andererseits.)

Nach Auffassung Dr. Sulzbachs verläuft der Vorgang nicht wie eben geschildert, wenn der im Kreditwege erlangte Betrag zum Ankauf von Waren im Ausland dient. In diesem Falle werde der Betrag des Guthabens nicht der Reichsbank zur Verfügung gestellt, sondern unmittelbar im Ausland verwandt. Neue Markzahlungsmittel würden somit nicht geschaffen.

Beide Auffassungen sind m. E. unrichtig. Um zu einer klaren Erkenntnis zu gelangen, muß man sich bemühen, die in der Physik und Chemie üblichen Wege des Erkennens zu beschreiten, also versuchen, den einzelnen Vorgang auf die denkbar einfachste Erscheinungsform zurückzuführen und alle Nebeneinflüsse auszuschalten. Man gelangt dann zu der nachstehenden Betrachtung.

Die „Berliner Bank“ beispielsweise erhält von der „New Yorker Bank“ einen Kredit von 1 Million Dollar auf  $\frac{1}{2}$  Jahr. Die „Berliner Bank“ verkauft an die Reichsbank diese 1 Million Dollar. Die Reichsbank ist genötigt, zur Bezahlung neue Noten in Höhe von 4 200 000 R.M. in Verkehr zu setzen, die nun als neue Kaufkraft in Erscheinung treten und das Bestreben haben, den Warenpreis in Deutschland zu steigern. Hierdurch wird, wenn wir aus dem obenerwähnten Grunde der Ver-

einfachung für diese Betrachtung die Unkosten der Einfuhr (Frachten, Zölle usw.) außer acht lassen, die Einfuhr von Waren nach Deutschland angeregt. Das dadurch vermehrte Warenangebot drückt auf die Preise.

Die Mittel zur Bezahlung der Einfuhr erhält der Importeur durch Kauf von Dollar gegen Reichsmark bei der Reichsbank. Die benötigten Noten muß er dem Verkehr entnehmen und verringert dadurch deren Umlauf. Durch diese Zusammenziehung des Geldumlaufs tritt eine weitere Senkung der Preise ein.

Es ist für die vorliegende Untersuchung gleichgültig, in welchem Maße das erhöhte Warenangebot oder die Zusammenziehung des Geldumlaufs zur Preissenkung beiträgt. Jedenfalls wird der verbleibenden größeren Zahlungsmittelmenge eine entsprechend vergrößerte Warenmenge gegenüberstehen und das vor der Kreditaufnahme bestandene Verhältnis der Warenmenge zum Geldumlauf, wird, wenn auch mit Schwankungen, wieder hergestellt. Die Größe der Schwankungen hängt bei Außerachtlassung der in den Unkosten liegenden retardierenden Momente ab von der Höhe des Kredits, ihre Dauer von der Schnelligkeit, mit der der Handel auf diese Schwankungen reagiert.

Bei Fälligkeit des Kredits tritt eine neue Erscheinung ein. Die „Berliner Bank“ muß die geliehenen 1 Million Dollar zurückzahlen. Zu diesem Zwecke kündigt sie die von ihr ausgeliehenen 4 200 000 R.M. und ruft hierdurch eine Verknappung der deutschen Zahlungsmittel hervor, die ihrerseits wiederum eine Preissenkung bewirkt. Die „Berliner Bank“ wendet sich nunmehr an die Reichsbank, um von dieser 1 Million Dollar zu kaufen. Da die Reichsbank den Betrag aber, wie oben ausgeführt, bereits früher dem Importeur ganz oder teilweise verkauft hat, ist sie nicht in der Lage, sie nun nochmals der „Berliner Bank“ abzulassen, diese muß sich vielmehr für den von der Reichsbank nicht erhältlichen Teilbetrag an den offenen Markt wenden und bewirkt durch ihre Nachfrage eine Steigerung des Dollarkurses. Durch die Senkung der deutschen Warenpreise bei gleichzeitiger Steigerung des Dollarkurses wird wiederum die Ausfuhr angeregt. Diese bewirkt dann ein erhöhtes Devisenangebot, das den Dollarkurs wieder auf die ursprüngliche Höhe senkt.

Es werden also sowohl im Augenblick der Einräumung des Kredits wie im Augenblick der Rückzahlung Pendelbewegungen der Warenpreise bzw. Wechselkurse ausgelöst, die bei der Einräumung deutlich inflatorischen, bei der Rückzahlung deflatorischen Ursprungs sind.

Als Endergebnis aber ist festzustellen, daß irgend eine inflatorische Wirkung durch den Auslandskredit nicht verbleibt.

Wenn man genau zusieht, wird man auch finden, daß diese Schlußfolgerung mit den Darlegungen des Herrn Dr. Sulzbach durchaus übereinstimmt. Werden nämlich für den erlangten Kredit unmittelbar ausländische Waren gekauft, so fällt gedanklich das Umwechslungsgeschäft und die Einfuhr in einem Moment zusammen, während in der vorhergehenden Betrachtung diese Vorgänge auseinandergelassen wurden.

Nun wäre es allerdings denkbar, daß die Reichsbank die angekauften Dollar für die Einfuhr nicht zur Verfügung stellen will. Sie kennt den Fälligkeitstermin des von der „Berliner Bank“ aufgenommenen Kredits und da sie vielleicht daran zweifelt, daß die benötigten Dollar aus Exportüberschüssen zur Verfügung stehen, wünscht sie die aus Krediten erhaltenen Dollar-Zuflüsse im Währungsinteresse aufzustapeln.

Dann würde zunächst lediglich die Preissteigerung der durch den Dollarverkauf bei Krediteröffnung entstandenen zusätzlichen Kaufkraft sich zeigen. Das könnte aber nicht nur in den Warenpreisen zum Ausdruck kommen, sondern müßte sich sofort in den Wechselkursen widerspiegeln, da ja eine Einfuhr sonst solange lohnen würde, als der Dollar nicht prozentual im gleichen Maße wie die Waren im Kurs anziehen würde.

Inflatorische Wirkung durch Erhöhung der Warenpreise ohne gleichzeitige entsprechende Erhöhung der Wechselkurse ist also in der freien Devisenwirtschaft nur



insoweit denkbar, als die gesamten Unkosten des Imports (Frachten, Zölle usw.) höher sind als das Wechselagio.

Jeder ältere Bankfachmann kennt die sogenannten „Gold“-Punkte in der Devisenarbitrage. Man könnte nach dem obengesagten für alle vertretbaren Waren gleichfalls Preisgrenzen finden, über oder unter denen beim Fehlen von Ein- oder Ausfuhrverboten eine Ein- bzw. Ausfuhr sich lohnen würde.

Wenn der Kredit nun nicht, wie in unserem Beispiel angenommen, für  $\frac{1}{2}$  Jahr, sondern auf lange Zeit hinaus gegeben wird, so ändert das an der grundsätzlichen Wirkung nichts, da ja, wie oben ausgeführt, sowohl bei der Kreditaufnahme wie bei der Rückzahlung 2 völlig voneinander unabhängige Preisbewegungen eintreten.

Bei unserer Betrachtung ist davon ausgegangen, daß die Rückzahlung der Kredite bei Fälligkeit durch die Ausfuhr ermöglicht wird. Das setzt voraus, daß für die Kredite innerhalb ihrer Laufzeit Werte geschaffen werden, die an das Ausland abgestoßen werden können.

Aus diesem Gesichtspunkt heraus ist die Dauer des Kredits für seinen Verwendungszweck entscheidend. Während in 3 bis 6 Monaten lediglich der Handel und die Veredelungsindustrie auf dem Weltmarkt absetzbare Werte schaffen können, dürfen mehrjährige Kredite in stehendes Kapital umgewandelt werden, wenn durch Fabrik- usw. Bauten, Kauf von Maschinen, Einrichtung von Kraftwerken, Boden-Meliorationen usw. das Unternehmen des Kreditnehmers und dadurch direkt oder indirekt die Gesamtproduktion so gehoben wird, daß bei Fälligkeit die benötigten Devisenbeträge von der vergrößerten und verstärkten Volkswirtschaft geliefert werden können.

Anleihen, deren Tilgung erst nach Jahrzehnten zu erfolgen hat, können hiernach zum Bau von Schulen und Bädern, von Museen und Krankenhäusern usw. verwendet werden, ist doch anzunehmen, daß die durch diese Einrichtungen bewirkte zunehmende Volksbildung und Volksgesundheit im Laufe so langer Zeiträume in hohem Maße produktionsfördernd wirken.

Wird der womöglich auch noch kurzfristige Kredit aber benützt, um nicht unbedingt erforderliche Lebensmittel zum Verbrauch einzukaufen, Vergnügungsreisen zu machen oder zu anderen vielleicht sehr schönen und wünschenswerten, aber nicht zweifelsfrei produktionsfördernden Zwecken, so steht bei Fälligkeit des Kredits der Verpflichtung zur Zahlung nur der ursprüngliche Warenvorrat gegenüber und Teile dieses Warenvorrats (das Wort wiederum im weitesten Sinne verstanden) müssen an das Ausland verkauft werden, um die zur Rückzahlung benötigten Devisenbeträge zu beschaffen. Das schuldennerische Land befindet sich dann in der Lage eines Mannes, der von seinem Vermögen statt von seinem Einkommen gelebt hat.

Trotzdem braucht dieser Mißbrauch eine Wirkung auf die Währung nicht zu haben, wohl aber ist steigende Verarmung die Folge. Ebenso wie Verarmung den Einzelnen weniger widerstandsfähig gegen die Versuchung macht, die Gesetze zu übertreten, ebenso schwächt sie den Widerstand eines Volkes gegen die Verletzung der ökonomischen Gesetze.

Aus den vorstehenden Erwägungen dürfte hervorgehen, daß im Hinblick auf die valutarische Lage die zu an gemessenen Zins- usw. Bedingungen gewährten Auslandskredite unbedenklich sind. Es ist nicht entscheidend, woher der Kredit kommt, entscheidend sind lediglich die Fragen, wie er verwandt, zu welchen Bedingungen und auf welche Dauer er gegeben wird.

Nach dieser Richtung hin wird die Bankwelt die von ihr gewährten Kredite, gleichgültig ob sie aus Inlands- oder Auslandsquellen herrühren, sehr ernst zu prüfen haben.

Die Beachtung des Referats des Herrn Wassermann auf dem 6. Bankiertag gerade über diese Frage kann nicht ernst genug gefordert werden.

Den Banken aber ist eine entsprechende Mitwirkung nahezu völlig versagt bei Krediten, die von staatlichen und gemeindlichen Stellen aufgenommen werden. Um so größer ist die Verantwortung gerade der Behörden selbst und der

für die Genehmigung von Auslandskrediten zuständigen Beratungsstelle im Reichsfinanzministerium.

Man kann nach allem nur hoffen, daß Banken und Behörden Anleihen im Ausland nur dann aufnehmen bzw. genehmigen, wenn ihr Erlös zur Schaffung neuer, im internationalen Verkehr mittelbar oder unmittelbar verwendbarer Güter dient und wenn deren Fertigstellung oder Auswirkung in großen Umrissen wenigstens spätestens zu den Tilgungs- bzw. Rückzahlungsterminen sichergestellt ist.

## Auslandskredit und Wirtschaftslage.

Von Dr. phil. Theodor Kuhr, Berlin.

Der deutsche Bankiertag hat in seinen Resolutionen eine Warnung ergehen lassen vor weiterer Belastung der Wirtschaft mit Krediten, vor allem seitens des Auslandes, und die Forderung aufgestellt, daß nur solche Kredite gewährt werden dürften, deren produktive Verwendung sichergestellt sei; er hat insbesondere vor weiterer Ausdehnung der Kreditgewährung die Senkung des inländischen Preisniveaus als notwendig bezeichnet. Noch vor kurzem hat außerdem der Herr Reichsbankpräsident Dr. Schacht in unmißverständlicher Weise Stellung genommen gegen das Ueberhandnehmen der Verschuldung der Kommunen an das Ausland. Angesichts der Einstellung weitester Wirtschaftskreise in Deutschland zum Kapital- und Kreditproblem, die in einer hartnäckigen Mißachtung dieser Warnungen besteht, erscheint es nicht unangebracht, an Hand einer Analyse der gegenwärtigen Wirtschaftslage einmal den Nachweis zu führen, wie bitterernst diese Warnungen in Wirklichkeit zu nehmen sind.

Die Krise, die die deutsche Wirtschaft gegenwärtig durchmacht, trägt einen überaus komplexen Charakter. Von den Ursachen, die man in der Diskussion bisher hat angeben hören: internationale Ueberproduktion besonders bei Kohle und Eisen als Folge des Krieges, Kapitalmangel in Deutschland, Stabilisierung der deutschen Währung, Ueberlastung der Wirtschaft mit Steuern, Preiserhöhung durch den Zolltarif, dürfte kaum irgendeine allein eine zureichende Erklärung abgeben, sondern bestensfalls nur ihre Gesamtheit. Dabei scheint allerdings das eine wenigstens festzustehen, daß diese Krise vorwiegend eine Absatzkrise ist, nicht eine Kapitalkrise, wie man oft hört. Das in den dauernd notwendigen Stützungsaktionen — selbst für Unternehmungen, die für gut fundiert galten — in Erscheinung tretende Phänomen ist eine ausgedehnte Illiquidisierung des Kapitals (nicht etwa Kapitalmangel), beruhend auf der ständigen Inkongruenz von Angebot und Nachfrage, d. h. dem überhohen Preisniveau, das einen 100prozentigen Kapitalsumschlag verhindert. Mit Nachdruck muß insbesondere der von Unternehmenseite propagierten Auffassung entgegengetreten werden, daß die Krise auf Kapitalmangel — ausschließlich oder hauptsächlich — beruhe; denn in dem Maße, wie er dann aus der Krise zu erschließen wäre, besteht er heute keinesfalls und hat er seit der Stabilisierung wohl auch nie bestanden.

