

PLUTUS-BRIEFE

ZUR FORTBILDUNG VON BANKBEAMTEN

HERAUSGEGEBEN VON GEORG BERNHARD UND BRUNO BUCHWALD

BRIEF 1
8. JAHRGANG

Freiverkehrshandel

STUTT GART
JANUAR 1931

An unsere Leser!

Die Plutus-Briefe erscheinen von der heutigen Nummer an nicht mehr in der Plutus Verlag G. m. b. H., sondern im

C. E. POESCHEL VERLAG IN STUTT GART.

Wir hoffen, durch diesen Verlagsübergang unserer Zeitschrift, die sich in den sieben Jahren ihres Bestehens in den Kreisen der Bankangestellten eine stattliche Zahl von Freunden erworben hat, eine noch größere Verbreitung geben zu können.

Als Herausgeber der Plutus-Briefe werden nach wie vor Professor Georg Bernhard und Bruno Buchwald zeichnen. Auch bleibt die Redaktion in den bisherigen bewährten Händen.

Wir bitten unsere Bezieher, das bisher dem Plutus-Verlag entgegengebrachte Vertrauen in Zukunft auch dem neuen Verlag zuzuwenden.

Etwaige Zuschriften sind an den C. E. Poeschel Verlag, Stuttgart, Calwer Str. 18, zu richten.

Die Herausgeber der Plutus-Briefe
BERNHARD BUCHWALD

Einleitung.

Mit dem vorliegenden Plutus-Brief machen wir nach längerer Pause, etwa in ähnlicher Art wie bei früheren Heften über Prämien-geschäfte (Juli 1928), Kuxenhandel (September 1929) sowie Rentenhandel und Rentenrechnung (April 1930), wieder ein Spezialgebiet des Börsenverkehrs zum Gegenstand unserer Untersuchungen. Das kann verwunderlich erscheinen, wenn man bedenkt, in welchem Maße an der Börse auch die Spezialmärkte umsatzlos geworden sind; ja im besonderen ist gerade der Handel mit Freiverkehrswerten, dem dieser Plutus-Brief gewidmet ist, seit Jahren immer stärker zurückgegangen.

Trotzdem wäre es offenbar falsch, aus diesen Gründen eine Unterrichtung über die Probleme des Freiverkehrshandels für unnötig und unzeitgemäß zu halten. Wir wollen hier ganz davon absehen, daß offenbar Zeiten einer so schweren Börsendepression, wie wir vor kürzerer Zeit bereits in dem Heft über „Börsenkrise und Börsenreform“ ausführten, keineswegs als allgemeingültige Norm angesehen werden können. Darüber hinaus ist aber das Geschäft in Freiverkehrswerten nicht nur aus Gründen allgemeiner Börsenmüdigkeit, die sich freilich auch hier in stärkstem Umfange zeigte, auf das gegenwärtige Ausmaß zurückgegangen. Zu einem großen Teil haben auch Banken und Börsen selbst einen beträchtlichen Teil der Verantwortung zu tragen. Man braucht hier nur an Mißbräuche, wie Einführung unsolider Werte in den Freiverkehr, Berechnung übermäßiger Kursgewinne — als „Kurschnitt“ — beim Kundengeschäft und ähnliche Vorgänge zu denken. Daneben aber ist letzten Endes auch die ungenügende Beratung der Kunden beim Freiverkehrsgeschäft, die ihrerseits wieder mit der geringen Erfahrung der meisten Bankiers und Bankbeamten gerade in dieser Materie zusammenhängt, für viele Schädigungen des Publikums und damit für den Rückgang der Umsätze in unnotierten Werten überhaupt verantwortlich zu machen.

Wir sehen also, daß auf diesem Gebiete viele Sünden gutzumachen sind, wenn nicht der Freiverkehrsmarkt wirklich auf die Dauer veröden soll. Dies wird offenbar schon im eigenen Interesse der Banken und der Börse vermieden werden müssen, die nicht auf ein einstmals, nicht nur in der Scheinblüte der Inflation, so wichtiges Gebiet verzichten können. Auch in volkswirtschaftlichem Sinne aber ist die Erhaltung eines gesunden Freiverkehrsmark-

tes durchaus notwendig. Schon seit langem hat die naive Auffassung, daß im Freiverkehr nur die schlechten, eben nicht amtlich zur Zulassung genehmigten oder gar nicht erst zur Prüfung vorgelegten Wertpapiere umgesetzt würden, einem objektiveren Standpunkt der Allgemeinheit Platz gemacht. Auch in der Öffentlichkeit weiß man heute, daß in zahlreichen Fällen individuelle Gründe eine Einführung von Werten in den amtlichen Verkehr verhindern — etwa, weil das Aktienkapital nicht die dort vorgeschriebene oder praktisch stets gewünschte Mindesthöhe erreicht — ohne daß mangelnde Qualifikation gegeben wäre. Weitgehend ist auch schon die Reinigungsaktion gediehen, die von den Bankorganisationen aus eigenem Antrieb begonnen wurde, um unsolide und ungeeignete Werte aus dem Freiverkehrshandel zu entfernen.

Trotzdem bleibt natürlich beim Freiverkehrshandel mehr noch als bei dem Umsatz in amtlich notierten Werten die Notwendigkeit genauester Prüfung im Einzelfall und daher vollständiger Kenntnis der erreichbaren Unterlagen wie Usancen bestehen, eben um den Kunden wirklich beraten zu können. Wir haben daher um so mehr geglaubt, diese Fragen, und zwar in erster Linie unter Anlehnung an den Berliner Freiverkehrshandel, in einem besonderen Plutus-Brief darstellen zu sollen, als auch Literatur über den Freiverkehrshandel nur sehr spärlich vorhanden ist. Außer ganz kurzen Hinweisen in den bekannten Lehrbüchern des gesamten Börsenwesens finden sich meist nur Darstellungen einzelner Zweige, etwa des Kuxenhandels, oder juristische Arbeiten und schließlich — aus dem Jahre 1924 — eine betriebswirtschaftliche Untersuchung über den Handel in amtlich nicht notierten Werten von Dr. Scheller, die sich aber ebenfalls nicht direkt an den Praktiker wendet.

In der üblichen Weise haben wir das gesamte Stoffgebiet in mehrere

Abschnitte

gegliedert. So soll ein

einleitender Aufsatz die *Rechtsgrundlagen des Freiverkehrshandels* darstellen, also kurz die Entwicklung und die rechtliche Regelung dieses Geschäftszweiges behandeln. Im besonderen wird hier auch der Vorgang bei Einführung von Werten in den Freiverkehr auf Grund eines „Genehmigungsverfahrens“ Erwähnung finden.

Weiterhin soll die *Praxis des Handels* mit un-

notierten Werten geschildert werden, also Durchführung und Abwicklung des Geschäfts an wie außerhalb der Börse und mit dem Kunden, wobei auch die wichtigsten Usancen zu nennen sein werden.

Eine Übersicht über die Werte des Freiverkehrs soll dann die bedeutendsten Objekte des Handels zeigen und gleichzeitig kurz darstellen, auf

welchem Wege Material zu weiterer Prüfung im Einzelfall beschafft werden kann.

Schließlich wird unser Heft mit einer *Darstellung des Freiverkehrshandels im Ausland* seinen Abschluß finden, wobei wenigstens eine ganz knappe Orientierung über die vielfach abweichenden Gepflogenheiten fremder Börsen erreicht werden soll.

Die Rechtsgrundlagen des Freiverkehrshandels.

Die Einteilung des Börsenverkehrs in einen amtlichen Handel in den Werten, die auf Grund eines formellen Zulassungsverfahrens zur Einführung gebracht werden, und in Umsätze innerhalb eines besonderen Freiverkehrsmarktes geht noch auf keine allzulange Entwicklung zurück. In der Geschichte der Börsen kann man zwar schon seit jeher gewisse Unterschiede in der Umlaufsfähigkeit der Wertpapiere feststellen. So hat sich frühzeitig an allen Börsen eine bestimmte Zahl von Wertpapieren gewissermaßen als der eigentliche Kreis von handelsfähigen Effekten des Platzes herausgebildet, denen die Papiere gegenüberstanden, die nur sporadisch umgesetzt wurden. Eine begriffliche Trennung bedeutete dies jedoch nicht. Ebenso lag früher den Börsen, die ja besonders auch in Deutschland lange Zeit hindurch mehr den Charakter privater Organisationen als einer unter scharfer Aufsicht des Staates stehenden Körperschaft besaßen, eine Unterscheidung zwischen „amtlich“ und „inoffiziell“ gehandelten Werten im Sinne einer Klassifizierung nach ihrem Werte völlig fern.

Dies änderte sich erst, als die Börsengesetzgebung Deutschlands mit voller Schärfe das besondere Zulassungsverfahren für Wertpapiere entwickelte, das ohne weiteres eine Abgrenzung der nunmehr auf Grund einer amtlichen Prüfung in den Börsenverkehr eingeführten Werte von den nicht in diesen Kreis mit aufgenommenen Papieren zur Folge hatte. Man kann sogar deutlich beobachten, daß insbesondere die Börsenquotekommission vom Jahre 1892, auf die ja im wesentlichen die Änderung der deutschen Börsengesetzgebung überhaupt zurückgeht, ganz bewußt eine weitgehende Behinderung des Börsenhandels in nicht amtlich zugelassenen Wertpapieren bezweckte, dessen Verbot man freilich aus rechtlichen Gründen nicht auszusprechen vermochte. In den Verhandlungen wurde damals u. a. ausgeführt, daß nur eine scharfe Trennung zwischen amtlich zugelassenen und anderen Werten die notwendige Sicherheit für die Innehaltung der Gesetzesvorschriften gebe, die man im Interesse einer Gesundung des gesamten Börsenverkehrs für notwendig hielt.