Man beruft sich zur Begründung dieser Erklärung auf den Kapitalvernichtungsprozeß der Inflation; dieses Argument ist indessen nicht stichhaltig. Was die Inflation vernichtet hat, ist zunächst der Wert des konkreten Geldscheins; sofern im Augenblick der Stabilisierung dieses Geldkapital eines Betriebes zusammengeschmolzen war, sind — wie nicht erst bewiesen zu werden braucht — bis heute, zwei Jahre nach der Stabilisierung, genügend Gelegenheit gewesen, dasselbe durch Kreditaufnahme zu ergänzen und den Betrieb in Gang zu bringen. Die Inflation hat weiter vernichtet den Wert der Guthaben aller Geldgläubiger bei den Unternehmern in Industrie und Handel bzw. die Schulden dieser Unternehmer bei diesen Kapitalisten; diese Unternehmer sind mithin, durch diese Entschuldung, um ebensoviel Kapital reicher geworden. Genau genommen ist also durch diesen Vorgang überhaupt kein Kapital vernichtet; was geschehen ist, ist lediglich eine Vermögensumschichtung; aus den Händen



der Rentner in die der Produzenten. Unter sonst gleichen Umständen müßte demnach im gleichen Grade, wie sich das Angebot an Kapital verringert hat — durch Enteignung der Rentner —, auch die Nachfrage nach Kapital verringert haben — durch Bereicherung der Produzenten —; d. h. das Verhältnis von Angebot und Nachfrage, und damit der Zins, hätten unverändert bleiben müssen. Weshalb der Zins in Deutschland trotzdem durchschnittlich doppelt so hoch ist als im Ausland, wird sich im folgenden ergeben.

Im Widerspruch zur These des Kapitalmangels, dagegen in Uebereinstimmung mit der der Absatzstockung wegen des überhohen Preisniveaus, steht die Gestaltung der Handelsbilanz seit der Stabilisierung. Einige Zahlen, zunächst für 1924 (Wirtschaft und Statistik 1925, S. 84):

Spezialhandel, in Millionen Mark:

1. Lebensmittel und Getränke.

Einfuhrüberschuß:

1913	1737
1923	1054,3
1924	2257,8

2. Fertigwaren.

Ausfuhrüberschuß:

1913	5366,2
1923	4378,1
1924	3410,3

3. Rohstoffe und halbfertige Waren.

Einfuhrüberschuß:

1913	4020,7
1923	3327,8
1924	3677,3

Posten 2 beweist, daß die Auslandskredite im Jahre 1924 jedenfalls die Produktion noch nicht belebt haben, Posten 1 und 3 beweisen, daß sie zum großen Teil konsumtiv und nicht produktiv verwandt worden sind, denn sonst hätte sich der Kreditstrom in einer außerordentlich starken Steigerung der Einfuhr von Rohstoffen und halbfertigen Waren auswirken müssen; womit, nebenbei bemerkt, die Vermutung bestätigt ist, die bereits der Agent für Reparationszahlungen in seinem Bericht vom Mai 1925 (Seite 55) aussprach. Läge nun die Stagnation wirklich am Kapitalmangel, so wäre eine solche zum großen Teil unproduktive Verwendung der Kredite völlig unmöglich gewesen; in Wahrheit bestätigt sie die These der Absatzstockung wegen zu hoher Preise, denn Produktion ohne Absatz ist sinnlos, der Kredit wird daher mißbraucht für andere Zwecke.

Für 1925 beträgt das Passivum bis August 3,7 Milliarden Mark<sup>1)</sup>. Wenn nun auch ohne weiteres zuzugeben ist, daß die Passivität der Handelsbilanz an sich selbst nicht schon eine Ursache zum Pessimismus ist, da sie die natürliche Wirkung der Kapitalzufuhr ist, so muß doch ihre enorme Höhe schwere Bedenken erregen. Die Natur dieser Passivität, d. h. die Tatsache, daß sie verursacht ist durch die Kapitalzufuhr vom Ausland her, bedingt, daß sie normalerweise ein vorübergehendes Phänomen ist, eben nur für so lange Zeit dauernd, als die Wirtschaft auf diese Kapitalzufuhr noch nicht reagiert hat mit einer entsprechenden Belegung der Produktion und Steigerung der Ausfuhr. Gegenwärtig ist seit dem Zeitpunkt, wo die ausländischen Kredite anfangen reichlicher zu fließen (Spätsommer 1924), über ein Jahr verstrichen; die Passivität der Handelsbilanz aber ist immer noch im Wachsen begriffen. Der Gesamtausfuhrüberschuß an Fertigwaren beträgt bis August 2,859 Milliarden M., bei Voraussetzung gleicher Weiterentwicklung für das ganze Jahr 1925 demnach zu schätzen auf etwa 4,3 Milliarden M. Diese Steigerung ist gegenüber den Ziffern von

1913	= 5366,2
1923	= 4378,1
1924	= 3410,3

und gegenüber der zu erschließenden Gesamtsumme der Kredite als viel zu gering zu bezeichnen. Also auch hier: Mangel am Absatz.

Die für Monat September vorliegenden Zahlen (s. monatl. Nachweise für den auswärt. Handel Deutschlands) zeigen ein Sinken der Passivität (reiner Warenverkehr) von 453,926 Mill. M. im August auf 292,465 Mill. M., allem Anschein nach eine Wirkung der Kreditrestriktion. Immerhin darf auch dies Anzeichen in seiner Günstigkeit nicht überschätzt werden, denn die Abnahme der Passivität beruht in erster Linie auf einer Abnahme der Einfuhr von Rohstoffen und halbfertigen Waren:

August	552,372	Millionen M.
Sept.	458,090	" "

Weniger, wie eigentlich zu wünschen wäre, auf einer Zunahme der Ausfuhr (reiner Warenverkehr):

August	724,585	Millionen M.
Sept.	776,622	" "

Zwei Erscheinungen scheinen zu unseren bisherigen Ausführungen im Widerspruch zu stehen: der hohe Zinsfuß und die geringe Arbeitslosigkeit in Deutschland; ersterer scheint die von uns bestrittene These des Kapitalmangels zu bestätigen, letztere die von uns aufgestellte These vom Absatzmangel zu widerlegen. Diese beiden Widersprüche werden indessen zugleich beseitigt durch die folgende Erklärung derselben: die wegen des überhohen Preisniveaus auf In- und Auslandsmarkt bestehende Absatzstockung erzeugt eine übermäßige Kapitalnachfrage, denn mit der Stütze des Kredites, der an Stelle der laufenden Eingänge tritt, die wegen mangelnden Umsatzes nur zögernd einkommen, sucht man den Betrieb aufrechtzuerhalten; zugleich ermöglicht die enorme Kapitalzufuhr eine Beschäftigung der Industrie auch ohne befriedigenden Absatz bzw. Verkauf unter Gestehungskosten aber um den Preis einer dauernd wachsenden Verschuldung und nur so lange, bis eben die unfehlbare Pleite kommt. Mit dieser Erklärung steht außerdem ebenfalls in Uebereinstimmung die für die gegenwärtige wirtschaftliche Situation ungemein bezeichnende Tatsache, daß man den schleppenden Zahlungseingang allgemein auf Kapitalmangel zurückführt. Nach unserer Erklärung dagegen würde sich ergeben, daß die Tatsachen dieser landläufigen Auffassung schnurstracks zuwiderlaufen; nicht weil Kapitalmangel, deshalb Stagnation, sondern weil Absatzstockung, deshalb eine im Verhältnis zum Angebot übermäßige Nachfrage nach Kapital.

Die These des Kapitalmangels bedeutet einen geheimen Vorwurf gegen die Banken; in der Tat wäre deren Kreditpolitik unverständlich, wenn diese These recht hätte, denn dann wäre das einzige Heilmittel für die Wirtschaft kulanteste Kreditgewährung — Kreditinflation. Es dürfte indessen ziemlich klar geworden sein, daß nicht diese These, sondern der deutsche Bankiertag recht hat, wenn er seine eingangs erwähnten Forderungen aufgestellt hat.

Woher aber kommt das überhohe Preisniveau, das die Ursache dieser unbestreitbar vorhandenen Absatzstockung ist? Mancherlei Ursachen hat man bisher dafür angeben gehört; uns scheint, daß eine bisher nicht erwähnte ebenfalls einen guten Erklärungsgrund — und vielleicht sogar den besten — dafür abgibt: die Einführung der allgemeinen Goldrechnung in Deutschland im Sommer 1923. An anderer Stelle (Frankfurter Zeitung, 29. September, abends) hat der Verfasser den Nachweis versucht, daß die gegenwärtige Absatzkrise eine Nachwirkung ist der Absatzkrise, die sich in den letzten Monaten der Inflation (von August bis November) ganz plötzlich entwickelte und bedingt war durch den gleichzeitigen mit panikartiger Schnelligkeit einsetzenden Prozeß der Verallgemeinerung der Goldrechnung auf dem Warenmarkt; näher darauf einzugehen ist hier nicht der Ort. Nur soviel sei gesagt: als seinerzeit in der Inflation die Goldrechnungsfrage praktisch akut wurde, hat die deutsche Bankwelt als einziger Spitzenverband der Unternehmer inmitten einer vom Goldrechnungswahn besessenen Wirtschaft mit volkswirtschaftlicher Einsicht Stellung genommen gegen diesen Gold-

<sup>1)</sup> „Wirtschaft und Statistik“ 1925, S. 631/2.



rechnungsirrtum; sie ist es auch heute wieder, die sich bewährt als Hüterin volkswirtschaftlicher Einsicht. Man kann die deutsche Bankwelt nur beglückwünschen dazu und hoffen, daß im Interesse der gesamten Wirtschaft ihre Stimme in Zukunft mehr gehört werde als bisher geschehen ist.

## Kreditsicherung.

Von Dr. Alfred Hammel, Frankfurt a. M.

Die Umwertung aller Werte, das Kennzeichen unserer Wirtschaft in den letzten Jahren, hat auch in der Frage der Sicherung von Krediten für Banken und sonstige Geldgeber neue Gesichtspunkte, wichtige Gefahrmomente und Zwang zur Neuorientierung gebracht. Auch heute erscheinen in den Bankbilanzen die gedeckten und ungedeckten Debitoren getrennt. Aber mehr als je gilt richtig verstanden das alte Bankierswort: Der Blankokredit hat die beste Deckung. Denn unter Abschüttelung von Inflationsansichten dürfte man heute nicht den Sachbesitz als beste Kreditempfehlung ansehen, sondern neben der Zuverlässigkeit der Person — insbesondere rücksichtlich ihrer Lebenshaltung — oder des Unternehmens ihre Liquidität d. h. die gegenwärtige und die voraussehbare geldliche Flüssigkeit. Weniger als je sollte daher von der guten traditionellen Uebung abgegangen werden, keinen Kredit ohne vorherige Prüfung einer unterschriebenen Bilanz zu eröffnen. Kritischer aber als je sind die Bilanzen zu lesen. Richtete man während der Inflation, die immer noch wie ein Alp auf uns liegt, sein Augenmerk auf die Posten Immobilien, Maschinen und Waren, so muß heute der vorsichtige Geldgeber vor allem prüfen: Wie hoch sind die Verbindlichkeiten; sind dieselben in der vorliegenden Höhe regulär; sind sie kurz- oder langfristig; finden sie in den Außenständen Deckung; sind die Außenstände gut; falls die Waren als Schuld-Gegenposten dienen, sind sie marktgängig und jederzeit glatt veräußerlich; wie hoch sind die Wechselverbindlichkeiten und wann sind sie fällig; wie groß ist das Wechsel-Giroobligo auf weitergegebenen Kundenwechseln oder Finanzwechseln; steckt darin ein Risikomoment? usw.

Abwegig ist die Meinung, daß eine derartig eingehende, dem Kreditgeber nicht immer leicht gemachte Prüfung bei gedeckten Krediten nicht nötig sei. Die Enttäuschung bei den großen Konzernkrediten der jüngsten Zeit beweist es. Speziell die bisher für unantastbar geltende Sicherheit durch Hypotheken nötig zur Revision von überkommenen Ansichten. Daß auch die Einhaltung einer minimalen Beleihungsgrenze nicht vor Verlusten bewahrt, lehrt schon die rigorose Zurückhaltung und Exklusivität der Hypothekenbanken bei Auswahl der Beleihungsobjekte. Fast nur noch erstklassige Miethäuser und bestgelegene Bürohäuser erscheinen akzeptabel, dazu noch mit niedrigster Beleihungsgrenze. Mit Recht. Denn die Pfandbewertung kann sich nur nach der Verwertbarkeit richten und diese ist bekanntlich bei allen Liegenschaften, auch ländliche nicht ausgenommen, auf einen Bruchteil zusammengeschmolzen.

Bei Hypotheken auf Industrieobjekte, Lagerhäuser u. dgl. fragt es sich, ob Grundstücke und Gebäude nur speziell in der Hand des Kreditnehmers rentieren oder ob sie auch allgemeinen Verkehrswert besitzen.

Den letzten Stoß für die „Herabwertung“ der Grundstücke gaben die Hypotheken-„Aufwertungs“-Bestimmungen, die lange Unsicherheit bis zu ihrem Erlaß und schließlich ihre unerwartete Höhe.

Es dürfte zwar trotz Verabschiedung der Gesetze das letzte Wort noch nicht darüber gesprochen sein, daß in sieben Jahren die Milliarden für die Aufwertungsquoten bezahlt werden, weil es sich fragt, ob sie der Grundbesitz überhaupt bis dahin bezahlen kann und ob nicht eine schwere Verwirrung und Depression mit Herannahen des Termins den Grundstücksmarkt erfassen muß mit allen

volks- und privatwirtschaftlich bedenklichen Begleiterscheinungen.

Haben wir doch jetzt schon als Vorgeschmack der Hypothekenaufwertung: vollkommene Unsicherheit und Stagnation auf dem Markt der Grundstücke und der Darlehenshypotheken. Daraus ergibt sich die Folge für die Frage der Pfandverwertung von selbst. Kein Wunder daher, wenn ein großer Teil der Privatbankwelt im Gegensatz zu vielen Kreditgebern öffentlich rechtlichen Charakters gegenüber den großen Sicherungshypotheken einen bemerkenswert zurückhaltenden Standpunkt einnimmt.