Offenbar ging man hierbei von der Auffassung aus, daß für alle Wertpapiere, die auf Grund ihrer sachlichen Eigenschaften als Börsen- und Anlageeffekten qualifiziert wären, schon von den Emissionshäusern die Zulassung in ihrem eigenen Interesse sehr bald nachgesucht werden würde; in allen Fällen dagegen, in denen eine Klarlegung der Verhältnisse, wie sie das Zulassungsverfahren ergibt, vermieden werden sollte oder in denen gar eine Ablehnung durch die Zulassungsstellen erfolgt sei, müsse das Publikum gegen die Vortäuschung eines inneren Wertes, die durch Börsenfähigkeit gegeben sein könne, nach Möglichkeit geschützt werden.

Ganz gleichgültig, wie man zu dem Werturteil des Börsenquoteteauschusses stehen mag, das in dieser Allgemeinheit offenbar schon damals unberechtigt war, ist jedenfalls festzustellen, daß nicht nur in dem Börsengesetz von 1896, sondern auch in der nach langen Kämpfen durchgesetzten Neuregelung von 1908 noch ähnliche Auffassungen zum Ausdruck kommen. Auch in diesem heute gültigen Gesetz ist in scharfer Weise ein Gegensatz zwischen den privilegierten, nämlich amtlich notierten Werten, und den Werten des Freiverkehrs herausgearbeitet. Besonders kraß kommt dies in dem

§ 43 des Börsengesetzes

zum Ausdruck, der seinem Wortlaut nach eigentlich den Ausschluß aller nicht notierten Werte von der Börse überhaupt festsetzt. Im einzelnen lautet diese Bestimmung:

„Für Wertpapiere, deren Zulassung zum Börsenhandel verweigert oder nicht nachgesucht ist, darf eine amtliche Feststellung des Preises nicht erfolgen. Geschäfte in solchen Wertpapieren sind von der Benutzung der Börseneinrichtungen ausgeschlossen und dürfen von den Kursmaklern nicht vermittelt werden. Auch dürfen für solche an der Börse abgeschlossenen Geschäfte Preislisten (Kurszettel) nicht veröffentlicht oder in mechanisch hergestellter Vervielfältigung verbreitet werden, soweit nicht die Börsenordnung für besondere Fälle Ausnahmen gestattet.“

So klar gerade auch unter Berücksichtigung

der früheren Ausführungen des Enqueteausschusses die Tendenz dieser Vorschrift ist, so wenig erscheint freilich der Wortlaut der Bestimmung eindeutig. Es genügt, darauf hinzuweisen, daß der Ausschließung aller amtlich nicht notierten Werte von den Börseneinrichtungen, die ja zunächst ein Verbot des Freiverkehrshandels in den Börsensälen zu bedeuten scheint, Vorschriften folgen, nach denen über die an der Börse trotzdem abgeschlossenen Freiverkehrsgeschäfte keine Veröffentlichungen erfolgen dürfen. Schon daraus geht also deutlich hervor, daß man entweder mit einer Innehaltung des Verbotes nicht unbedingt rechnen zu können glaubte, oder daß die Ausschließung von der Benutzung der Börseneinrichtungen nicht so weit gehen sollte, den Freiverkehr innerhalb der Börse überhaupt zu untersagen. *In der Tat hat sich die Praxis von jeher auf diesen Standpunkt gestellt, daß unter Börseneinrichtungen im Sinne des Börsengesetzes hinsichtlich der Geltung für den Freiverkehrshandel nur die eigentlichen Organe der Börse, vor allem unter Einschluß der Institution amtlicher Kursmakler, zu verstehen seien. Daß diese Kursmakler Freiverkehrsgeschäfte nicht vermitteln dürfen, wird ja im § 43, wie wir sahen, noch einmal ausdrücklich erwähnt. Dagegen ist der private Abschluß von Freiverkehrsgeschäften in dem örtlichen Bereich der Börsen, wie schon die Enquetekommission feststellte, rechtlich nicht erfassbar und ist auch tatsächlich nach Inkrafttreten des Börsengesetzes nicht mehr beanstandet worden.*

Trotzdem bleibt der begriffliche Gegensatz zwischen amtlich notierten und Freiverkehrswerten nach den Vorschriften des Börsengesetzes auch in anderer Beziehung recht bedeutend. Von einschneidender Bedeutung war hier besonders, daß die Usancen der Berliner Fondsbörse, die vor allem in dem jeweilig durch Beschlüsse des Börsenvorstandes abgeänderten „Bedingungen für die Geschäfte an der Berliner Wertpapierbörse“ zum Ausdruck kommen, auf Freiverkehrswerte keine Anwendung finden. Ebenso trifft dies auch auf die Benutzung einiger Sonderinstitutionen zu, so etwa für die Möglichkeit, einen Streit über die Lieferbarkeit von Wertpapieren der Drei-Männer-Kommission des Börsenvorstandes vorzutragen. Zweifelhaft konnte ferner sein, ob überhaupt die Organe der Berliner Börse die Möglichkeit hatten, in die Abwicklung des Freiverkehrshandels, der ja gewissermaßen als Privatangelegenheit der in den Börsenräumen versammelten Mitglieder gelten mußte, durch irgendwelche Bestimmungen einzugreifen.

Mit der Zeit hat sich hier freilich eine recht weitherzige

entwickelt. So hat vor allem der Börsenvorstand in Ausübung seines allgemeinen Rechtes, die Ordnungs- und Disziplinargewalt an der Börse auszuüben, stets auch die Freiverkehrsmärkte in das Feld seiner Tätigkeit einbezogen. Ebenso kann es als feststehende Übung betrachtet werden, daß Handlungen, die gegen die Ehrbegriffe der Börse verstoßen, auch dann von den Börsenehrengerichten geahndet werden können, wenn es sich um Fragen im Zusammenhang mit Geschäften in Freiverkehrswerten handelt. Weiterhin ist die Abwicklung von Freiverkehrsgeschäften praktisch in der Weise geregelt worden, daß die hier zur Erleichterung des Börsenverkehrs gebildeten Institute, so etwa in Berlin der Kassenverein, ohne weiteres auch die Lieferung von Stücken usw. aus Freiverkehrsumsätzen übernahmen, zumal es sich hier ja überhaupt kaum noch um Börseneinrichtungen im eigentlichen Sinne, sondern um juristisch und wirtschaftlich private Gründungen der interessierten Berufsverbände handelt.

Ebenso hat es sich auch recht schnell als praktisch unmöglich herausgestellt, dem Wortlaut des Börsengesetzes entsprechend jede Veröffentlichung von Kurslisten über Freiverkehrsabschlüsse zu unterlassen. Die vom Gesetz erhoffte Wirkung einer Beeinträchtigung des Freiverkehrshandels war offenbar auch durch dieses Verbot nicht zu erzielen, während andererseits gerade das Publikum, das durch das Börsengesetz geschützt werden sollte, durch ein Fehlen von Kursmeldungen in einer Prüfung von Ausführungsanzeigen der Banken gehindert und damit geschädigt worden wäre.

So ergab sich die Aufgabe, Wege zu finden, die Veröffentlichungen trotz des Verbotes des Börsengesetzes, das hier sogar in § 90 besondere Strafen für Zuwiderhandlungen (bis zu 6 Monaten Gefängnis!) vorsieht, ermöglichen sollten. Einen Ausweg eröffneten hier u. a. Reichsgerichtsentscheidungen, die feststellten, daß Veröffentlichungen dann nicht strafbar seien, wenn sie nur zum Teil Abschlüsse an der Börse, in der Hauptsache aber Preisbildungen außerhalb der Börse betrafen, deren Erwähnung überhaupt nicht verboten sei (vgl. „Bank-Archiv“, 10. Jahrgang, S. 43). Demnach konnte formell bei Veröffentlichung von Freiverkehrspreisen darauf hingewiesen werden, daß die Grundlage der Angaben sowohl Abschlüsse außerhalb wie solche an der Börse bildeten. Naturgemäß handelt es sich hierbei aber in der Regel um eine Fiktion, da gerade bei den regelmäßig an den Börsen umgesetzten Freiverkehrswerten Abschlüsse außerhalb der Börse nur recht selten und jedenfalls nur in durchaus unbedeutenden Beträgen stattzufinden pflegen. Etwa ebenso ist formalrechtlich die Methode zu werten, statt der vom Börsengesetz verbotenen Kurslisten Angaben über die

einzelnen Abschlußpreise in Form redaktioneller Börsenberichte, also im Text statt im Kurszettel, zu bringen. Offensichtlich handelt es sich hier um Auswege, deren Rechtssicherheit etwas problematisch erscheint. Vielfach ist man daher auch dazu übergegangen, statt der Veröffentlichung von Abschlußkursen Angaben über Kauf- und Verkaufsangebote, d. h. also, die an der Börse genannten Geld- und Briefkurse zu bringen, was aber auch nur in beschränktem Umfange den Zweck einer exakten Orientierung über die tatsächliche Kursbildung, möglichst in allen Einzelphasen des Börsentages, erfüllen konnte. Mit der Zeit sind daher in immer größeren Umfange Zeitungen, insbesondere die eigentlichen Börsenblätter, dazu übergegangen, ohne Rücksicht auf den in der Praxis undurchführbaren § 43 des Börsengesetzes, mit oder ohne Verbrämung in Form eines Hinweises auf angebliche Erfassung von Abschlüssen außerhalb der Börse usw., reguläre Kurslisten zu bringen. Die Freiverkehrspreise werden hier ganz ebenso, und zwar überwiegend im Rahmen des allgemeinen Börsenkurszettels wiedergegeben, wie etwa amtliche Notierungen.

Man kann also feststellen, daß sich für den Freiverkehrshandel mit der Zeit auf zahlreichen Gebieten eine verhältnismäßig weitgehende Angleichung an die im amtlichen Börsenverkehr üblichen Geschäfts- und Abwicklungsgrundsätze herausgebildet hat. Trotzdem machte sich aber immer wieder das Fehlen klarer und für den gesamten Verkehr einheitlicher Geschäftsusancen unangenehm bemerkbar. Insbesondere ergab sich hier eine starke Störung der Börsensicherheit, sobald es sich um Freiverkehrsgeschäfte zwischen zwei verschiedenen Börsenplätzen handelte, wie sie gerade bei den nicht regelmäßig an einem bestimmten Platz umgesetzten Freiverkehrswerten sehr häufig vorzukommen pflegten. Wenige Jahre vor dem Kriege übernahm es daher der Centralverband des deutschen Bank- und Bankiergewerbes, eine einheitliche Regelung anzubahnen.

Diese Regelung, die der Centralverband nach längeren Vorarbeiten als die von einem besonderen Ausschuß, der Ständigen Kommission, festgestellten Usancen für den Handel in amtlich nicht notierten Werten unter dem 11. Dezember 1912 veröffentlichte, ist in ihren Grundzügen auch heute noch gültig, wenn auch naturgemäß im Laufe der Zeiten verschiedentlich Ergänzungen erfolgt sind. Vorbild der Regelung war hierbei im einzelnen der Börsengebrauch, der sich in Essen und Düsseldorf für den Handel mit Kuxen entwickelt hatte. Diese Essen-Düsseldorfer Usancen, auf die aushilfsweise in den Centralverband-Usancen verwiesen wird, sind ihrerseits aber wieder an Hand der Bedingungen für die Berliner Wertpapierbörse ausgearbeitet worden und

sehen entsprechend auch vor, daß für nicht geregelte Fälle die Berliner Usancen maßgebend sein sollen. Indirekt handelt es sich also bei den Usancen, die vom Centralverband ausgearbeitet wurden, um eine möglichst eng der Berliner Regelung für amtlich notierte Werte angepaßte Normierung.

Der Centralverband begnügte sich aber nicht mit dieser Feststellung einmaliger Usancen, sondern übernahm auch die weitere Überwachung des Handels mit unnotierten Werten. Dies wurde die

Aufgabe der Ständigen Kommission

des Centralverbandes, von der ja, wie schon erwähnt, auch die Veröffentlichung der Usancen ausging. Insbesondere geben die wichtigen §§ 25 ff. der Usancen ihr oder auch einer von ihr dazu ermächtigten Unterkommission die Befugnis, für einzelne Werte besondere — abweichende oder ergänzende — Handelsgebräuche festzusetzen, deren Wiedergabe im „Bank-Archiv“ und den wichtigsten Tageszeitungen erfolgen soll. Nach der heute gültigen Regelung können weiterhin Spezialbeschlüsse, soweit sie nicht grundsätzliche Abweichungen der allgemeinen Regelung darstellen, auch von einem mit Genehmigung der Ständigen Kommission errichteten Ortsausschuß gefaßt werden, allerdings nur für Werte, die für das betreffende Ortsgebiet von besonderer Bedeutung sind. Die so gefaßten Beschlüsse, bei denen ein Mitglied der Ständigen Kommission als Vertrauensmann zuzuziehen ist, werden durch Vermittlung des Schriftführers der Ständigen Kommission dann ebenfalls im „Bank-Archiv“ und in Tageszeitungen veröffentlicht. Schließlich sind alle in dieser Art zur Ergänzung für einzelne Wertpapiere getroffenen Bestimmungen am Schlusse jedes Jahres, soweit sie noch praktische Bedeutung besitzen, besonders zusammenzustellen und bekanntzugeben.

In dieser Weise blieb die Regelung des Freiverkehrshandels bis zum Krieg und darüber hinaus bis zur Inflation bestehen. Die Hochflut von Neueinführungen in den Freiverkehrshandel, die gerade die Inflationszeit mit ihren ständigen Neugründungen von teilweise recht wenig qualifizierten Gesellschaften brachte, stellte jedoch die Regelung und Überwachung des Freiverkehrshandels vor gänzlich neue Gesichtspunkte. Immer mehr zeigte sich, daß der bisherige Rechtszustand, der für normale Zeiten ausreichen konnte, sich im Inflationstaukel zu einer schweren Bedrohung des Publikums auswuchs. Verschiedentlich wurden Werte in den Freiverkehrshandel eingeführt, d. h. plötzlich von zum Teil recht jungen und wenig zuverlässigen Bankfirmen angeboten, deren Aktiven durchaus problematischer Natur waren und jedenfalls nicht die von Tag zu Tag vervielfachte Bewer-

lung, sei es auch nur in Papiermark, rechtfertigten. Bereits im Jahre 1921, also noch wesentlich vor der eigentlichen Hochinflation, ging infolgedessen die Ständige Kommission des Centralverbandes zu neuen Maßnahmen über. Wichtig war vor allem die Gründung des Berliner Ausschusses für Geschäfte in amtlich nicht notierten Werten bei dem Verein für die Interessen der Fondsbörse zu Berlin, der im einzelnen die Regelung des Berliner Freiverkehrshandels übernehmen sollte. Dieser Ortsausschuß sollte nach dem ausdrücklichen Ergebnis der Beratungen bei der Ständigen Kommission ebenso wie auch alle ähnlichen Ortsvertretungen das Recht haben, ungeeignete Werte vom Handel auszuschließen. Die Wirkung einer derartigen Ausschließung sollte sogar nicht nur auf das einzelne Ortsgebiet beschränkt, sondern einstweilen auch auf das Tätigkeitsgebiet der anderen Börsenausschüsse ausgedehnt werden, was u. a. dadurch erreicht wurde, daß von jedem Ausschuß allen Bezirken unverzüglich Mitteilung zu machen war. Allerdings sollte jeder Ortsausschuß innerhalb einer Frist von 8 Tagen hiergegen Einspruch bei der Ständigen Kommission einlegen können. Die Entscheidung sollte in einem engeren Ausschuß der Ständigen Kommission fallen, dem außer dem Vorsitzenden Vertreter verschiedener Plätze und außerdem je einer des Ortsausschusses, der die Ausschließung des Papiers ausgesprochen, sowie des anderen, der gegen diesen Beschluß Einspruch eingelegt hat, angehören mußten. In ähnlicher Weise wie die Ausschließung sollte auch die Rücknahme eines derartigen Beschlusses nur unter Verpflichtung einer Mitteilung an die übrigen Ausschüsse und, im Falle des Widerspruchs eines anderen Ortsausschusses, nach Verhandlung bei der Ständigen Kommission erfolgen können.

Nicht weniger wichtig war, daß auch die offiziellen Börsenbehörden, die ja nach Möglichkeit, um dem Wortlaut des Börsengesetzes zu entsprechen, den Freiverkehrshandel ignorierten, sich intensiver mit diesem immer umfangreicher gewordenen Gebiet des Börsenwesens zu beschäftigen begannen. So veröffentlichten vor allem die Börsenvorstände unter Führung Berlins eine Erklärung, daß es nicht im Interesse der Börse und der Würde von Börsenbesuchern liegen könne, Papiere von Gesellschaften zu handeln, die noch nicht einmal eine Jahresbilanz veröffentlicht hätten. Die Mitglieder der einzelnen Interessengemeinschaften und Organisationen wurden infolgedessen aufgefordert, sich freiwillig des Handels in diesen Werten, die noch keine Jahresbilanz vorgelegt hätten, zu enthalten. Schließlich erhielt die Börsenordnung für Berlin sogar im Jahre 1922 die ausdrückliche Ergänzung, daß der Börsen-

vorstand den Handel in unnotierten Wertpapieren und Devisen sowie in anderen nach seinem Ermessen zum Börsenhandel nicht geeigneten Gegenständen an der Börse verbieten könne (§ 1, letzter Absatz).

Auch diese Regelung reichte jedoch auf die Dauer nicht aus, so daß es im Jahre 1923 zu wesentlich schärferen Maßnahmen kam, die in ihrem Wesen fast den Begriff des Freiverkehrshandels aufhoben. Der Berliner Ausschuß beschloß nämlich im Frühjahr 1923 neue Richtlinien, die von der Ständigen Kommission auch den anderen Ortsausschüssen zugeleitet wurden. Diese Richtlinien nun haben in gewisser Hinsicht ein

Genehmigungsverfahren

auch für die nicht amtlich zugelassenen Werte der Berliner Börse eingeführt. Während noch nach der Regelung von 1921 der Ausschuß nur ungeeignete Werte verbieten sollte, stellte er jetzt die Richtlinien auf, daß nur die ausdrücklich von ihm genehmigten Effekten gehandelt werden dürften.

Nur auf dem Anmeldungs- und Genehmigungswege, der von der Geschäftsordnung des Ausschusses ausdrücklich gefordert wird, besteht, den Richtlinien gemäß, die Möglichkeit einer „Einbeziehung unnotierter Werte in das Tätigkeitsgebiet des Ausschusses“, die als Voraussetzung der Handelsfähigkeit gilt. Interessant ist, daß für diese Inanspruchnahme des Ausschusses von den einführenden Firmen eine gewisse Gebühr zu entrichten ist, die begrifflich völlig der Zulassungsgebühr für amtlich notierte Werte entspricht. *Im übrigen gelten alle unnotierten Werte, die nach dem 27. Februar 1923, dem Stichtag der Neuregelung, etwa in den Freiverkehr eingeführt würden, ohne ausdrücklich in das Tätigkeitsgebiet einbezogen zu sein, ohne besondere Beschlußfassung als ausgeschlossen. Wesentlich ergänzt werden diese Richtlinien dadurch, daß beide Gruppen der Berliner Bedingungsgemeinschaft für den Wertpapierhandel wie auch die Maklergemeinschaft den Beschluß faßten, sich in Zukunft am börsenmäßigen Handel in den nicht in das Tätigkeitsgebiet des Ausschusses einbezogenen Werte nicht mehr zu beteiligen.*

Damit ist also die Entwicklung bis zur klaren Schaffung einer Kategorie von „offiziösen“ Freiverkehrswerten gediehen. Zwar ist die Bemerkung bezeichnend, die sich im Begleitschreiben des Ausschusses findet, daß nämlich die Einbeziehung unnotierter Werte nach keiner Richtung eine Zulassung zum Börsenverkehr im Sinne des Börsengesetzes usw. darstelle; nach den Richtlinien gilt es sogar als unzulässige Propaganda, wenn auch nur in öffentlichen Anzeigen oder anderen Mitteilungen, die sich an einen größeren Personenkreis richten, von einer erfolgten oder beantragten Zulassung der Werte

durch den Ausschuß zum Freiverkehr an der Berliner Börse gesprochen wird.