Auch bei der Kreditdeckung durch mobile Pfänder hat der Kreditgeber in der neuesten Zeit manches dazu lernen müssen. Vor allem hinsichtlich der verpfändeten Effektedepots. Die Kursumwälzungen der Effektenbörsen, die enorme Verengung der Effektenmärkte und damit die — besonders für mittlere und kleinere Werte — katastrophal gesunkene Kurshöhe und Verkaufsmöglichkeit lehren, daß bei Beurteilung der Depots ihr Bestand schärfstens zu prüfen ist. Noch wird vielfach aus Gründen der Betriebsbequemlichkeit ein großes Paket derselben guten Aktien einem gemischten Depot vorgezogen, obwohl kein Markt heute bei der geringen Aufnahmefähigkeit ein starkes und plötzliches Angebot eines Papiers ohne Einbruch verträgt. Ganz zu schweigen von den Folgen drängender Verkäufe von Mittel- oder Kleinpapieren, die selbst bei unangezweifelter Status bis auf einen kleinen Bruchteil ihres oft scharf umgestellten Goldkapitals gesunken sind. Mehr als früher muß also bei Annahme von Effektenpfändern auf den Markt der einzelnen Kategorien auf angemessene Mischung und auf reichliche Ueberdeckung geachtet werden.

Veränderte Gesichtspunkte gelten auch für die Verpfändung von Waren. Hier ist heute sehr genau zu beachten, ob es sich um nötige Gegenstände des täglichen Konsums handelt, denn es kommen Perioden, in welchen z. B. selbst Getreide und Mehl unverkäuflich sind. Handelt es sich um Fertigungsfabrikate, so ist mit dem heute künstlich beschleunigten Modewechsel zu rechnen; bei Luxuswaren fällt die gesunkene Kaufkraft ins Gewicht. Handelt es sich um Verpfändung von Preziosen, so darf nicht übersehen werden, daß hier die schwere Veräußerlichkeit und dadurch investierte Geldverzinsung, der verringerte Umsatz und die Luxussteuer zu einer sehr großen Spannung zwischen Ankaufs- und Verkaufspreis, insbesondere bei irregulären Objekten, geführt haben. Dementsprechend darf die Pfandgrenze nur mit großer Vorsicht fixiert werden.

Letzten Endes hat die Kapitalarmut und die dadurch hervorgerufene Warenknappheit und Notwendigkeit des rascheren Umschlags auch von den Formen der Kreditsicherung die Sicherungsübereignung sich stärker einbürgern lassen, weil sie die Gegenstände im Besitz des Kreditnehmers beläßt. Da die Waren nicht unbedingt nach außen als Fremdeneigentum erscheinen müssen, und da die Moral und Zuverlässigkeit im Handel und Gewerbe vielerorts zurückgegangen sind, liegen in der Sicherheitsübereignung große Gefahren, die sie nur für unbedingt seriöse Kreditnehmer passend erscheinen lassen. Denn einerseits ist nicht ausgeschlossen, daß ein Kreditsuchender in der Not oder in Betrugsabsicht dieselbe Ware mehreren Geldgebern übereignet und andererseits ist es bei manchen Branchen üblich, daß bei Lieferung — später ist es rechtsungültig — ein Eigentumsvorbehalt bis zur Vollzahlung gemacht wird, der ebenfalls nicht sichtbar sein muß!

Aus all diesen Gründen ziehen viele Banken, soweit sie nicht zur eigenen börsenmäßigen Geldaufnahme Effektedeckung verlangen müssen, persönliche Sicherheiten vor. Solvente, d. h. mit flüssigen Mitteln ausgestattete Bürgen, möglichst in Mehrzahl, werden gerne genommen. Um nicht durch die Einrede der Vorauklage wertvolle Zeit und auch Kosten zu verlieren, ist selbstschuldnerische Bürgschaft erwünscht. Sie ermöglicht auch mit einem anerkannten Kontoauszug den billigeren und schneidigeren Urkundenprozeß.



Ueberhaupt tritt das Bestreben, Kosten und Zeit bei Eintreiben der Kreditforderungen zu sparen, schärfer in den Vordergrund. Ihm dient die Deponierung von Akzepten des Kreditnehmers, die natürlich nur eine Verstärkung der Schuld, keine Deckung im eigentlichen Sinne bedeutet. Anders die Deponierung von Akzepten Dritter — z. B. der Bürgen — mit Unterschrift des Geldnehmers. Eine erstrebenswerte Schuldverstärkung, insbesondere bei Krediten, die einzufrieren drohen, bedeutet auch die sofort vollstreckbare Urkunde in notarieller Form über den Schuldsaldo, — falls sich der Schuldner zu ihrer Ausstellung herbeiläßt!

All diese Vorsichtsmaßnahmen empfehlen sich um so mehr, als beim Kreditgeschäft der Banken die Einkalkulierung der Risikoprämie neben dem Spesenkoeffizienten angesichts des teureren Geldstandes immer schwieriger wird, ja z. B. beim Diskontgeschäft fast überhaupt keinen Raum mehr findet. Dazu kommt, daß die Möglichkeiten der Versicherung der Bank-Kreditrisiken sehr gering sind. Einmal stehen die Versicherungs-Gesellschaften diesem Geschäftszweig noch ziemlich ablehnend gegenüber, andererseits werden praktisch untragbare Prämien angesetzt, bei denen bisher zu wenig berücksichtigt ist, daß gegenüber dem Warenkredit das Risiko durch die bankmäßige Auslese, Vorprüfung und Ueberwachung der Debitoren ein wesentlich geringeres ist.

## Börsen-Recht und -Unrecht.

Von Dr. Eugen Jacobson, Frankfurt a. M.

Nach einer Unterbrechung von mehr als zehn Jahren hat am 1. Oktober d. J. das Zeitgeschäft in Effekten zu amtlichen Kursen an den deutschen Börsen wieder begonnen. Eine lange Periode der Vorbereitung liegt hinter uns. Bereits vor etwa einem Jahre wurden die Möglichkeiten erörtert; die Wiedereinführung scheiterte damals hauptsächlich an der Risikofrage. Diese ist jetzt in befriedigender Weise durch Schaffung der Liquidations-Vereine und ihrer Kassen gelöst. Der Kreis der zum Zeitgeschäft zugelassenen Papiere ist bestimmt worden mit der Absicht, ihn allmählich zu erweitern. Das Geschäft findet jetzt also einen wohl vorbereiteten Boden und könnte sich, wenn sonst die Vorbedingungen zu lebhaften Umsätzen gegeben wären, entsprechend entwickeln. Alle Einrichtungen der Börse stehen dem Zeithandel wie dazumal zur Verfügung, denn die Systeme sind aus der Vorkriegszeit ziemlich unverändert übernommen worden. Uebernommen worden ist auch das diesen Geschäften damals bereits anhaftende Manko, die Unzulänglichkeit der Börsengesetzgebung in ihren Bestimmungen über den Terminhandel. Die Händler haben sich unter sich durch die Garantie-Kasse gesichert, obwohl ihre rechtlichen Verpflichtungen aus den Geschäften, da sie wohl alle als Kaufleute im Handelsregister eingetragen sein werden, nicht zweifelhaft sind. Für ihre Geschäfte mit dem Publikum jedoch verbleibt es bei dem schwankenden Boden, auf dem sie seit 1896 bzw. 1908 stehen. Einem großen Teil der jetzigen Generation mögen die verheerenden Wirkungen des Gesetzes sowie der Rechtsprechung noch unbekannt sein, es lebt aber zweifellos noch eine sehr große Anzahl von Bank- und Börsen-Interessenten, die die Wirkungen in deutlicher Erinnerung haben müssen und sie am eigenen Leibe verspürt haben. Die Erinnerung an die langwierigen Kämpfe von 1896—1908 zur Milderung der schlimmsten Härten scheint aber auch bei diesen etwas verblaßt zu sein. Verfasser hat seit 1921 nicht aufgehört, die Bankwelt darauf hinzuweisen, daß das Termingeschäft, wenn es wiederkehre, ebenen Gesetzesboden vorfinden, daß man dazu aber beizeiten das Nötige tun müsse. Damals waren die Aussichten für eine zweite Reformaktion nicht ungünstig; das Produkt der Vorkriegszeit wäre der politischen Neuorientierung sicherlich widerstandslos gewichen. Heute ist die Konstellation schon wieder anders; heute bedürfte eine Reformierung vermutlich wieder größerer Kämpfe und vorausgehender umfangreicher Auf-

klärungsarbeit. Immerhin dürfte und müßte der Schritt gewagt werden, denn zu verlieren gibt es ja in dieser Hinsicht nicht viel. Der letzte Bankiertag hat die Fragen nur gestreift; das Referat von Sick zum Thema „Effektenverkehr und Börsenterminhandel“ betont in bedeutsamen Ausführungen die Notwendigkeit einer Revision des Börsengesetzes und beleuchtet die Frage vom deutschen Kulturstandpunkt aus (S. 198 der „Verhandlungen“). Eine Entschliebung ist jedoch zu dem Kapitel nicht gefaßt worden. Die vorausgehende Aufklärungsarbeit darf aber um so weniger vernachlässigt werden, als seit 1914 neben der alten eine neue Generation herangewachsen ist, die aus den Börsenvorgängen und -zuständen der letzten Jahre leicht falsche Schlüsse zu ziehen geneigt sein wird.

Die Gefahr ist aber keineswegs leicht zu nehmen. Auch das, was der frühere Staatskommissar an der Berliner Börse, Dr. Göppert, ein vorzüglicher Kenner der theoretischen Materie in einem in der „Sondernummer aus Anlaß des VI. Allgemeinen Deutschen Bankiertages“ veröffentlichten Aufsatz „Zur Reform des Börsengesetzes“ über den Terminhandel sagt, fordert in vielen Punkten den Widerspruch des Praktikers heraus. Ich habe mich bereits im Jahre 1921 in zwei Abhandlungen in Nr. 9 und Nr. 14 des „Bank-Archiv“ mit Göppert auseinandersetzen müssen. Er vertrat damals den Standpunkt, daß das Börsengesetz von 1908 den Interessen der Börse genügend entgegengekommen wäre, daß es am richtigsten sei, die Reform auf sich beruhen zu lassen, man solle sich die kühle Ruhe nicht rauben lassen usw. Jetzt ist er wohl bereit, einige Konzessionen zu machen, aber sein Geist von 1921 weht auch durch seine Ausführungen von 1925. Das ist gleich in den einleitenden Worten festzustellen. In einem historischen Rückblick behauptet er, die Börse habe dem gegen sie seinerzeit losbrechenden Sturm nicht ganz frei von Schuld und Fehl gegenübergestanden; anstatt nicht zu bezweifelnden Mißständen entgegenzutreten, habe sie sich auf die Abwehr unberechtigter oder übertriebener Angriffe beschränkt. Mit Verlaub: Was ist denn „die Börse“? Doch nichts anderes als die Gesamtheit der ihre Geschäfte betreibenden Börsenbesucher, also der Banken, Bankiers und Makler. Soll diese Gesamtheit Schuld und Fehl auf sich geladen haben? Wenn die Börse damals das Gesetz über sich ergehen lassen mußte, so ist sie der Majorität unterlegen, und wenn sie sich nicht vorher zur Wehr gesetzt hat, so war dies eher ein Zeichen eines guten als eines schlechten Gewissens. Hinzu kam für sie die Unmöglichkeit, ihre Stimme überhaupt zu erheben, weil es ihr an einer geeigneten Vertretung mangelte. Lange vorher schon existierte ein Bund der Landwirte, aber kein Bund der Bank- und Börsen-Interessenten. Ein solcher entstand erst, als es für die Beeinflussung eines (auch von Göppert als solchen bezeichneten) Gelegenheitsgesetzes zu spät war — in Gestalt des Centralverbandes des Deutschen Bank- und Bankiergewerbes, der dann im Jahre 1901 sein Organ, das Bank-Archiv, gründete.

Nach Göppert liegen nun die Verhältnisse für eine Reform des Börsenrechts jetzt nicht ungünstig, u. a. deshalb, weil die politischen Parteien von den Nachwirkungen der Kämpfe der neunziger Jahre völlig frei wären. Trotzdem erklärt Göppert die Inangriffnahme einer durchgreifenden Reform für verfrüht und verlangt zunächst Klärung der Anschauungen. Dagegen ist natürlich gar nichts einzuwenden. Aber wenn in diesem Zusammenhang die Literatur aus der Vorkriegszeit und die Polemik gegen das alte Börsengesetz für veraltet erklärt werden, so werden wohl doch Unkenntnis und Voreingenommenheit ein wenig unterschätzt. Auch der Richterstand hat seit 1914 Nachwuchs aufzuweisen, und es ist nicht gleichgültig, ob dieser seine Weisheit aus richtigen oder aus falschen Quellen schöpft. Aus der Literatur und der Polemik der Vorkriegsjahre sollte heute ein jeder, den es angeht, also nicht zuletzt der Richter lernen. Der wiederauflebende Terminhandel wird sicherlich auch neue Prozesse zeitigen, die nach dem Recht von 1908 zu entscheiden sind. Dieses zeigt aber noch so viel Unvollständigkeit und Verklausulierungen, daß für richterliche Mißverständnisse noch ein weiter Spielraum bleibt. Aber es wird sich ja



zeigen, ob der Zeitgeist die Judikatur beeinflussen kann oder an ihr spurlos vorübergegangen ist. Noch bis in die letzten Jahre hinein hat das Reichsgericht nicht vermocht, an dem bereits im Jahre 1902 aufgestellten Grundsatz der Unanwendbarkeit des Differenz-Einwandes im reinen Kassageschäft restlos festzuhalten. Indessen mag Göpperts Anregung zur Klärung der Anschauungen in der Öffentlichkeit auf fruchtbaren Boden fallen; es wird sich ja dann auch erweisen, ob wirklich die politischen Parteien heute vorurteilsloser sind als damals.

Der Differenzeinwand, in welcher Gestalt er auch auftauchen möge, muß verschwinden. Zu seiner Entschuldigung kann es auch nicht dienen, wenn man wie Göppert darauf aufmerksam macht, daß er keine deutsche, sondern eine französische und belgische Erfindung ist. Man soll wohl das Rechte von daher nehmen, wo man es findet; um das Unrechte aber macht man, wo man es auch finden mag, einen weiten Bogen! Wenn es also für richtig gehalten wurde, richterliche Weltfremdheit aus dem Auslande zu importieren, so läßt sich daraus für den dadurch im Inlande geschaffenen Zustand gewiß kein mildernder Umstand konstruieren.