Noch schärfer kommt diese Tendenz, jeden Anschein eines formellen Zulassungsverfahrens zu vermeiden, in einer Erklärung des Berliner Ausschusses zum Ausdruck, die im „Bank-Archiv“ vom 1. Dezember 1928 veröffentlicht worden ist. Hier wird zunächst die historische Entwicklung des Freiverkehrshandels gestreift und im Anschluß mitgeteilt, aus welchen Gründen — die wir ja schon kennengelernt haben — die Bankorganisationen eine Reinigung und Regelung des Marktes durch Ausschluß unerwünschter Werte für notwendig hielten. Es wird versucht, auch die Umgestaltung des Jahres 1923, d. h. die Forderung vorheriger Anmeldung vor Einführung in den Freiverkehr, nur als eine Zweckmaßnahme darzustellen, die der Erleichterung eines Ausschlusses ungeeigneter Werte dienen solle. Dagegen sei der Ausschuß streng darauf bedacht gewesen, „die Grenze zwischen seinen Funktionen und denen der amtlichen Zulassungsstelle“ innezuhalten. Als Beweis wird u. a. das Fehlen einer Prospektveröffentlichung aufgeführt. Im übrigen sei stets versucht worden, auf die amtliche Einführung „notierungsreifer“ Werte hinzuwirken, wie z. B. auch die Gebühr für die Einbeziehung von Werten in das Tätigkeitsgebiet des Ausschusses nur den Zweck verfolgte, die Einführung in den Freiverkehr zu verteuern und damit nach Möglichkeit eine Bevorzugung dieses Handels vor dem im amtlichen Verkehr zu vermeiden.

Praktisch kann man aber doch wohl von einer starken Annäherung der Bedingungen an die der amtlichen Zulassung sprechen. Es genügt, darauf hinzuweisen, daß die Richtlinien des Ausschusses für die Einführung u. a. von der einführenden Bankfirma eine — etwa dem Prospekt entsprechende — Darstellung der für die Beurteilung wichtigsten tatsächlichen Vorgänge verlangen, für die freilich nicht auch, wie im amtlichen Zulassungsverfahren, die Gesellschaft, sondern lediglich die erklärende Bank haftet. Weiterhin wird ausgeführt, daß eine genügende Bewertungsgrundlage für einzuführende Aktien oder andere Gesellschaftsanteile regelmäßig nicht bestehe, wenn noch keine volle Jahresbilanz genehmigt sei; als Ausnahme wird lediglich der Fall aufgeführt, daß die Gesellschaft das Geschäft eines anderen Unternehmens fortsetze, über das bereits Jahresbilanzen vorlägen. Insofern ist die Formulierung der Richtlinien sogar schärfer, als die Fassung der Bestimmungen über die Zulassung zur amtlichen Notiz, die präzise die Veröffentlichung einer Jahresbilanz nur für den Fall der Umwandlung eines Unternehmens in eine AG. oder Kommanditgesellschaft a. A. vorschreiben (BörsGes. § 41), nicht dagegen auch für die Zulassung von Aktien einer

Neugründung; wenn auch üblicherweise von den Zulassungsstellen vor Vorlage einer Jahresbilanz trotzdem Zulassungen nicht ausgesprochen werden, so gibt es immerhin derartige Fälle, z. B. etwa bei Zulassung der Aktien der Ver. Stahlwerke. Schließlich sei erwähnt, daß der Freiverkehrsausschuß auch in einer anderen Beziehung noch an die Tätigkeit der Zulassungsstellen anknüpft, nämlich bei seiner Mitarbeit an der Bekämpfung von Mehrstimmrechtsaktien. Nach einem 1925 gefaßten Beschluß sollen in der Regel gegen jede Einbeziehung von Aktien in das Tätigkeitsgebiet Bedenken geltend gemacht werden, sofern bei der Gesellschaft die Stammaktien eine geringere Stimmenzahl besitzen, als die doppelte Anzahl Stimmen der Vorzugsaktien.

Die Einführung von Wertpapieren in den Freiverkehr, die bis 1921 oder sogar bis zur Neuregelung von 1923 fast völlig formlos, einfach durch Angebot seitens einer beliebigen Bankfirma, vielleicht unterstützt durch Inserate und Benachrichtigung etwaiger Interessenten, vor sich ging, ist damit also weitgehend an ein offizielles Verfahren gebunden worden. Die einführende Bank muß zunächst Mitglied der Berliner Bedingungs-gemeinschaft, d. h. also der Stempelvereinigung oder der Interessengemeinschaft Berliner Privatbankfirmen, sein. Sie muß ferner dem Ausschuß das schon erwähnte Tatsachenmaterial vorlegen und gleichzeitig mitteilen, wieviel sie dem Markt zur Einführung von diesen Werten zur Verfügung stellen könne. Hierauf prüft der Ausschuß die Bewertungsunterlagen. *Reichen diese nicht aus, um ein Urteil über den Wert des Unternehmens zu fällen, oder kommt der Ausschuß zu dem Ergebnis, daß eine Übervorteilung des Publikums bzw. eine sonstige Schädigung von Allgemeininteressen zu befürchten sei, so wird er die Einführung ablehnen. Die gleiche Entscheidung soll auch dann ergehen, wenn von der einführenden Bankfirma oder auch nur von anderer Seite, aber mit ihrem Wissen und Willen, bei der Unterbringung eine „den guten geschäftlichen Sitten des Bankgewerbes“ nicht entsprechende Propaganda betrieben würde; zu dieser unzulässigen Propaganda würde auch, wie wir sahen, der Hinweis auf eine „Zulassung“ der Werte zum Freiverkehr gelten, da derartige Angaben zur Verwechslung mit einer Zulassung zur amtlichen Notierung führen könnten. Liegen derartige Ablehnungsgründe aber nicht vor, so steht — nach Zahlung der bekannten Gebühr — der Einbeziehung in das Tätigkeitsgebiet, also der wirklichen Einführung in den Freiverkehr, nichts mehr im Wege.*

Von diesem Anmeldeverfahren ist jedoch eine immerhin recht beträchtliche Zahl von Einführungen befreit. Nach den Richtlinien des Ausschusses bedarf es keiner besonderen Anmeldung, wenn

neue Aktien

von Unternehmungen in Betracht kommen, deren alte Emissionen entweder bereits zur amtlichen Notiz an der Berliner Börse zugelassen sind oder im Freiverkehr gehandelt werden. Diese Befreiung von der Anmeldung wird noch dadurch erweitert, daß auch Aktien ohne besondere Formalität eingeführt werden können, die im Umtausch gegen bereits amtlich notierte oder im Freiverkehr gehandelte Aktien bzw. auch durch Ausübung eines ihnen gewährten Bezugsrechtes in Verkehr gekommen sind.

Hier findet sich in der Tat ein sehr erheblicher Gegensatz zu den Bestimmungen über die amtliche Zulassung von Wertpapieren, die ja auch bei der Zulassung neuer Aktien eine Erleichterung von Formvorschriften, insbesondere eine Befreiung von Prospektzwang nicht kennen. Das hat demnach zur Folge, daß alle Neuemissionen von Unternehmungen, deren Aktien amtlich notiert werden, ohne weiteres freiverkehrsfähig sind, d. h. sofort an der Börse gehandelt werden und tatsächlich auch meist vom ersten Tage an in Verkehr sind. Die Umsätze sind allerdings in der Regel nicht sehr groß und spielen sich außerdem nicht im eigentlichen Freiverkehrsmarkt ab; regelmäßig vermitteln vielmehr die im Markt der zugelassenen Altmission tätigen Makler auch Abschlüsse in den neuen Aktien, freilich überwiegend nur durch Handel mit den Emissionshäusern, die letzten Endes die Kursentwicklung bestimmen. Entsprechend findet auch in den jungen Aktien der Gesellschaften, deren frühere Emission im Freiverkehr umgesetzt werden, sofort ein Handel statt. Hier wird aber ein besonderer Preis nur dann in Frage kommen, wenn die neuen Aktien abweichende Rechte besitzen, etwa infolge anderer Gewinnbeteiligung für das laufende Jahr oder Fehlen von Restinzahlungen. Andernfalls würden hier, da es ja eines besonderen Genehmigungsverfahrens nicht bedarf, die Umsätze in alten und neuen Aktien vereinigt, d. h. die jungen Aktien gleich den bisherigen lieferbar werden.

Keine Anwendung findet diese Befreiung vom Anmeldeverfahren dagegen für Aktien, die bisher amtlich notiert wurden, diese Notiz aber verloren haben, vor allem also nicht auf den wichtigen Fall einer Rücknahme der amtlichen Zulassung bei Sanierungen. Hier muß vielmehr wie bei gewöhnlichen Einführungen die Einbeziehung in den Freiverkehr genehmigt werden, was bei Einstellung der amtlichen Notiz von den Emissionshäusern regelmäßig beantragt zu werden pflegt, um die Fortführung des Handels zu ermöglichen. Allerdings bildet der Freiverkehrshandel hier zumeist nur eine Durchgangsstation, da in den meisten Fällen baldmöglichst, in der Regel schon nach Vorlegung einer

neuen Jahresbilanz, die wieder Gewinne ausweist, erneut die Zulassung zum amtlichen Handel herbeigeführt wird.

Selbstverständlich sind noch in den Ergänzungen der Richtlinien des Berliner Ausschusses, die von Fall zu Fall oder für bestimmte Spezialprobleme beschlossen worden sind, in großem Umfange Themen angeschnitten, die hier bisher keine Erwähnung gefunden haben. Kurz hingewiesen sei in diesem Zusammenhange etwa darauf, daß eine eingehende Regelung mit Rücksicht auf die

Goldmarkumstellungen

notwendig wurde, die sich im ganzen aber stark den entsprechenden Vorschriften über die Kapitalumstellung bei amtlich notierten Werten anschloß. Mit den Jahren haben außerdem diese Fragen naturgemäß ihre Bedeutung verloren, seitdem die Goldmarkumstellung längst in der ganzen deutschen Wirtschaft durchgeführt worden ist bzw. die Unternehmer, bei denen sie nicht erfolgte, liquidiert sind oder sonst aus dem Wirtschaftsleben ausschieden. Ebenso wie am Markt der amtlich notierten Werte werden daher auch im Freiverkehrshandel nur noch ganz wenige Aktien in Papiermark gehandelt, nämlich einzelne Anteile von Kolonialgesellschaften, für die unter Umständen eine längere Befreiung von der allgemeinen Verpflichtung zur Aufstellung von Goldbilanzen gegeben war. Ebenso bestehen z. B. Vorschriften über die drucktechnischen Erfordernisse der Stücke, die im Freiverkehrshandel geliefert werden sollen; hier sind einfach die Richtlinien der Berliner Zulassungsstelle für den Neudruck von Wertpapieren im ganzen übernommen worden.

Wenn also auch in verschiedenen Punkten zum vollen Verständnis der Probleme noch Ergänzungen notwendig erscheinen könnten, so wird man doch sagen dürfen, daß es sich hier in der Tat um Spezialfragen handelt, die für eine Besprechung der grundsätzlichen Gesichtspunkte ohne größere Bedeutung sind; die Kenntnis dieser zahlreichen Einzelvorschriften wird sich wohl stets nur aus der intensiven Beschäftigung mit der Praxis des Freiverkehrshandels und der Einführung von unnotierten Werten in den Börsenverkehr ergeben können. Wir werden jedoch einige Einzelheiten dieser Vorschriften, soweit sie in die praktische Durchführung des Freiverkehrsgeschäftes eingreifen, auch bei den Teilen des Heftes, die diesen Fragen gewidmet sind, kennen zu lernen haben.

Im übrigen werden wir als Ergebnis unserer bisherigen Erörterungen feststellen können, daß auch der Begriff Freiverkehrshandel, den wir bereits als einen speziellen Ausschnitt aus dem Gesamtgebiet des Börsenverkehrs anzusehen gewohnt sind, zwei immer stärker abweichende

Formen des Börsengeschäftes umfaßt: den Handel in den — auf Grund alter Übung, sonst nach Maßgabe des besonderen Genehmigungsverfahrens — in das Tätigkeitsgebiet eines Ausschusses der Börsen einbezogenen Werten, und ferner die Umsätze in anderen Papieren, die sich außerhalb der Börse abspielen. Mehr und mehr hat sich in

dieser Hinsicht auch ein begrifflicher Gegensatz entwickelt, dem sogar eine unterschiedliche Entwicklung der Rechtsformen entspricht. Es wird daher nicht verwunderlich erscheinen, daß in der gleichen Weise auch bei der Praxis des Freiverkehrshandels wesentliche Abweichungen festzustellen sein werden.

Der Freiverkehrshandel in der Praxis.

In dem vorangegangenen Aufsatz ist im einzelnen die Entwicklung dargestellt worden, die der ursprünglich unregelmäßige, ja mit Absicht von der Gesetzgebung vernachlässigte Freiverkehrshandel bis zu dem heutigen Zustand einer gewissen Angleichung an die Rechtsstellung des Geschäfts in amtlich notierten Werten genommen hat. Dieser Änderung der rechtlichen Grundlagen entspricht nun auch in mancher Hinsicht eine gleichartige Entwicklung der eigentlichen Handelspraxis. Auch hier sind mehr und mehr die praktischen Unterschiede gegenüber Methoden und Usancen des Handels in amtlich zugelassenen Wertpapieren gemildert worden.

Der Handel mit den in den Börsenfreiverkehr einbezogenen Werten.

Besonders deutlich zeigt sich dies in dem Börsenfreiverkehr, also den Umsätzen in den ausdrücklich in das Tätigkeitsgebiet eines Marktes einbezogenen Werten. Hier wird der Außenstehende Abweichungen von den Gepflogenheiten des amtlichen Verkehrs zunächst kaum feststellen können. Ebenso wie beim amtlichen Handel zu fortlaufenden Kursnotierungen, d. h. also im Termingeschäft und am Markt der variablen Werte, werden ständig Abschlüsse zu wechselnden Preisen getätigt, an denen sich die Börsenvertreter der Banken und die am Markt der einzelnen Papiere tätige Kulisse, bestehend aus Maklern und Privatspekulanten, beteiligt. Sieht man näher zu, so wird man allerdings einen wichtigen Gegensatz beobachten. Während bei allen fortlaufenden Umsätzen im amtlichen Verkehr doch auch zu drei Zeiten — zum ersten Kurs, Schlußkurs und außerdem für Kassengeschäfte zum Einheitskurs — offizielle Kursfeststellungen erfolgen und beim Geschäft in Kassewerten diese Feststellung des Kassekurses sogar die einzige Kursbildung darstellt, kommt eine derartige Normierung „authentischer“ Kurse aus begrifflichen Gründen für den Freiverkehr nicht in Frage. Insofern handelt es sich also um eine Art des Börsenhandels, die zwar weitgehend den Methoden des amtlichen Handels, im besonderen — da Zeitgeschäfte im Freiverkehr nur ganz selten vor-

kommen — dem Geschäft in variablen Werten angepaßt ist, grundsätzlich aber doch nach ihren eigenen Gesetzen beurteilt werden muß.

Im übrigen wickelt sich das Geschäft aber ganz im gewohnten Rahmen ab. Die Bank, die Käufe oder Verkäufe durchführen will, nimmt diese entweder direkt im Markt durch ihre Börsenvertreter vor oder erteilt auch in der üblichen Weise einem Makler die für gewöhnlich limitierten Aufträge. Amtliche oder auch nur inoffiziell mit dem Handel in bestimmten Werten betraute Kursmakler gibt es freilich nicht. Ihre Stelle nehmen aber einige freie Makler ein, die sich auf den Handel in einzelnen Werten spezialisiert haben und damit mehr und mehr für die Umsätze in diesen Effekten die Ausgleichsstelle bilden, als die sonst bei amtlich gehandelten Werten die Kursmakler anzusprechen sind.

Selbstverständlich finden daneben auch im Freiverkehr mitunter Umsätze im Direktgeschäft zwischen Banken statt, ja hier vielleicht noch in etwas größerem Maße, weil auch manche Bankgeschäfte sich stärker auf den Freiverkehrshandel eingestellt haben und so in den in Frage kommenden Märkten ständig vertreten sind.

Ebenso wie die technische Durchführung des Handels sind auch die allgemein für ihn gültigen Geschäftsbedingungen nur verhältnismäßig wenig von den entsprechenden Bestimmungen für den amtlichen Verkehr verschieden. Dies ist in der Hauptsache darauf zurückzuführen, daß, wie wir schon sahen, die für den Freiverkehrshandel gültigen Usancen weitgehend den Bedingungen für den offiziellen Wertpapierhandel angenähert sind oder in nicht ausdrücklich geregelten Fällen — durch Zwischenschaltung der Essen-Düsseldorfer Usancen — auch direkt auf die in diesen Bedingungen des amtlichen Verkehrs getroffene Regelung verweisen. Das Fehlen einer eigenen Gesetzesgrundlage des Freiverkehrshandels bringt es aber mit sich, daß in den hier festgestellten Usancen auch verschiedentlich Fragen geklärt werden, die bei den amtlich gehandelten Wertpapieren schon durch Börsengesetz, Börsenordnung oder andere allgemeine Bestimmungen, unabhängig von den eigentlichen Börsenusancen, geregelt sind. Der-

artige Sondervorschriften waren u. a. für die

Feststellung des Börsenpreises

notwendig, die für den amtlichen Handel durch besondere Bekanntmachung vom 21. November 1912 im Reichsanzeiger getroffen und nach der Goldmarkumstellung allerdings später in einigen Punkten geändert worden sind.

Die Freiverkehrsusancen nehmen naturgemäß auch in dieser Richtung die für den amtlichen Handel geltenden Richtlinien auf. *Auch hier erfolgt demnach die Notierung grundsätzlich in Prozenten des Nennwertes, und zwar sowohl bei festverzinslichen Wertpapieren wie bei Aktien, bei diesen aber mit Ausnahme der Versicherungsaktien, die — ebenso wie Genußscheine — in Mark pro Stück gerechnet werden. Ebenso werden die Aktien und Anteile von Unternehmen, die sich in Liquidation befinden, nicht in Prozenten, sondern Reichsmark pro Einzelstück gehandelt.*

Eine besondere Regelung findet sich hierbei für Werte, auf denen noch Einzahlungsverpflichtungen ruhen. Soweit es sich hier nicht um Versicherungsaktien handelt, geht die noch bestehende Einzahlungsverpflichtung auf den Käufer über, gleichviel ob die Einzahlung bereits einberufen ist oder nicht. Der Betrag der fehlenden Einzahlung wird aber vom Kurswert in Abzug gebracht bzw. ist, soweit er ihn übersteigt, dem Käufer vom Verkäufer zu vergüten. Für den Fall, daß fehlende Einzahlungen zur Zeit des Geschäftsabschlusses bereits bewirkt werden können, ohne daß eine Fälligkeit bereits eingetreten ist, ist eine Lieferung voll bezahlter Stücke nur bei besonderer Vereinbarung zulässig.