Wer für die Beseitigung der Beschränkungen des Börsengesetzes und der Unanwendbarkeit der §§ 762 und 764 BGB. eintritt, folgt unserer vor über vier Jahren gegebenen Anregung. Das tut auch Göppert, aber er bleibt auf halbem Wege stehen. Wir hatten die Streichung fast des ganzen vierten Abschnittes des Börsengesetzes und die Abänderung der §§ 762 und 764 BGB. durch einen Zusatz, wonach sie gegenüber Banken nur insofern Anwendung finden können, als die Abwicklung durch Differenzzahlung pp. ausdrücklich und schriftlich vereinbart worden war, gefordert (vgl. Bank-Archiv XX S. 130). Göppert ist der Ansicht, es liege kein deutsches Interesse vor, eine solche Forderung auch auf Geschäfte an ausländischen Börsen auszudehnen. Geschäfte an ausländischen Börsen sind, im Gegensatz zu früher, zur Zeit zwar nicht besonders aktuell und werden es auch sobald nicht wieder werden, wenigstens nicht in den Ländern, die den Krieg auch gegen das Privateigentum geführt haben. Wenn aber ein Geschäft in Deutschland abgeschlossen ist, warum soll es weniger Rechtssicherheit genießen, weil es an einem ausländischen Börsenplatze zu erfüllen ist? Wird dadurch die Handlung dessen, der sich einer eingegangenen Verpflichtung entziehen will, weniger unmoralisch? Und entspräche das wirklich „deutschen Interessen“? Wenn Deutschland zum Schutze seiner Währung oder aus sonstigen Gründen den Kauf ausländischer Wertpapiere zeitweilig für schädlich hält, so mögen diese Geschäfte verboten werden, wie es in der in- zwischen aufgehobenen Devisen-Gesetzgebung vorgesehen war. Ist aber der Handel im Ausland freigegeben, dann darf ein gesetzlich zulässiges Geschäft durchaus nicht der einseitigen Anfechtung ausgesetzt sein, weil der eine Teil seine beim Abschluß gehegte Hoffnung enttäuscht sieht. Was dies alles mit „deutschen Interessen“ zu tun hat, ist unerfindlich. Unter diesen Umständen ist es ja immerhin anzuerkennen, daß Göppert das englische System, den Differenzeinwand bei „In-Sich-Geschäften“ zuzulassen, verwirft. Wir wissen nicht, ob es in England noch bucketshops gibt; nur bei solchen waren In-Sich-Geschäfte üblich. In Deutschland ist diese Sorte wohl nahezu ausgestorben und lebt auch dadurch nicht wieder auf, daß ein Bankier einmal einen Auftrag nicht an die Börse bringt, sondern kraft Selbsteintrittsrechts des Kommissionärs mit einem entgegengesetzten Auftrage kompensiert oder auch durch Selbsthergabe aus Beständen bzw. Selbstübernahme ausführt. Das englische System wird wohl auch in anders gerichteten Kreisen kaum Verständnis finden, und die bloße Erwähnung kann nur Verwirrung anrichten.

Diese Gedankengänge haben mit der Eignung oder Nichteignung des Publikums zu Spekulationsgeschäften gar nichts zu tun. Die Banken müssen und werden auch weiterhin ihre wirtschaftliche Aufgabe von sich aus darin erblicken, Unberufene fern zu halten. Die Aufgabe ist nicht immer leicht zu erfüllen, besonders nicht in Zeiten, wo der Taumel die Massen ergriffen hat. Das Unter-

scheidungsvermögen wird den Verantwortungsbewußten auch dann nicht im Stich lassen; aber zu seiner eigenen Sicherheit reicht das nicht aus, weil Momente ins Spiel treten können, die außerhalb der Eignung und Bonität des Gegenkontrahenten liegen. Der Verantwortungslose aber wird durch die zahlreichen Vorschriften über den Schutz gegen Unlauterkeit stets gefaßt werden können.

Wenn nun endlich die nach Göppert und unserer Ansicht erforderlichen Klärungen und Aufklärungen einsetzen, so wird dies hoffentlich bald dahin führen, daß das Börsenrecht herrscht und das Börsenunrecht untergeht. Ceterum censeo . . . . ., daß der Differenzeinwand zerstört werden muß.

## Gerichtliche Entscheidungen.

### I. Handelsrecht.

#### Zu § 346 HGB.

Die Einziehung eines Valutenwechsels verpflichtet die Bank, für den Kunden ein Valutenkonto einzurichten und den Gegenwert auf diesem Konto gutzuschreiben.

Urteil des Reichsgerichts vom 27. Mai 1925 — I 450/24. — T.

Die klagende Firma verschuldete der beklagten Bank im Herbst 1923 £ 383. Sie übergab der Bank einen Auslandswechsel über £ 560.2.7. zum Einzug mit dem Auftrag, nach Eingang die £ 383 einzubehalten, über den Restbetrag Abrechnung zu erteilen und denselben „unserem Konto, welches wir bei Ihnen führen, gutzuschreiben“. Die Beklagte hat den Wechsel eingezogen, die £ 383 nebst Spesen einbehalten, den Rest am 29. Oktober 1923 verkauft und der Klägerin den Papiermarkbetrag gutgebracht. Klägerin bestreitet die Befugnis der Beklagten zum Verkauf des Restbetrages und fordert mit der Klage dessen Gegenwert nebst Zinsen. Die Beklagte hat gebeten, die Klage abzuweisen. Sie führt aus, Klägerin habe bei ihr kein £-Konto, der Auftrag habe nicht anders aufgefaßt werden können, als daß die £ verkauft und der Klägerin der Markbetrag gutgeschrieben werden sollte. Das LG. und das OLG. haben der Klage stattgegeben. Auch die Revision der Beklagten ist erfolglos geblieben.

#### Gründe.

Das BerG. hat ausgeführt, die Beklagte sei zum Verkauf des restlichen £-Betrages nicht berechtigt gewesen, wenn auch bei ihr ein laufendes Konto in £ für die Klägerin tatsächlich nicht geführt worden sei. Die Klägerin habe annehmen dürfen, daß ihr die £-Schuld in den Büchern der Beklagten in £ belastet stehe. Sie habe deshalb auch am 6. September der Beklagten geschrieben, diese möge ihr einen Eingang von £ 17 auf £-Konto gutschreiben. Hiervon ausgehend könne der Brief der Klägerin vom 29. September nicht dahin ausgelegt werden, daß er einen Auftrag zum Verkauf des inkassierten £-Betrags enthalte. Es sei auch im Zweifel, nach der Entwicklung der deutschen Mark im September und Oktober 1923, anzunehmen gewesen, daß die Bankkunden sich ihre Devisen erhalten wollten. Auch ein Subalternbeamter der Devisenabteilung der Beklagten habe nicht wohl annehmen können, daß die Klägerin einen Auftrag zur Umwechslung der £ in Mark erteilt habe.

Die Revision wendet ein, von einem Verschulden der Beklagten könne keine Rede sein; jedenfalls würde der Klägerin wegen der Unklarheit ihres Briefes vom 29. September ein überwiegendes Verschulden zur Last fallen. Die Annahme des BerG., die Klägerin habe glauben dürfen, daß ihr ihre £-Schuld in den Büchern der Beklagten in £ belastet sei, entbehre jeder Grundlage. Zur Einrichtung eines £-Kontos habe es eines Antrags des Kunden bedurft. Der Klägerin sei nie eine Anzeige zugegangen, daß die Beklagte sie mit einem £-Betrag belastet habe. Habe die Klägerin wirklich das angenommen, was das BerG. ihr unterstelle, so sei darin ein erhebliches Verschulden zu finden.

Diesen Ausführungen der Revision ist nicht zuzustimmen. Mit dem BerG. ist grundlegend davon auszugehen, daß der Brief der Klägerin vom 29. September einen ausdrücklichen Auftrag zum Verkauf des restlichen Devisenbetrages nicht enthielt. Es kann sich also nur darum handeln, ob die Beklagte aus jenem Brief mit irgendwelcher Sicherheit rückschließend entnehmen konnte, daß die Klägerin den Umtausch der £ in Papiermark wünschte. Das hat das BerG. mit Recht verneint. Stände in dem Brief, daß die Klägerin bitte, „über die Devisen abzurechnen“, so könnte, wie das BerG. geltend macht, eine solche Ausdrucksweise vielleicht dahin verstanden werden, daß über den Umtausch des £-Betrages



in Mark Abrechnung erbeten werde. Aber der Brief besagt etwas wesentlich anderes. Die Klägerin schreibt, die Beklagte möge £ 383 einbehalten, die entstehenden Spesen belasten und über den Restbetrag „uns Abrechnung zukommen lassen“. Das kann nach dem Zusammenhang nicht mehr bedeuten, als daß die Beklagte eine Abrechnung über die Spesen und damit eine Berechnung des übrig bleibenden Restbetrages erteilen möge. Die Beklagte stützt sich hauptsächlich weiter darauf, sie habe für die Klägerin, wie dieser bekannt gewesen sei, nur ein Markkonto, nicht ein £-Konto geführt; die in dem Brief enthaltene weitere Anweisung, „denselben (den Restbetrag) unserem Konto, welches wir bei Ihnen führen, gutschreiben“, können nur bedeuten, daß ein Markbetrag gutschrieben werden solle. Auch dem ist nicht zuzustimmen. Mit Recht hat das BerG. darauf hingewiesen, daß die Klägerin in ihrem Briefe vom 6. September gebeten hat, den Betrag eines überreichten £-Schecks „unserem £-Konto“ gutschreiben. Danach hat die Klägerin mit dem Bestehen eines £-Kontos gerechnet. Zudem hatte die Beklagte in ihrem Antwortschreiben vom 10. September erklärt, sie verwende den Scheckbetrag zur Teilabdeckung „Ihres Debitsaldos“, was nur heißen kann „Ihres £-Debitsaldos“. Daß dieser £-Debitsaldo nicht auf einem Konto der Klägerin verbucht war, entzog sich der Kenntnis der Klägerin. Ergab sich nach das Schreiben der Klägerin vom 29. September keine irgendwelche Sicherheit für die Richtigkeit der Auffassung der Beklagten, so hätte sich diese durch Rückfrage über die Willensmeinung der Klägerin vergewissern müssen. Ein Risiko war mit der Verzögerung in jenen Zeiten nicht verknüpft.

Nach dem erörterten Sachverhalt hat das BerG. auch mit Recht die Annahme eines überwiegenden Mitverschuldens der Klägerin abgelehnt.

Die Revision mußte mithin zurückgewiesen werden.

## II. Ausgleichsverfahren.

### Zu § 26 RAusglGes.

Berücksichtigung der Grundsätze der Billigkeit bei der Rückforderung von Währungsvorschüssen im Ausgleichsverfahren.

Urteil des Reichswirtschaftsgerichts v. 15. 10. 1925 — 3. S. XV 84, 24 —.

#### Aus den Gründen:

Durch Beschluß der Spruchstelle beim Reichsausgleichsamt, Zweigstelle Hamburg, vom 23. Januar 1923 wurde dem Bankhause L. B. & S. zum Zwecke der Begleichung einer Schuld von £ 865.52 an die Firma H. & V. in Liverpool ein Vorschuß in Höhe von 98 pCt. gewährt. Zugleich wurde bestimmt, daß von diesem Betrage nur ein Drittel ausgezahlt werden dürfe, die Antragstellerin sich von dem auszahlenden Betrage einen vor dem Tage der Auszahlung etwa erzielten und bei der Abrechnung über eine andere Verbindlichkeit noch nicht angerechneten Währungsgewinn anrechnen lassen müsse, sowie daß ein erst später erzielter Währungsgewinn beim zuerkannten Betrage in Anrechnung zu bringen sei. Dieser Beschluß ist durch den weiteren Beschluß der Spruchstelle vom 26. Juni 1923 bestätigt worden.

Der Antragstellerin sind ausweislich der Akten M. 991 736 602.— (£ 282.13.—) als Vorschuß gezahlt worden.

Durch Verwaltungsbescheid vom 15. Januar 1924 wurde verfügt, daß die Antragstellerin den ihr am 31. Juli 1923 gezahlten Vorschuß von M. 991 736 602.— aufgewertet nebst Zinsen mit Goldmark 3 786.64 nebst 5 pCt. Zinsen seit dem 31. Juli 1923 zurückzahlen habe. Der Bescheid ist wie folgt begründet:

Bei der Zubilligung des der Antragstellerin am 31. Juli 1923 in Höhe von M. 991 736 602.— gewährten Vorschusses sei die Anrechnung von Währungsgewinnen ausdrücklich vorbehalten gewesen. Nach den Abrechnungen des Custodian der Südafrikanischen Union vom 14. November 1923 habe die Antragstellerin durch Zuteilung eines Zertifikats der Südafrikanischen Union-Anleihe über £ 8 475.55 und eines Barbetrages von £ 564.9.10 als Gegenwert für ihre beschlagnahmten Wertpapiere Währungsgewinne erzielt, die auf den gezahlten Vorschuß anzurechnen seien. Da die Währungsgewinne den geleisteten Vorschuß aber überstiegen, so müsse dieser in vollem Umfang gemäß Art. V Abs. 2 der Notverordnung vom 28. Oktober 1923 aufgewertet zurückgezahlt werden, was auf Grund der zur Zeit der Vorschußgewährung geltenden gesetzlichen Regelung im Hinblick auf die vorbehaltenene Verrechnung von Währungsgewinnen zulässig gewesen sei, und weil es bei der Finanzlage des Reichs offenbar unbillig wäre, wenn der Antragstellerin trotz ihrer Währungsgewinne der Vorschuß belassen würde. Die Aufwertung sei nach § 41 Abs. 1 des Reichsausgleichsgesetzes in der Fassung vom 20. November 1923 begründet und nach § 35a berechnet.