Weiterhin findet auch im Freiverkehrshandel grundsätzlich bei festverzinslichen Wertpapieren eine Berechnung von Stückzinsen statt, soweit nicht im Einzelfall — insbesondere bei ausländischen Werten, bei denen eine Zinszahlung vorläufig nicht stattfindet — abweichende Regelungen beschlossen sind. Dagegen werden Aktien stets ohne Stückzinsen gehandelt. Der Dividendschein wird auch im Freiverkehr 2 Tage, nachdem der Wert des Gewinnanteilscheins für das abgelaufene Geschäftsjahr festgestellt worden ist, getrennt. Läuft für Aktien ein Bezugsrecht, so findet der Handel bis zum letzten Werktag vor Ablauf des Bezugsrechtes einschließlich dieses Rechtes statt. Der Verkäufer ist für die Verwertung des Bezugsrechtes, das gehandelten Aktien anhaftet, im übrigen nur haftbar, soweit er hierzu ausdrücklich vom Käufer beauftragt ist.

Eine Sonderstellung besitzen noch in gewisser Hinsicht die 6%igen Reichsschuldbuchforderungen, die seit Beginn des Jahres 1929 in das Tätigkeitsgebiet des Berliner Ausschusses

eingeführt worden sind und hier im Rahmen des gesamten Freiverkehrsmarktes durch die Größe der Emission — einschließlich der neuen $\frac{1}{4}$ Milliarde Polenschäden etwa $1\frac{1}{4}$ Milliarde RM! — und entsprechend durch Höhe der Umsätze eine sehr große Bedeutung erlangt haben. Nur für diese Schuldbuchforderungen kommt in Frage, daß nicht wie sonst an der Börse effektive Wertpapiere, sondern lediglich Buchforderungen gehandelt werden. Für diesen Handel sind nun in gleicher Weise Rechte auf Umschreibungen im Reichsschuldbuch selbst oder auf dem Schuldbuch-Girokonto einer Effekten-Girobank, d. h. insbesondere des Berliner Kassenvereins, zugelassen.

Besonders erwähnt sind schließlich in den Usancen noch die Geschäfte in noch nicht erschienenen Wertpapieren, die ja hier insofern bedeutsam sind, als vor dem Erscheinungstag eine Zulassung von Wertpapieren und damit die Ermöglichung eines wirklichen amtlichen Handels nicht in Frage kommt. Trotzdem enthalten auch die Bedingungen für den amtlichen Handel gewisse Vorschriften, die für Geschäfte per Erscheinen gültig sind, insbesondere über die Durchführung einer Zwangsregulierung. Für unnotierte Werte wird hier zunächst noch ausgeführt, daß der Fälligkeitstermin von Geschäften jeweils im Einzelfall festgesetzt wird.

Prinzipielle Ausführungen enthalten die Freiverkehrsusancen fernerhin auch über die Regelung von Lieferungs- bzw. Abnahmeverzug und anderen

Folgen der Erfüllungsverzögerung.

Hier ergeben sich in mancher Hinsicht Abweichungen gegenüber der Regelung des amtlichen Handels. Während z. B. für das Kassegeschäft in Wertpapieren eine Zwangsregulierung (Exekution) schon dann angedroht werden kann, wenn am 2. Werktag nach dem Abschlußtag nicht geliefert ist, und zwar in der Form, daß bei Auforderung bis 12 Uhr mittags im Geschäftslokal oder bis 1 Uhr an der Börse nur eine Frist bis zum nächsten Börsentag 11 Uhr gesetzt wird, laufen hier die Fristen erheblich länger. Die Frist für ordnungsmäßige Erfüllung ist z. B. für den Freiverkehr in der Weise festgesetzt, daß spätestens am 5. Tage nach Abschluß des Geschäftes geliefert werden muß, wobei der Tag des Geschäftsabschlusses sowie Sonn- und Feiertage nicht mit eingerechnet werden. Erst nach Ablauf dieser Frist besteht also ein Lieferungsverzug bzw., wenn der Käufer die Annahme oder Bezahlung des Gegenwertes verweigert hat, ein Annahmeverzug. Für die Zwangsregulierung ist in diesem Fall eine Androhung unter Setzung einer neuen Frist erforderlich, die wieder mindestens 3 Tage — den Tag der Absendung der Aufforderung sowie Sonn- und Feier-

tage nicht eingerechnet — zu betragen hat. Weiterhin sind hier einige Formvorschriften zu beachten, die notwendig sind, weil der säumige Teil nicht ebenso wie beim amtlichen Handel wissen kann, wann und in welchem Teil des Freiverkehrsmarktes die Zwangsregulierung erfolgen soll; dem säumigen Teil ist derjenige Handelsmakler, der den An- oder Verkauf vornehmen soll, ferner der Platz und der Tag, an dem dies stattfinden soll, mitzuteilen. Die Länge der Frist hängt im übrigen auch damit zusammen, daß derjenige, der exekutiert werden soll, gewisse Einspruchsrechte besitzt. Falls er nämlich den für die Exekution gewählten Platz für ungeeignet hält, was freilich für Geschäfte, die direkt an einer Börse ausgeführt werden können, kaum in Frage kommen wird, sondern mehr für Umsätze in den in kein Tätigkeitsgebiet einer Börse einbezogenen Werten, so kann er innerhalb der Frist eine Entscheidung des Vorsitzenden der Ständigen Kommission erbitten. Das Verfahren, das sich an diese Maßnahme knüpft, kann dann unter Umständen zur Benennung eines anderen Platzes führen, wobei dem unterliegenden Teil die Kosten auferlegt werden. Umgekehrt hat auch der nichtsäumige Teil besondere Rechte, nämlich er kann von dem Vorsitzenden der Ständigen Kommission die Befugnis beantragen, den säumigen Teil an Stelle einer Zwangsregulierung den Rücktritt vom Geschäft anzudrohen, und kann diesen nach fruchtlosem Ablauf der Frist dann vornehmen. Im übrigen werden noch genaue Vorschriften für den Fall der Behinderung des Vorsitzenden der Ständigen Kommission gegeben. Wichtig ist ferner, daß für Bankfirmen am gleichen Börsenplatz statt der Ständigen Kommission und ihres Vorsitzenden in diesen Fällen überhaupt der bestehende Ortsausschuß maßgebend sein soll.

Nach früheren Beschlüssen des Berliner Ausschusses ist hier eine feste Zeit für Exekutionen bestimmt worden, nämlich an einem Börsentage um 12 $\frac{1}{2}$ Uhr. Im übrigen soll vermieden werden, daß der nicht säumige Teil auch durch den Selbsthilfeankauf keine rechtzeitige Lieferung erreichen kann, daß ihm also etwa Freiverkehrswerte angefixt werden; nach den allgemeinen Usancen kann vielmehr bei Selbsthilfeankäufen Lieferung am nächsten Werktag verlangt werden.

Weiterhin sehen die Usancen noch Richtlinien für Ab- und Zuschläge zu einem Limit im Falle der Abtrennung von Dividendenscheinen oder Veränderungen durch Zahlung von Ausbeuten bzw. Zuzahlung von Zubeßen vor. Hier ist die Regelung mit der Feststellung, daß Limite bei Eintritt eines solchen Vorgangs ohne weiteres verändert werden, wieder stark den Vorschriften für den amtlichen Börsenhandel angepaßt. Erwähnt sei hierbei noch, daß „Circalimite“ bei

unnotierten Werten Abweichungen bis zu 1% des ausmachenden Betrages, d. h. etwa das Vierfache der bei amtlich zugelassenen Werten üblichen Spanne gestatten.

Eine Sonderregelung treffen die Usancen ferner noch für den Handel in unnotierten Noten, Sorten und Kupons. Insbesondere die Bestimmungen über Fristen für Rücknahme unbezahlt gebliebener Kupons usw. sind hier von erheblicher Bedeutung. Wir werden jedoch auf diese Fragen nicht mehr im Zusammenhang einzugehen brauchen, nachdem wir seinerzeit die Probleme des Kuponhandels ausführlicher in dem Plutus-Brief vom Juli 1930 (Kupon- und Dividendenschein) behandelt haben.

Der Charakter dieser Freiverkehrsusancen als einer freien Vereinbarung bringt es mit sich, daß an sich nicht alle Geschäfte in Freiverkehrswerten auf Grund dieser Richtlinien abgeschlossen werden müssen. Es wird vielmehr ausdrücklich vorgesehen, daß die

Schlußscheine

über Freiverkehrsgeschäfte, für die diese Richtlinien gelten sollen, einen besonderen Vermerk tragen, der folgenden Wortlaut besitzt: „Abgeschlossen nach den vom Centralverband des deutschen Bank- und Bankiergewerbes für Geschäfte in amtlich nicht notierten Werten festgesetzten Usancen, die sich soweit Kuxe in Betracht kommen, mit den Essen-Düsseldorfer Börsengebräuchen decken.“ Man wird jedoch annehmen können, daß nicht nur die mit diesem Vermerk versehenen Geschäfte, sondern überhaupt alle Abschlüsse, für die nicht ausdrücklich eine anderweitige Regelung vorgesehen ist, nach diesen Usancen behandelt werden müssen, weil sie bereits einen allgemeinen Handelsbrauch darstellen. Streitigkeiten aus Geschäften in Freiverkehrswerten, die nach diesen Usancen zu behandeln waren, werden im übrigen ausschließlich von einem Ausschuß der Ständigen Kommission als Schiedsgericht entschieden. Für Fragen von geringerer Bedeutung, wie sie insbesondere Streitigkeiten über Lieferbarkeit von Stücken usw. darstellen, die bei amtlich gehandelten Werten von der Dreimännerkommission zu entscheiden sind, besteht an der Berliner Börse auch eine besondere Kommission des Ortsausschusses.