Hiergegen hat die Antragstellerin rechtzeitig Beschwerde eingelegt und das Rechtsmittel im wesentlichen wie folgt begründet:

Die Beschwerdeführerin sei mit mehreren 100 Fällen am Ausgleichs- und Liquidationsverfahren beteiligt. Per Saldo überstiegen ihre Forderungen in ausländischer Währung ihre Schulden um ein Erhebliches. Sie verliere also, da die Forderungen nur zu einem ganz geringen Bruchteil entschädigt würden, ein Vielfaches von dem, was ihr auf ihre Valutaschulden zugute komme. Das Reich gewinne dagegen an ihren Forderungen durch deren Gutschrift auf Reparationskonto und setze bei Regelung ihrer Schulden nur wenig zu. Der Endsaldo der Beschwerdeführerin sei ein sehr hoher Kreditsaldo. Nur auf diesen könne es bei der Anrechnung der Währungsgewinne ankommen. Es gehe nicht an, und es sei auch nicht der Sinn des Ausgleichsgesetzes, daß einzelne Ausgleichsschulden oder Vorschußzahlungen herausgegriffen und darauf irgendwelche Währungsgewinne angerechnet würden. Ihr sehr hohes Guthaben im Liquidationsverfahren übersteige jeden Debitsaldo im Ausgleichsverfahren selbst dann noch, wenn keine ihrer Valutaforderungen im Ausgleichsverfahren durchdringen würde.

Die Belassung des Vorschusses bei der Beschwerdeführerin enthalte nicht nur keine Unbilligkeit, sondern es würde im Gegenteil eine starke Unbilligkeit bedeuten, wenn sie ihn wieder zurückzahlen müsse. Denn das Reich gewinne aus ihren Verlusten viel mehr, als sie selbst auf Kosten des Reiches bereichert sei.

Der Status der Beschwerdeführerin im Liquidationsverfahren, in gleicher Weise aufgestellt wie ihr vom Reichsausgleichsamt vorgelegter Status im Ausgleichsverfahren, ergebe zu ihren Gunsten einen Uberschuß von M. 4 899 511.59.

Das Reichsausgleichsamt hat der Beschwerde nicht abgeholfen. Nach der neueren Rechtsprechung des Reichswirtschaftsgerichts seien bei Beurteilung der Billigkeitsfrage die gesamten Leistungen des Reichs für eine Partei im Ausgleichsverfahren zu den glaubhaft gemachten Kriegsschäden ins Verhältnis zu setzen und danach die Quote zu bemessen, in welcher die Erhöhung des Abrechnungsbetrages bei einer Vermögensfreigabe berechtigt sei. Da sich der Schuldenüberschuß der Beschwerdeführerin im Ausgleichsverfahren unter Berücksichtigung ihrer auf Liquidationskonto zu verrechnenden Zahlungen an den Treuhänder auf rund 2,8 Millionen Goldmark belaufe, ihre Liquidations- und Russenschäden zusammen 7,4 Millionen Goldmark betrügen, so sei die Erhöhung bzw. Rückforderung im Verhältnis von 7,5 : 2,8 also zu 37½ pCt. berechtigt.

Hierzu hat die Beschwerdeführerin folgendes bemerkt:

Bei Beurteilung der Billigkeitsfrage könne ihres Erachtens überhaupt kein prinzipieller Maßstab festgesetzt werden, sondern es sei auf die besonderen Verhältnisse des Einzelfalles Rücksicht zu nehmen. Dem Vergleichsvorschlage des Reichsausgleichsamtes, nämlich der Gegenüberstellung des Passivsaldo im Ausgleichsverfahren zu den Liquidationsschäden, fehle die innere Berechtigung. Denn nach § 26 RAusglG. bzw. Art. V der Notverordnung sei die Billigkeit nur allein vom Standpunkt des Schuldners aus zu betrachten. Dessen Verhältnisse seien ausschließlich maßgebend und es sei lediglich zu berücksichtigen, welchen Schaden er durch den Eingriff in sein ausländisches Vermögen erleide. Für den Schuldner sei es ganz gleichgültig, ob dieser Vermögensschaden in dem Verlust von Forderungen im Ausgleichsverfahren oder in der Fortnahme sonstiger Vermögensobjekte im Liquidationsverfahren bestehe. Entscheidend sei auch nach dem Gesetz nur immer der Gesamtsaldo aus beiden Verfahren, und es sei zu prüfen, ob und inwieweit dieser aktiv oder passiv sei. Eine hiervon abweichende Stellungnahme würde zur Folge haben, daß ein Geschädigter, der am Ausgleichsverfahren überhaupt nicht teilnehme, sondern nur Liquidationsschäden erlitten habe, seine Freigabe nicht herauszugeben brauche, während derjenige, dessen Liquidationsschäden seinen Schuldsaldo im Ausgleichsverfahren bei weitem überstiegen, freigegebene Werte an das Reich herausgeben müsse. Eine derartige unbillige Entscheidung hänge zudem noch von dem Zufall ab, ob eine Forderung im Ausgleichsverfahren oder Liquidationsverfahren geltend gemacht werde.

Bezüglich ihres speziellen Verhältnisses zur Firma H. & V. werde bemerkt, daß die Beschwerdeführerin nach Empfang des Vorschusses von 1/3 ihrer Schuld die restlichen 2/3 in voller Höhe zur Goldparität abgedeckt habe.

Die Annahme, die Gutschriften zu Gunsten des Reichs auf Liquidationskonto hätten keinen Vermögenswert, weil sie auf die Reparationszahlungen doch nicht angerechnet würden, sei unzutreffend. Denn es unterliege keinem Zweifel, daß bei der endgültigen Vereinbarung über die Reparationen nach dem







Herabsetzung ihrer Währungsschuld gegenüber der deutschen Firma H. & V. in Liverpool herbeigeführt haben würde, falls der § 55 RAusglG. a. F., der im Gegensatz zu § 54 n. F. auch die Ansässigkeit des Gläubigers im Reichsgebiet verlangt, auf das vorliegende Schuldverhältnis anwendbar gewesen wäre. Statt dessen hat sie nach ihren glaubhaften Darlegungen die nicht bevorschussten zwei Drittel ihrer Schuld in voller Höhe aus ihrem eigenen Vermögen getilgt.

Der angefochtene Bescheid vom 15. Januar 1924 war nach alledem aufzuheben und es war, wie geschehen, zu erkennen.

### Bücherbesprechungen.

Steuerhandbuch. Leitfadens für die neuen Steuergesetze. Dr. Werner Feilchenfeld, bei der Industrie- und Handelskammer Berlin. Verlag Reimar Hobbing, Berlin SW 61. 576 Seiten.

Das Buch gibt eine systematische Darstellung der Steuergesetze (Steuerüberleitungsgesetz, Einkommensteuergesetz, Körperschaftsteuergesetz, Vermögenssteuergesetz, Erbschaftsteuergesetz, Reichsbewertungsgesetz, Kapitalverkehrsteuergesetz). In knapper Form werden die Vorschriften der einzelnen Gesetze erläutert. Vom Steuerüberleitungs- und vom Einkommensteuergesetz werden zuerst die allgemeinen, für alle Steuerpflichtigen gültigen Bestimmungen besprochen, ferner wird noch auf diejenigen für Gewerbetreibende, Angehörige der freien Berufe und sonstige Steuerpflichtige gesondert eingegangen. Der Verfasser hat zur Klärung zweifelhafter und schwieriger Fälle zahlreiche treffende Beispiele hinzugefügt. Die Uebersicht über den umfangreichen Stoff erleichtern wesentlich die jedem Absatz beigegebenen Randtitel, die in Stichworten unter Hinzufügung des betr. Gesetzesparagrafen den Inhalt des Besprochenen kurz bezeichnen. In einem Anhang sind die Gesetzestexte abgedruckt, ebenso die Verordnung und der Erlaß des Reichsfinanzministers über den Steuerabzug vom Arbeitslohn, ferner die Durchführungsbestimmungen zum Steuerüberleitungsgesetz. Die Novellen zum Erbschaftsteuergesetz und zum Kapitalverkehrsteuergesetz sind in den eigentlichen Gesetzestext hineingearbeitet. Den Abschluß bildet ein umfangreiches Sachregister. Das Werk zeichnet sich durch große Uebersichtlichkeit und seinen kurzen, klaren Stil aus und dürfte als Handbuch dem Praktiker ein unentbehrlicher Wegweiser durch das große und schwierige Gebiet der Steuergesetzgebung sein.

Dr. Paesler, Berlin.

## Statistischer Teil.

Bearbeitet von Paul Kroszewski, Berlin-Grünwald.

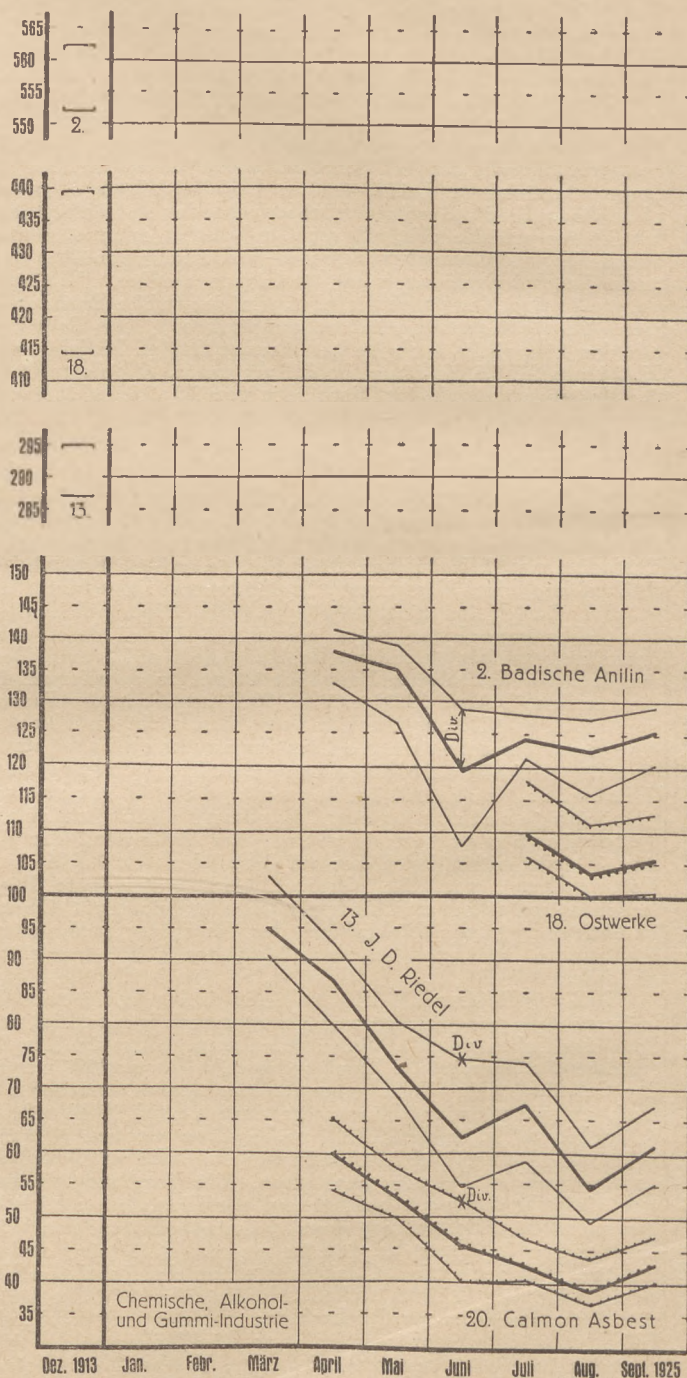
### Die Kursbewegung der fortlaufend notierten Aktien der Chemischen, Alkohol- und Gummi-Industrie sowie der Metall- und Maschinenbau-Industrie an der Berliner Börse 1925<sup>1)</sup>.

Die an dieser Stelle gebrachte Untersuchung über die Kursbewegung der fortlaufend notierten Aktien, deren Schluß die nächste Nummer des Bank-Archiv enthalten wird, erstreckt sich der Einfachheit wegen bei allen Gruppen nur auf die ersten Dreivierteljahre. Um nun auch den Oktober wenigstens textlich nicht ganz unberücksichtigt zu lassen, sei erwähnt, daß die Kurse, die im September eine Erholung zeigten, im Oktober nach Abschluß der Verhandlungen von Locarno — begünstigt durch ausländisches Interesse für deutsche Aktien — sich wiederum aufwärts bewegten. Meldungen aus Amerika, die Hoffnungen auf ein günstiges Schicksal des beschlagnahmten deutschen Eigentums weckten, trugen bei einigen Papieren weiter zur Festigung des Effektenmarktes bei. Doch der erwartete Umschwung trat nicht ein. Die innerpolitische Krise und Mitteilungen über finanzielle Schwierigkeiten einiger Konzerne und Firmen erzeugten Unsicherheit und Zurückhaltung auf diesem Markte, so daß das Niveau der Kurse sich wieder senkte und der Durchschnittskurs des Oktobers im großen und ganzen den des Septembers nicht erreichte. Auch der Beginn des laufenden Monats brachte keine Erholung.

<sup>1)</sup> Vgl. Nr. 2 des Bank-Archiv vom 15. 10. 25 Seite 29—32 und Nr. 3 vom 1. 11. 25 Seite 45—50.

Zu den beiden Tabellen ist ergänzend folgendes zu bemerken:

**Chemische, Alkohol- und Gummi-Industrie.** Die chemische Industrie wird durch die ersten 16 Gesellschaften dargestellt. 1. bis 5. Anilin-Konzern: Die unter Einschluß der Chemischen Fabriken vorm. Weiler-ter Meer bisher zu einer Interessengemeinschaft zusammengeschlossenen ersten 5 Gesellschaften legen ihren Generalversammlungen einen Fusionsplan vor. Nach diesem übernimmt die Badische Anilin- und



Sodafabrik die andern fünf Gesellschaften auf dem Wege der Fusion, ändert unter Verlegung ihres Sitzes nach Frankfurt a. M. ihren Namen in „I. G. Farbenindustrie Aktiengesellschaft“ und gibt in Höhe der vereinigten Aktienkapitalien neue Aktien heraus, die sie gegen gleiche Nennwerte der Aktien der sechs einzelnen Gesellschaften austauscht.

1. A. G. für Anilinfabrikation: Infolge Erhöhung des AK. um 5 800 000 M. am 2. 5. 1914 betrug das Vorkriegskapital 19 800 000 M.



2. Badische Anilin- und Sodafabrik: Infolge Erhöhung des AK. um 18 Millionen M. am 2. 5. 1914 betrug das Vorkriegskapital 54 Millionen Mark.

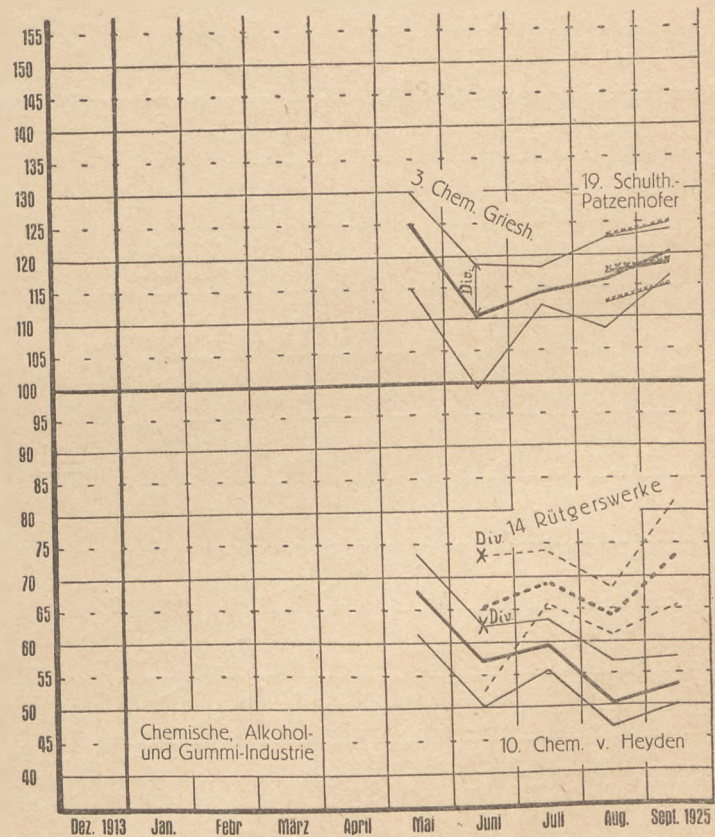
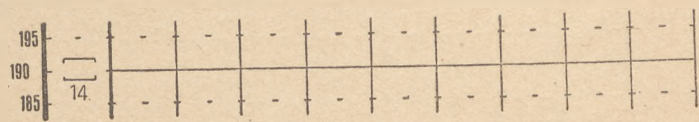
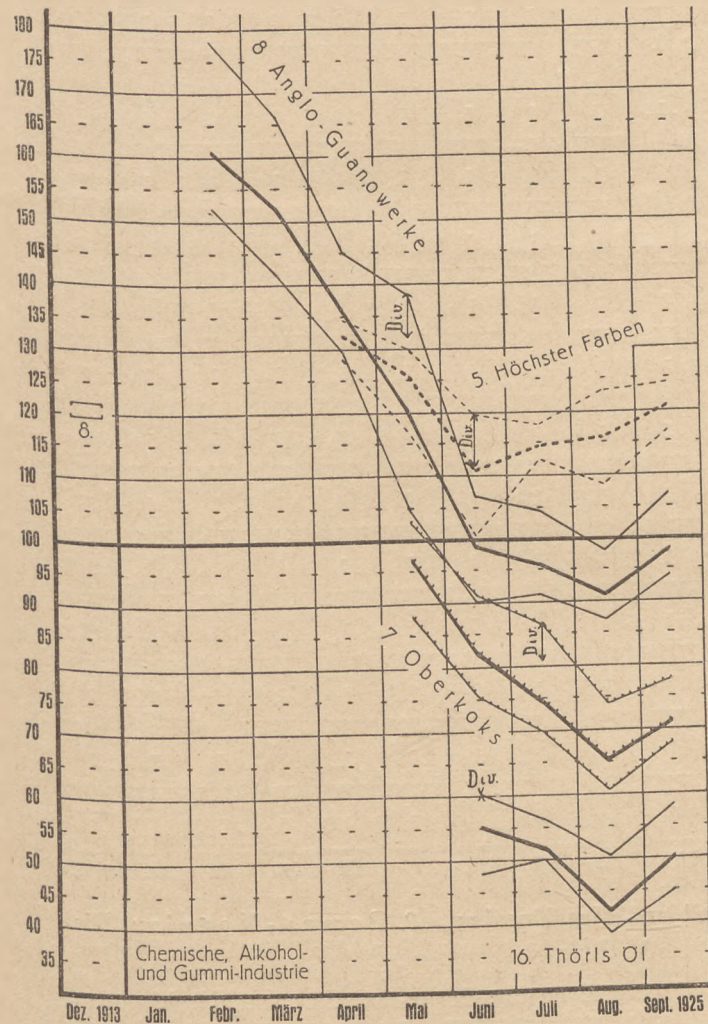
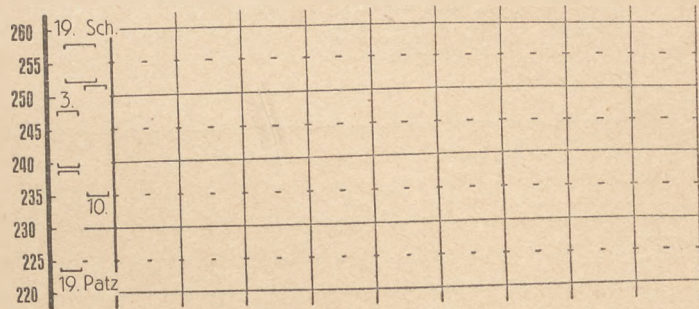
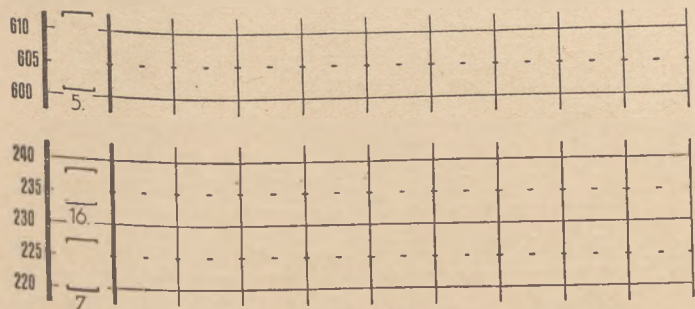
4. Elberfelder Farben: Infolge Erhöhung des AK. um 18 Millionen M. am 2. 5. 1914 betrug das Vorkriegskapital 54 Millionen M.

5. Höchster Farben: Infolge Erhöhung des AK. um 14 Millionen M. am 9. 5. 1914 betrug das Vorkriegskapital 50 Millionen M.

Tabelle Kursangaben nur für September enthält, bei graphischer Darstellung ein Kurvenzug also nicht entstehen kann, blieb diese Gesellschaft in den Schaubildern unberücksichtigt.

12. Rhenania Verein Chemischer Fabriken A. G. in Köln: Bis 20. 5. 1920 lautete die Firma: Chemische Fabrik Rhenania in Aachen. Die Aktien wurden an der Berliner Börse erst im März 1922 eingeführt. — Die Gesellschaft ist aus den gleichen Gründen wie bei Nr. 9 (s. d.) in den Schaubildern nicht enthalten.

13. J. D. Riedel: Von der am 5. 6. 1913 beschlossenen Kapitalerhöhung wurden 1914 vor Kriegsausbruch



6. und 7. sind seit Juli 1923 zu einer Interessengemeinschaft zusammengeschlossen.

6. Fahlberg-List: Die Aktien wurden erst im November 1920 an der Berliner Börse eingeführt.

7. Oberschlesische Kokswerke: Am 12. 8. 1914 wurde das AK. um 3 Millionen M. auf 21 500 000 M. erhöht.

9. Byk-Gulden: Die Aktien wurden an der Berliner Börse erst im April 1920 eingeführt. — Da die

1 100 000 M. begeben, so daß das Vorkriegskapital 6 300 000 M. betrug.

14. Rütgerswerke: Der seit April 1923 mit der Deutschen Petroleum A. G. bestehende Interessengemeinschafts-Vertrag wurde am 30. 9. 1925 aufgehoben und zusammen mit der D. P. A. G. und der Deutschen Erdöl A. G. eine vollständige Verschmelzung der Interessen auf dem Gebiete der direkten Erdölgewinnung und des Ölvertriebs beschlossen. — In der GV. vom 28. 1. 1925 wurde eine Erhöhung des AK. um 32 Millionen RM. auf 80 000 000 RM. beschlossen.



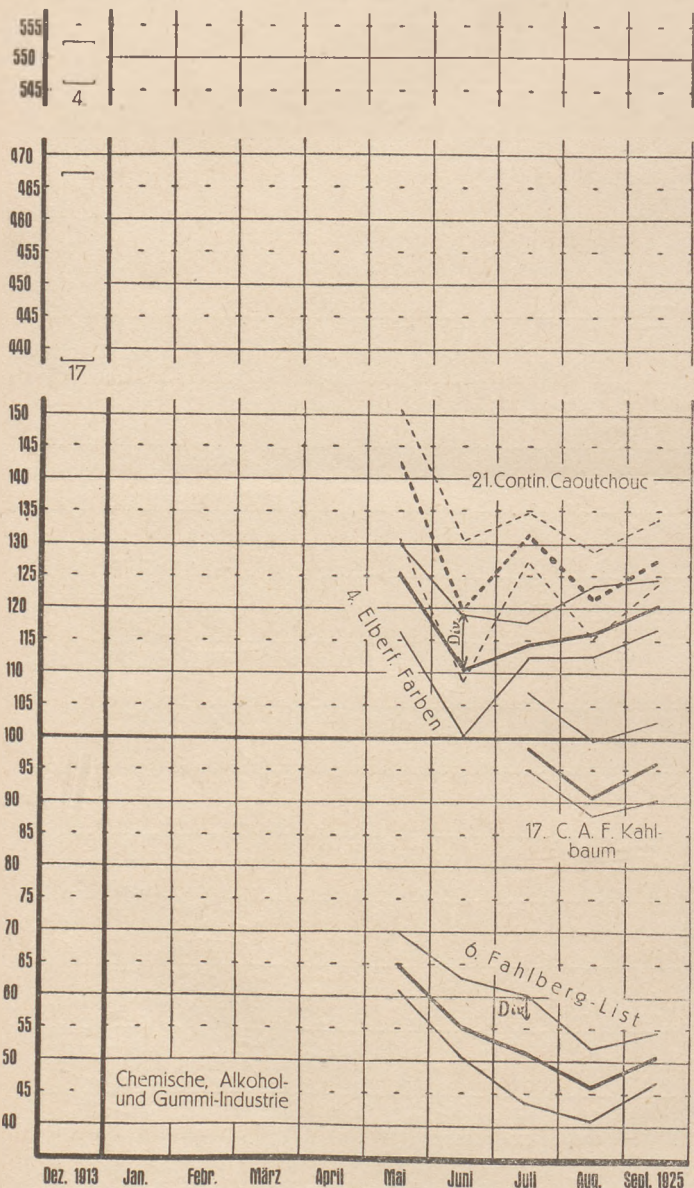
15. **Scheidemandel**: Die Aktien wurden in Berlin erst seit 1922 notiert.

Von der Alkoholindustrie sind fortlaufend notiert die Aktien der unter Nr. 17 bis 19 betrachteten Gesellschaften, die im Jahre 1921 eine Interessengemeinschaft (sog. Spritkonzern) eingegangen sind.

17. **C. A. F. Kahlbaum**: Bis 17. 12. 1919 lautete die Firma: Spritbank A. G.

18. **Ostwerke**: Bis 26. 4. 1921 lautete die Firma: Breslauer Spritfabrik A. G. in Charlottenburg.

19. **Schultheiß-Patzenhofer**: Die Schultheiß-Brauerei AG. erhöhte ihr AK. am 12. 2. 1914 (zum Erwerb der Berliner Unionsbrauerei) um



1 Million M., so daß das Vorkriegskapital 15 Millionen M. betrug. Am 12. 7. 1920 wurde der Fusionsvertrag mit der Patzenhofer Brauerei A. G. (Firma bis 14. 12. 1917: Actien-Brauerei-Gesellschaft Friedrichshöhe vorm. Patzenhofer) genehmigt und der Name in Schultheiß-Patzenhofer-Brauerei-Aktiengesellschaft geändert.

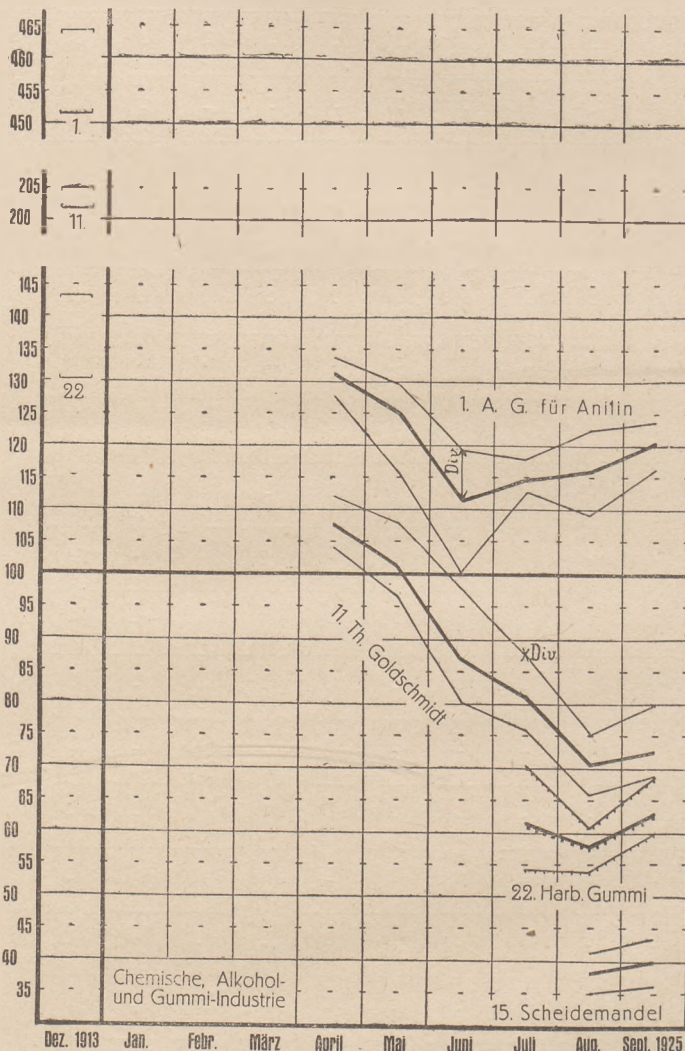
Die Gummi-Industrie ist durch die letzten drei Gesellschaften vertreten.