Der Freiverkehrshandel außerhalb der Börse.

Wie wir schon mehrfach gesehen haben, beschränken sich diese Usancen also keineswegs darauf, nur den Freiverkehrshandel in den gewissermaßen genehmigten, d. h. in das Tätigkeitsgebiet der Ausschüsse einbezogenen Werten zu regeln, sondern treffen darüber hinaus Bestimmungen für das Gesamtgebiet des Handels in unnotierten Werten. In der Tat spielt sich letzten Endes auch der Umsatz in den Werten, die an

keiner Börse im Freiverkehrsmarkt ständig gehandelt werden, in ähnlichen Linien ab. Selbstverständlich ist hier aber der Abschluß sehr viel schwieriger, weil die Möglichkeit wegfällt, in direktem Handel und Austausch von Geld- und Briefkursen zwischen einer großen Zahl von Interessenten Geschäfte durchzuführen. Bei den nicht an der Börse gehandelten Werten sind vielmehr Abschlüsse in der Regel nur zu tätigen, wenn mit einer Vielzahl von vielleicht in Frage kommenden Interessenten, die überwiegend nicht am Wohnsitz des Bankiers erreichbar sein werden, Verbindung aufgenommen wird. Mehr und mehr hat sich freilich auch in diesem Zweig des Freiverkehrshandels eine weitgehende Spezialisierung herausgebildet. Eine Reihe von Banken, deren Zahl gerade jetzt mit dem Rückgang des regulären Bankkommissionsgeschäftes weiter gewachsen ist, beschäftigt sich durch Bildung besonderer Abteilungen für unnotierte Werte mit der Vermittlung dieser Umsätze. *Aufgebaut wird das Geschäft bei diesen Bankhäusern in der Regel so, daß zunächst durch genaue Kontrolle der von anderer Seite genannten Preise die ungefähre Basis des Handels für alle Werte festgestellt wird. Erfolgt von irgendeiner Seite ein Angebot oder wird zu einem Preise Nachfrage bekannt, so versucht diese Bank dann ihrerseits von den ihnen bekannten Interessenten, d. h. in erster Linie Mitgliedern von Aufsichtsrat und Vorstand, Großaktionären oder Bankverbindungen der Gesellschaft, Gegengebote zu erhalten. Vielfach werden, um diese Namen festzuhalten, besondere Interessenten-Kartotheken angelegt, die dann in gewisser Beziehung die wichtigste Grundlage des Geschäftes bilden.*

Ist so für eine hinreichende Anzahl von Werten eine Kursbasis festgestellt, so werden an die Banken, besonders gern auch durch Beilagen und Inserate in Bankzeitschriften, besondere

Preislisten

veröffentlicht, die für alle Werte Geld- und Briefkurse nennen. Allerdings wird ganz regelmäßig mitgeteilt, daß diese Kurse nur als Richtlinien gelten sollen, dagegen nicht etwa direkte Gebote der Bankfirma darstellen. Rechtlich sind sie also, selbst wenn nicht ausdrücklich die Freizeichnung durch die üblichen Angaben, wie freibleibend usw. erfolgt, nicht als Offerten anzusehen, die von anderer Seite — wenigstens innerhalb kürzester Fristen — angenommen werden können, sondern nur als Aufforderungen zur Abgabe von Geboten.

Diese Preislisten besitzen demnach in der Hauptsache nur den Charakter einer Information über die ungefähren Kursverhältnisse, dagegen sollen sie nicht die wirkliche Handelsbasis darstellen. Damit hängt es zusammen, daß vielfach zwischen den Kursangaben in fast gleich-

zeitig zur Versendung gebrachten Preislisten bei demselben Papier sehr erhebliche Unterschiede anzutreffen sind, besonders wenn es sich um Werte handelt, in denen Umsätze nur selten stattfinden. Ebenso geht aber daraus hervor, daß es außerordentlich gefährlich wäre, auf Grund derartiger Preisangaben, und zwar selbst dann, wenn sie sich ungefähr gleichlautend in mehreren Listen finden, Dritten gegenüber bereits verbindliche Kurse für Einzelwerte zu nennen. Es kann sich besonders dann, wenn der zum Verkauf oder Kauf kommende Posten einigermaßen groß ist — was bei den meisten dieser wenig umgesetzten Werte schon für Beträge von ein paar tausend Mark gilt — sehr bald herausstellen, daß eine Verwertung oder Beschaffung auch nicht annähernd zu dem in den Listen genannten Preise möglich ist. Hierzu kommt, daß die Bankfirmen, die derartige Listen versenden, in der Regel keine Bestände in diesen Werten unterhalten, sondern bestrebt sind, jederzeit möglichst „glatt“ zu sein, sich also in der Hauptsache auf reine Vermittlungstätigkeit beschränken. Wenn man so will, üben sie demnach in der Hauptsache die Funktionen aus, die an der Börse selbst den Aufgabemaklern oder vielleicht Bankkommissionsgeschäften zustehen, allerdings mit der Maßgabe, daß in diesem Freiverkehrshandel grundsätzlich nur Eigengeschäfte der Banken, nicht dagegen Courtagengeschäfte stattfinden.

Den Schwierigkeiten dieses Freiverkehrshandels außerhalb der Börse suchen die Banken, die sich in diesem Geschäftszweig besonders betätigen, auch dadurch zu begegnen, daß die

Handelsspannen

verhältnismäßig sehr hoch sind. In den Preislisten wird man feststellen können, daß die Differenz zwischen Geld- und Briefkursen in fast allen Fällen mindestens 10% des effektiven Wertes beträgt und bei den besonders selten umgesetzten Werten zum Teil auch noch darüber hinausgeht. Vielfach wird man aber beim Handel feststellen können, daß im konkreten Fall Verkäufe oder Käufe sogar nur mit noch weit höheren Spannen durchgeführt werden können. In dieser Erscheinung wird man nicht etwa lediglich unberechtigte Zwischengewinne der Firmen sehen können. Das wird im wesentlichen doch schon, wie immer innerhalb der freien Wirtschaft, durch die starke Konkurrenz verhindert. Man muß vielmehr berücksichtigen, daß infolge des Fehlens eines regulären Marktes die Interessenten in der Tat nur bei sehr großen Kursunterschieden zu handeln pflegen. Wir erwähnten schon, daß als letzte Interessenten — vielleicht wenn man von Aufkäufern durch Branche- und Konkurrenzfirmen absieht — in der Hauptsache die Stellen in Frage kommen werden, die aktienmäßig und als Mitglieder der Verwaltung zu den Gesellschaft-

ten, deren Aktien umgesetzt werden sollen, enge Beziehungen unterhalten. *In der Regel wird man aber feststellen können, daß auch diese Verwaltungskreise nur dann als Käufer auftreten werden, wenn die ihnen angebotenen Aktien besonders billig erscheinen bzw. sich — außer in Sonderfällen von Geldbedarf usw. — nur dann von ihrem Besitz trennen, wenn der ihnen gebotene Kurs außerordentlich lukrativ ist.*

Im übrigen hat sich auch innerhalb des Handels mit den nicht an der Börse umgesetzten Werten vielfach eine

Spezialisierung

herausgebildet. Seit jeher haben beispielsweise die Hamburger Bankfirmen, die sich überhaupt stärker dem Freiverkehrshandel widmeten, das Geschäft in den unnotierten Kolonialwerten gepflegt, für die Hamburg den größten Markt bildet. Für die Kursbildung am Markt der Kolonialwerte und verwandten Unternehmungen, die nicht direkt im Börsenfreiverkehr des Hamburger Platzes umgesetzt werden, bilden daher die Kursmeldungen und Preislisten einzelner Hamburger Bankfirmen den wichtigsten Anhaltspunkt. In gewissem Umfange sind diese Hamburger Preislisten auch für eine eigenartige Abart des Freiverkehrshandels maßgebend, nämlich die sporadischen Umsätze in Anteilen an Seeschiffs- und Fischereiunternehmungen, die nicht in Form von Aktiengesellschaften betrieben werden, d. h. den sog. Seeschiffs- und Fischerei-Parten. Die Natur dieses Geschäftes bringt es freilich mit sich, daß in solchen Fällen keine Preise genannt zu werden pflegen, sondern daß nur mitgeteilt wird, welche Parten gesucht sind bzw. für welche Reederei-Parten Angebot vorliegt. Hier wird also noch mehr als bei den gewöhnlichen Preislisten deutlich, daß diese Aufstellungen in erster Linie eine oberflächliche Orientierung der Interessenten bezwecken, zu denen im weiteren Sinne ja alle am Wertpapierhandel beteiligten Bankkreise gerechnet werden müssen, um sie so zur Stellung von Anfragen und Abgabe von Geboten anzuregen.