20. **Calmon-Asbest**: In Berlin wurden die Aktien erst im Oktober 1920 eingeführt. In Hamburg betrug der Kurs Ende Dezember 1913: 67,50.

21. **Continental Caoutchouc**: In Berlin wurden die Aktien erst seit 1923 notiert. In Hannover betrug der Kurs Ende Dezember 1913: 647,75.

22. **Harburger Gummiwarenfabrik Phönix A. G.**: Bis zum 6. 9. 1922 lautete die Firma: Vereinigte Gummiwarenfabriken Harburg-Wien.

Durchschnitte: In Durchführung des in Nr. 2 vom 15. 10. 1925 erwähnten Prinzips konnten nur die Durchschnittskurse vom September verwendet werden, da bei 2 Gesellschaften (9. und 12.) die erste Reichsmarknotierung erst im August erfolgte. Der Wert des errechneten „Durchschnitts der Durchschnitte“ ist daher aus Mangel an Vergleichszahlen der Vormonate ein sehr problematischer.



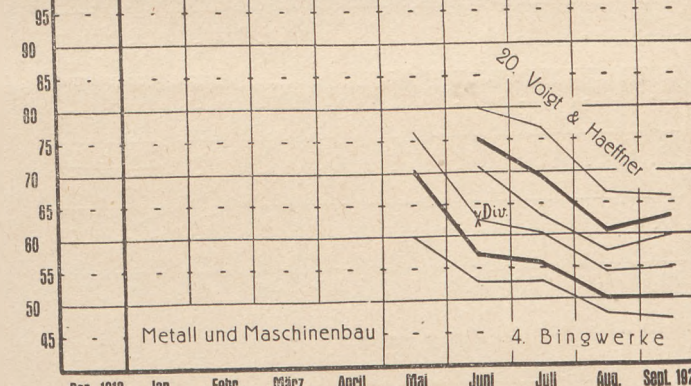
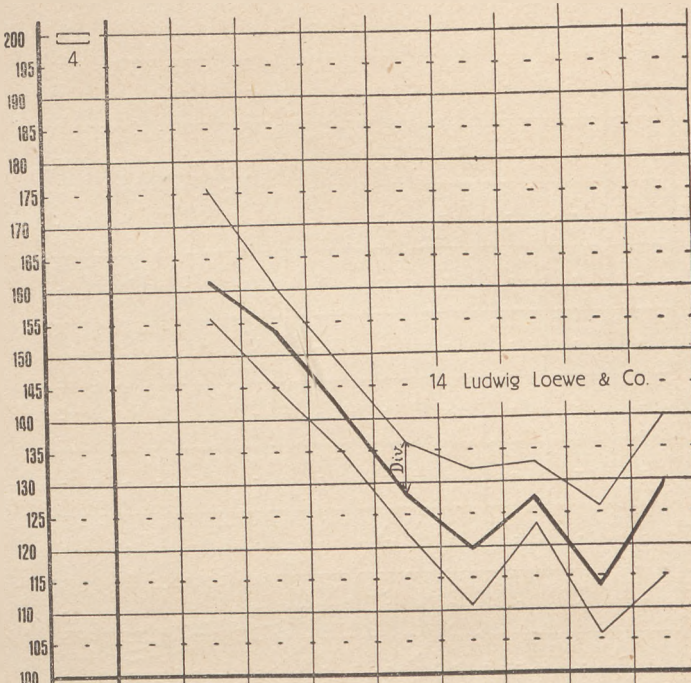
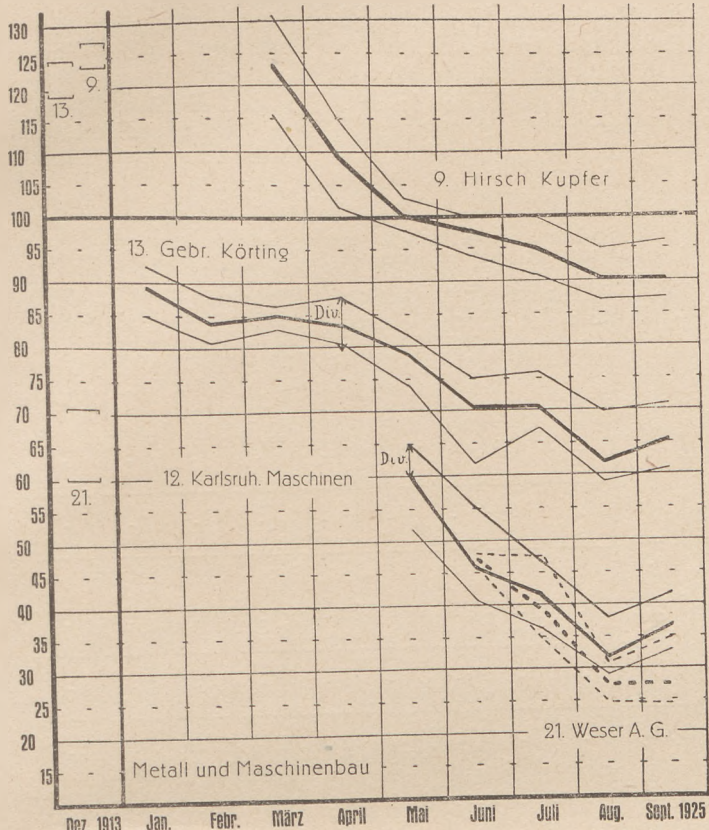
**Metall und Maschinenbau. 2. Bamag-Meguïn**: Die Meguïn A. G., deren Firma bis 1918 Franz Meguïn & Co. A. G. lautete, beschloß am 2. 5. 1924 die Uebernahme der Berlin-Anhaltischen Maschinenbau A. G. und Aenderung des Namens in Bamag-Meguïn A. G.

3. **Berlin-Karlsruher Industrie**: Bis zum 30. 5. 1922 lautete die Firma: Deutsche Waffen- und Munitionsfabriken. — Infolge Erhöhung des AK. um 15 Millionen M. am 3. 4. 1914 betrug das Vorkriegskapital 30 Millionen M.

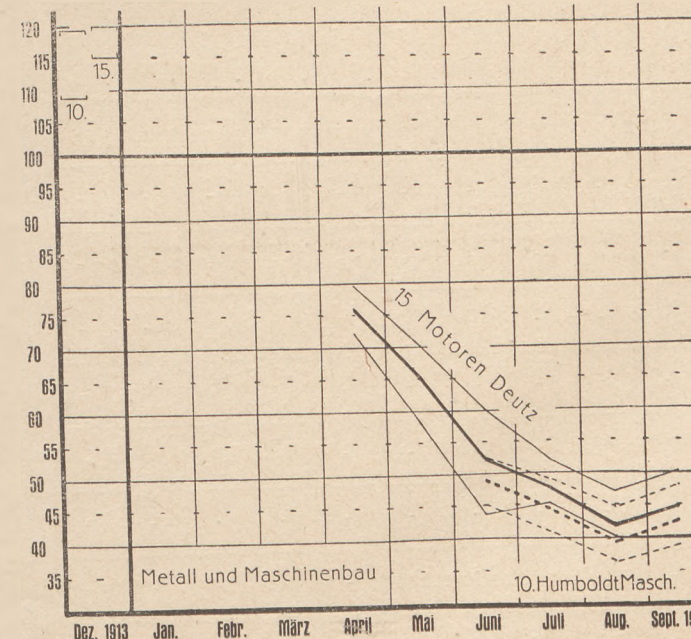
4. **Bingwerke**: Bis zum 31. 3. 1919 lautete die Firma: Nürnberger Metall- und Lackierwarenfabrik vorm. Gebr. Bing A. G.

5. **Deutsche Maschinen**: Die am 5. 7. 1914 an der Berliner Börse zugelassenen Aktien wurden vor



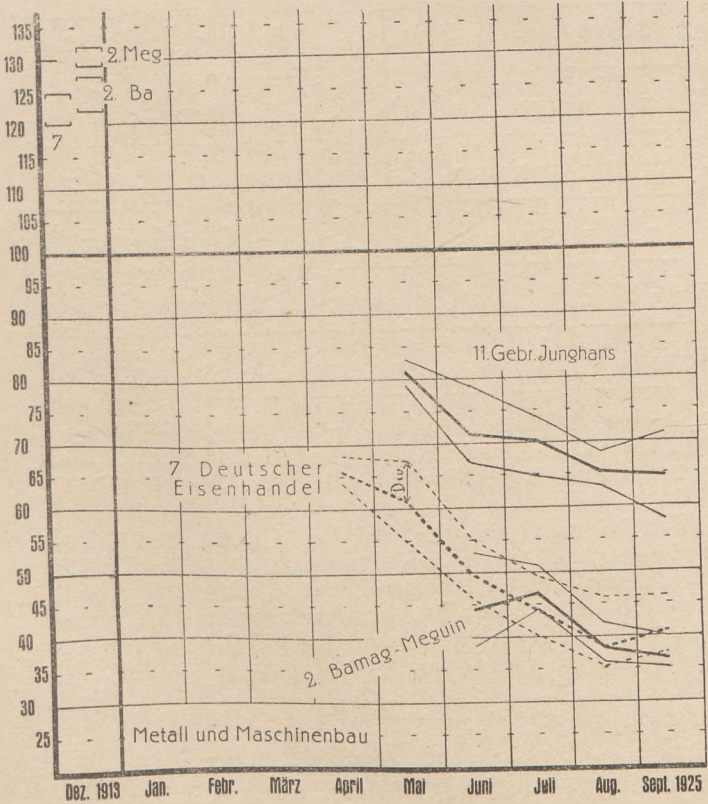


12. Karlsruher Maschinen: An der Berliner Börse wurden die Aktien im Januar 1921 eingeführt; in Frankfurt war der Kurs Ende Dezember 1913: 155,—.



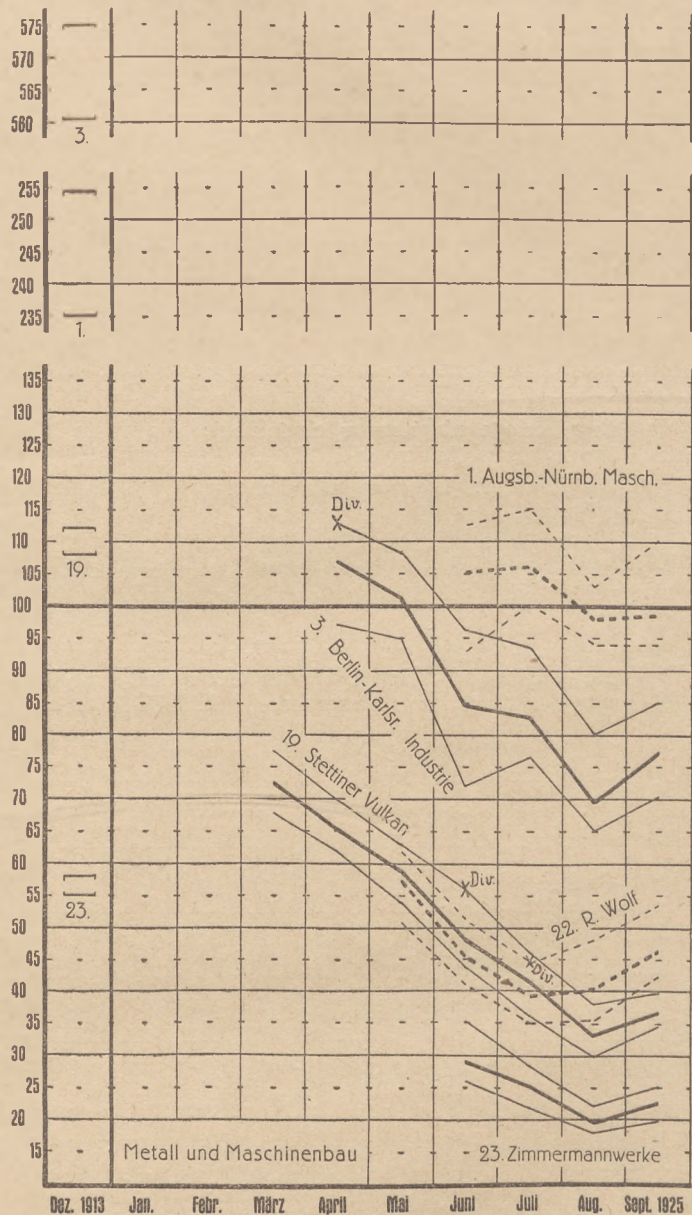
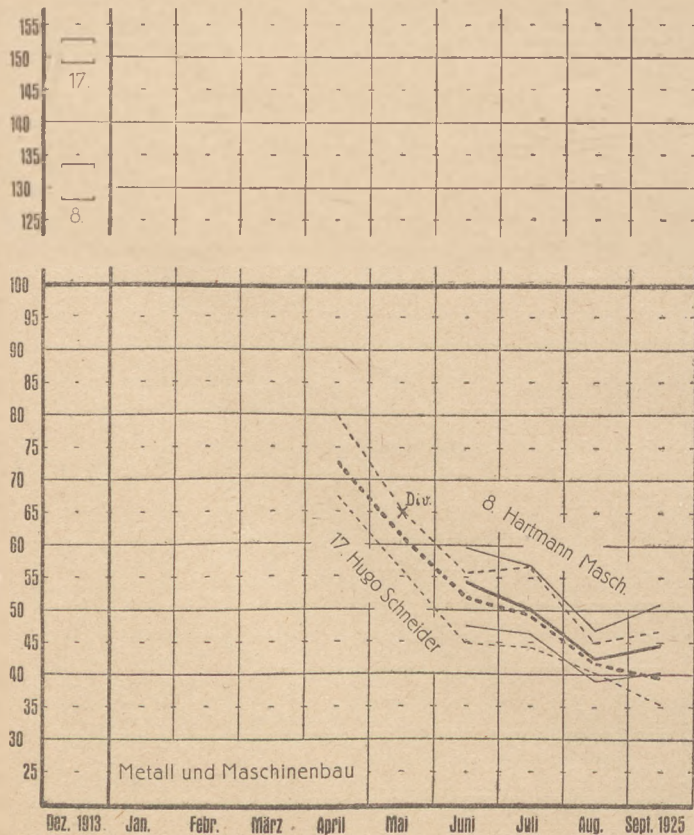
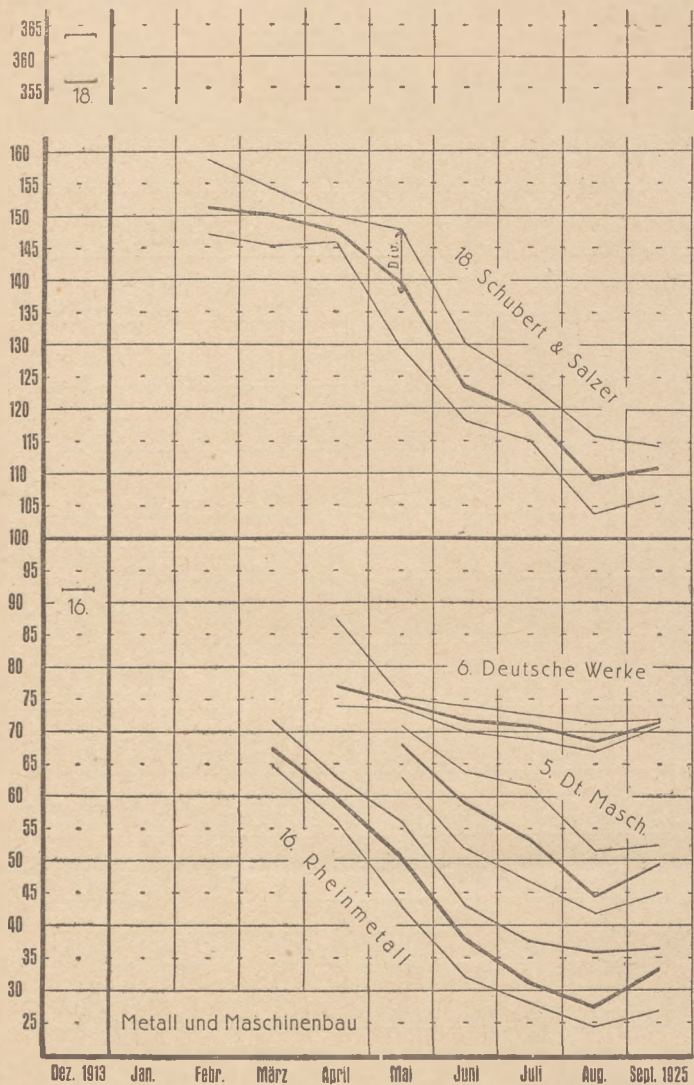
dem Kriege nicht mehr eingeführt; die erste Notierung erfolgte im Juli 1921.

- 6. Deutsche Werke wurden am 4. 12. 1919 gegründet.
- 10. Humboldt Maschinen: Die GV, vom 12. 12. 1924 genehmigte einen Interessengemeinschaftsvertrag mit der Motorenfabrik Deutz AG. in Köln-Deutz.
- 11. Gebr. Junghans: An der Berliner Börse wurden die Aktien im März 1921 eingeführt; in Frankfurt war der Kurs Ende Dezember 1913: 119,—.





- 15. Motoren Deutz: S. o. unter 10. Humboldt Maschinen. — Der frühere Firmenname lautete: Gas-motorenfabrik Deutz.
- 20. Voigt & Haeffner: An der Berliner Börse wurden die Aktien im Februar 1924 eingeführt; in Frankfurt war der Kurs Ende Dezember 1913: 177,80.
- 22. R. Wolf: Die Aktien der im Dezember 1913 ge-gründeten Gesellschaft wurden an der Berliner Börse im Jahre 1922 eingeführt.
- 23. Zimmermannwerke: Bis zum 4. 11. 1914 lautete die Firma: Chemnitzer Werkzeugmaschinen-fabrik vorm. Joh. Zimmermann.



**Berichtigung:** In der Tabelle Elektrizitäts-werte auf S. 49 in Nr. 3 d. Jg. vom 1. 11. 1925 sind die für 5. Elektr.-Lief.-Ges. und 6. Elektr. Licht- u. Kraftanl. in Spalte 7 angegebenen Kurse zu vertauschen. Die Kurse im Dezember 1913 betragen also für

5 Elektr. Lieferungs-Ges.:	H 201,75
	N 197,—
6. Elektr. Licht und Kraft:	H 114,50
	N 111,—

Dementsprechend sind im Schaubild auf Seite 46 links unten im ersten mit „Dez. 1913“ bezeichneten Bildabschnitt die Verweisungszahlen 5 und 6 auszutauschen.







## Metall und Maschinenbau.

1	Aktienkapital in 1000 (R)M.		a) Erste RM.-Notierung b) Dividendenabschluss		Vgl. Anmerkung	Kurs 1913	Kurse 1925									
	Dez. 1913	Jan. 1925	Tag	a) Kurs b) Dividende			Dez.	Jan.	Febr.	März	April	Mai	Juni	Juli	August	Sept.
	2	3					4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
							26	23	25	23	24	21	22	21	26	
1. Angsburg-Nürnberger Maschinen	27 000	20 000	a) 27. 5. 25 —	112,50 —	G H N D	254,50 235,—	—	—	—	—	—	1 112,50 103,— 105,20	114,75 103,— 100,— 104,05	103,— 94,— 97,88	110,— 94,— 98,46	
2. Bamag-Meguini ( $\alpha$ ) ( $\beta$ ) (s. Text)	12 000 3 000	16 063	a) 22. 5. 25 —	61,— —	H N D	( $\alpha$ ) 127,50 ( $\beta$ ) 132,— ( $\alpha$ ) 122,— ( $\beta$ ) 129,—	—	—	—	—	—	53,— 38,50 44,37	51,— 44,— 46,62	42,— 36,— 38,26	40,— 35,— 36,63	
3. Berlin-Karlsruher Industrie (s. Text)	15 000	30 000	a) 12. 3. 25 b) 29. 4. 25	120,75 0%	H N D	575,— 560,50	—	—	—	113,— 97,— 107,—	108,50 72,— 101,88	96,25 72,— 84,67	93,75 76,40 82,92	80,— 65,— 69,37	84,88 70,25 77,40	
4. Bingwerke (s. Text)	6 700	13 765	a) 18. 4. 25 b) 30. 6. 25	78,10 0%	H N D	200,50 199,—	—	—	—	—	76,50 60,10 70,46	62,50 53,10 57,23	60,50 47,75 56,08	54,38 47,— 50,39	55,— 47,— 50,46	
5. Deutsche Maschinen (s. Text)	14 000	24 300	a) 28. 4. 25 b) 6. 4. 25	73,— 0%	H N D	—	—	—	—	—	71,— 63,— 67,98	64,10 47,— 50,02	62,— 42,10 53,57	51,50 45,— 44,44	52,25 45,— 49,64	
6. Deutsche Werke (s. Text)	—	29 000	a) 1. 4. 25	87,50	H N D	—	—	—	—	87,50 74,— 70,95	75,25 73,50 74,48	74,— 70,— 71,92	72,75 69,— 71,05	71,75 67,— 68,63	72,— 70,75 71,22	
7. Deutscher Eisenhandel	23 000	24 250	a) 19. 3. 25 b) 18. 5. 25	72,— 5%	H N D	125,— 120,—	—	—	—	68,13 64,— 65,79	67,40 54,75 60,98	55,10 45,80 49,44	49,30 40,13 41,13	46,— 35,25 38,20	46,25 37,25 41,01	
8. Hartmann Maschinen	12 000	20 180	a) 29. 5. 25	59,75	H N D	133,50 128,—	—	—	—	—	—	59,50 47,50 54,32	57,— 46,38 50,39	46,75 39,— 42,10	50,75 40,— 44,34	
9. Hirsch Kupfer	10 000	12 000	a) 24. 2. 25 b) 18. 8. 25	134,— 0%	G H N D	127,50 123,50	—	—	131,— 115,50 123,48	115,— 101,50 109,51	103,— 98,— 100,12	100,— 91,— 97,73	100,— 87,— 95,23	95,— 87,— 90,66	96,10 87,25 90,37	
10. Humboldt Maschinen (s. Text)	20 100	13 332	a) 19. 5. 25	60,63	G H N D	119,50 109,—	—	—	—	—	—	52,— 45,— 48,91	49,— 41,— 44,05	44,50 36,25 39,42	47,90 39,— 42,71	
11. Gebr. Junghans (s. Text)	8 000	15 444	a) 3. 4. 25	84,40	G H N D	—	—	—	—	—	83,10 79,10 81,31	79,— 67,25 71,47	74,— 65,— 70,39	63,25 63,25 65,66	71,13 58,— 64,62	
12. Karlsruher Maschinen (s. Text)	3 000	6 892	a) 28. 4. 25 b) 20. 5. 25	65,25 5%	H N D	—	—	—	—	—	64,88 52,— 60,03	55,— 40,75 45,86	46,75 36,50 41,44	38,— 29,10 31,72	42,— 33,10 37,06	
13. Gebr. Körting	19 000	7 900	a) 19. 12. 24 b) 22. 4. 25	68,— 8%	H N D	124,75 119,10	92,50 85,— 89,35	88,— 80,80 84,—	86,50 83,— 84,88	87,75 80,50 88,46	82,— 74,25 78,90	75,— 62,— 70,61	75,88 67,25 70,70	69,75 59,— 62,19	71,— 61,— 65,26	
14. Ludwig Loewe & Co.	7 500	15 000	a) 26. 1. 25 b) 5. 5. 25	184,— 8%	G H N D	325,— 319,—	—	176,— 156,— 161,59	160,88 135,25 158,99	148,50 122,10 141,01	136,25 122,10 128,13	132,— 110,50 119,63	133,— 123,50 127,53	126,— 106,— 113,44	140,— 115,— 129,75	
15. Motoren Deutz (s. Text)	22 002	12 750	a) 17. 3. 25	84,—	G H N D	120,— 115,—	—	—	—	3 79,50 72,25 75,85	2 70,— 58,25 65,37	2 60,— 44,— 52,14	2 52,— 45,13 47,96	1 47,— 40,— 41,97	— 50,— 40,— 44,71	
16. Rheinmetall (Vorz.-A.)	12 300	18 000	a) 25. 2. 25	72,40	H N D	92,— 92,—	—	—	72,—	63,25 64,75 67,52	56,25 43,— 50,75	49,— 32,13 37,82	37,75 28,13 31,37	35,88 24,50 27,49	36,50 24,75 33,27	
17. Hugo Schneider	5 000	10 070	a) 20. 3. 25 b) 29. 5. 25	87,— 0%	G H N D	152,75 149,—	—	—	—	3 80,— 67,50 72,76	1 65,25 56,13 61,59	55,75 45,— 51,88	57,— 44,25 49,00	45,10 40,13 42,12	46,75 35,25 39,89	
18. Schubert & Salzer	4 500	7 018	a) 9. 1. 25 b) 12. 5. 25	140,— 10%	G H N D	363,50 356,—	—	158,75 147,— 151,22	154,— 145,25 150,20	150,— 118,— 148,10	148,— 129,50 139,80	130,25 115,25 123,59	124,— 104,— 119,42	116,— 106,— 109,53	114,75 106,50 111,07	
19. Stettiner Vulkan	15 000	10 100	a) 7. 2. 25 b) 12. 6. 25	85,50 0%	H N D	112,25 108,10	—	—	77,50 67,75 72,66	69,98 43,75 65,27	63,— 54,— 58,82	55,88 43,75 47,97	46,— 36,25 41,63	38,20 30,— 33,57	39,75 34,60 36,64	
20. Voigt & Haefner (s. Text)	5 000	7 700	a) 13. 5. 25 b) 22. 5. 25	85,25 8%	G H N D	—	—	—	—	—	—	80,— 71,— 75,18	77,— 63,— 69,30	66,50 57,50 60,69	66,— 60,— 62,89	
21. Weser A. G.	7 336	13 091	a) 4. 5. 25	57,50	G H N D	71,— 60,—	—	—	—	—	—	17 48,— 46,— 47,25	14 47,50 35,— 30,13	8 31,— 24,75 27,68	10 35,— 24,50 27,57	
22. R. Wolf (s. Text)	12 000	7 200	a) 15. 4. 25 b) 13. 7. 25	73,— 0%	G H N D	—	—	—	—	—	4 62,— 51,— 57,57	2 51,25 41,— 45,30	2 41,50 35,— 39,29	2 48,— 35,50 40,43	3 53,50 42,25 46,35	
23. Zimmermannwerke (s. Text)	5 400	4 332	a) 28. 5. 25	35,50	G H N D	58,— 55,—	—	—	—	—	—	35,25 26,— 28,98	28,50 22,— 25,35	22,25 18,10 19,46	24,90 19,75 22,57	
Durchschnitte					H N D							132,— 26,— 64,80	133,— 22,— 61,90	126,— 18,10 54,67	140,— 19,75 57,56	

Anmerkung zu Spalte 6: G = Zahl der Tage, an denen der Kurs gestrichen wurde. Fehlt diese Angabe, so ist an allen Börsentagen eine Kursnotiz zustande gekommen. — H = höchster, N = niedrigster Einheitskurs im Monat. — D = Durchschnittskurs (= Summe der Einheitskurse geteilt durch die Zahl der Notierungstage).