Als weitere Spezialitäten des Freiverkehrs sei etwa der Handel mit Kuxen und im Anschluß daran auch Aktien von Bergwerksunternehmungen usw. genannt. Soweit es sich hierbei um Kaliwerte handelt, ist Hannover, daneben aber auch das rheinisch-westfälische Gebiet als Hauptinteressent anzusprechen. Für andere Kuxe und Bergwerksanteile, also vor allem der Kohlenzechen, stellen die Essener, Düsseldorfer Banken und darüber hinaus andere Firmen des rheinisch-westfälischen Reviers ebenfalls die weitaus wichtigsten Freiverkehrsspezialisten dar, so daß entsprechend auch die Preisangaben dieser Firmen als maßgeblich

bezeichnet werden können. Abgesehen von diesen lokalen Interessengruppen haben sich aber auch verschiedentlich einzelne Firmen zu Spezialisten für besondere Marktgebiete entwickelt. Zu nennen wären hier etwa Firmen, die vor allem den Handel in unnotierten Versicherungsaktien betreiben, oder ein großes Dresden-Berliner Privatbankhaus, das als Spezialität den Handel mit unnotierten Brauereiwerten pflegt. In stärkerem Maße hat weiterhin die weitgehende Zersplitterung des Rentenmarktes durch die außerordentlich vielgestaltigen Wirkungen der Aufwertungsgesetze dazu geführt, neue Spezialgebiete des Freiverkehrshandels zu schaffen. Hierher gehört in erster Linie der Handel mit unnotierten Ablösungsanleihen — Alt- wie Neubesitzanleihen —, ferner aufgewerteten Industrieobligationen und insbesondere Genußrechten. Für den Handel außerhalb der Börse kommen in der Regel allerdings nur die Umsätze in Obligationen und Genußrechten der Gesellschaften in Frage, deren Schuldverschreibungen vor dem Krieg nichtamtliche Notierung besaßen; anderenfalls spielt sich auch der Handel in den neuen Aufwertungsrechten dieser Gesellschaften im Freiverkehr der ursprünglichen Börsenmärkte ab. Zu nennen sind schließlich die Firmen, die vor allem den Handel mit unnotierten Auslandsrenten und im Anschluß hieran zumeist auch mit Kuponen betreiben, wobei erneut u. a. der Hamburger Platz hervortritt; wir werden uns in dieser Hinsicht aber wieder auf frühere Ausführungen des Plutus-Briefes vom Juli 1930 (Kupon und Dividendenschein) über den Kuponhandel beziehen können.

Die Firmen, die sich auf bestimmte Arten des Freiverkehrshandels spezialisiert haben, pflegen freilich in den von ihnen versandten Preislisten andere Werte mit aufzuführen, wenn auch vielleicht nicht in der gleichen Vollständigkeit wie Bankhäuser, die sich mit dem gesamten Freiverkehrshandel in Aktien beschäftigen. Im übrigen sei in diesem Zusammenhang noch erwähnt, daß üblicherweise die Preislisten auch die Werte zu enthalten pflegen, die an sich im „genehmigten“ Freiverkehr der einzelnen Börsen umgesetzt werden. In der Regel bedeutet die Aufführung dieser Preise aber nur eine Vervollständigung des angegebenen Materials, ohne daß man wirklich auch für diese Papiere Gebote auf Grund der Listenpreise erwarten kann; jeder Bankier, und diese Listen gehen ja in der Hauptsache nur Bankfirmen zu, wird in diesen Fällen, außer vielleicht, wenn größere Posten geschlossen bewegt werden sollen, naturgemäß den direkten Handel an der Börse vorziehen. Dagegen kommt es mitunter auch vor, daß an sich amtlich notierte Aktien, in denen aber an der Börse zum Einheitskurs Umsätze kaum stattfinden, auch einmal in diesem außerbörslichen Freiverkehr ge-

handelt werden. Dementsprechend werden Kurse für diese Werte auch mitunter in den Freiverkehrspreislisten aufgeführt.

Die tatsächliche

Durchführung des Handels

spielt sich demnach etwa folgendermaßen ab: Die Bankfirma, die in einem Freiverkehrswert Abschlüsse tätigen will, etwa da ihr entsprechende Kundenangebote gemacht werden, wird zunächst feststellen müssen, ob für diesen Teil des Handels Spezialfirmen in Frage kommen. Auf Grund der letzten Preismeldungen dieser Firmen, oder, wenn für diese Kategorie von Werten Spezialisten nicht festzustellen sind, an Hand der allgemeinen Kursangaben größerer Freiverkehrshändler, wird dann die Bank mit diesen Stellen unverbindlich über die erzielbaren Kurse sprechen müssen. Der Einfachheit halber geschieht dies wohl in den meisten Fällen heute telephonisch, soweit sich dies nicht bei kleinsten Objekten, die nur außerhalb des Wohnsitzes zu handeln sind, mit Rücksicht auf die Spesen verbietet. Falls es sich nicht um Werte handelt, in denen im Freiverkehr regelmäßig größere Umsätze stattfinden, wird die Bankfirma aber am Telephon verbindliche Kursangaben nicht erzielen können, da ja eben die im Freiverkehrshandel tätigen Firmen, wie wir schon erwähnten, auch ihrerseits bestrebt sein werden, nur die Vermittlung der Abschlüsse, wenn auch als Eigenhändler, vorzunehmen. Gewöhnlich wird infolgedessen die Bankfirma, die Abschlüsse tätigen will, gezwungen sein, dem Freiverkehrshändler die in Frage kommenden Beträge an Hand zu geben, d. h. für eine meist sehr begrenzte Zeit — vielfach etwa 1 Stunde, wenn der Handel sich am Orte selbst abspielen kann vielleicht auch nur für einige Minuten — ein Verkaufs- oder Ankaufsangebot zu festen Kursen abzugeben. Diese Methode hat freilich den Nachteil, daß die Firma, der dieses Gebot gegeben worden ist, sehr oft ihrerseits alle in Frage kommenden Stellen hintereinander anruft, um zu einem Geschäftsabschluß zu kommen oder, wie man es in der Börsensprache zu nennen pflegt, auf Grund des Gebotes hausieren geht. Besonders, wenn es sich um etwas größere Beträge handelt, wird dadurch leicht erzielt, daß der ganze Markt, soweit man hiervon bei nicht regelmäßig umgesetzten Werten überhaupt reden kann, in Aufregung gerät und dadurch die Möglichkeit, tatsächlich zu einem Abschluß zu kommen, eher sinkt als steigt; man braucht nur daran zu denken, daß die Interessenten sehr leicht ängstlich werden können, wenn ihnen plötzlich von den verschiedensten Seiten Angebote gemacht werden, ohne daß sie zunächst übersehen können, daß diese, obwohl sich verschiedene Händlerfirmen bemühen, letzten Endes nur auf eine

Quelle zurückgehen. *Es ist deshalb wichtig, sich in dieser Weise durch Abgabe fester Gebote nur gegenüber einer Firma zu binden, von der man auf Grund früherer Erfahrungen und des allgemeinen Rufs darauf rechnen kann, daß sie die Befragung der Interessenten mit der notwendigen Vorsicht und Sachkenntnis vornimmt. Keinesfalls wird man sich etwa dazu verleiten lassen dürfen, derartige Gebote einer sonst vielleicht unbekanntem Firma nur deswegen zur Verfügung zu stellen, weil diese in ihren Preislisten besonders kulante Bedingungen zu stellen scheint, da diese Listenpreise ja, wie wir mehrfach erwähnten, doch in jeder Beziehung nur recht problematischen Wert besitzen.*

Der Abschluß selbst erfolgt im übrigen dann ganz in der gewohnten Weise, d. h. unter Bestätigung der telephonischen oder sonstigen Abmachungen durch Austausch von Schlußnoten. Wir haben bereits darauf hingewiesen, daß auch für diese Freiverkehrsgeschäfte außerhalb der Börsen die Usancen der Ständigen Kommission gültig sind, die ja auch in einer Reihe von Bestimmungen besondere Vorschriften für diese Fälle treffen. Hier seien noch verschiedene Vorschriften herausgegriffen, die für diese Art des Freiverkehrshandels von erheblichem Interesse sind. So ist z. B. vorgesehen, daß Offerten und Gebote oder Aufträge in unnotierten Werten grundsätzlich nicht an einen bestimmten Ort oder eine bestimmte Zeit, z. B. eines Börsenverkehrs, gebunden sein sollen, soweit dies nicht ausdrücklich vereinbart ist. Wichtig sind ferner die Bestimmungen, die für den Fall Platz greifen, daß Verkäufer und Käufer sich nicht am gleichen Ort befinden. In diesem Fall gilt als Erfüllungsort bei den hier allein in Frage kommenden Nettogeschäften zwischen 2 Bankfirmen der Niederlassungsort des Käufers. Für die Lieferung gilt die schon erwähnte 5-Tagesfrist bzw. die Möglichkeit einer Exekutionsandrohung nach Ablauf dieser Frist.

Für die Durchführung der

Lieferung

ist eine Sonderregelung kaum getroffen. Wir erwähnten schon, daß die technische Durchführung der Lieferung, soweit diese innerhalb eines Ortes erfolgt, von den üblichen Abrechnungsstellen, in Berlin als vom Kassenverein, übernommen wird. Zu einem Teil ist die Abwicklung noch dadurch vereinfacht, daß auch einige Freiverkehrswerte in den Effekten giro- bzw. Sammeldepotverkehr des Kassenvereins einbezogen sind. In erster Linie handelt es sich hier um Aktien, die früher amtlich gehandelt wurden, bis sie infolge einer Sanierung die Börsennotiz verloren. Da diese Aktien regelmäßig in der Zeit der amtlichen Notierung zum Sammeldepotverkehr zugelassen waren, ist also diese Regelung einfach

für den jetzigen Freiverkehrshandel übernommen worden. In Einzelfällen, so bei Aktien russischer Unternehmungen, u. a. der Russischen Bank für auswärtigen Handel, geht diese Zulassung von jetzigen Freiverkehrswerten noch auf die Vorkriegszeit zurück, in der diese damals viel umgesetzten Werte dem Effektengiroverkehr angeschlossen waren. Allerdings sind gerade diese Aktien formell noch immer amtlich zugelassen, was auf alle vor dem Krieg offiziell gehandelten russischen Werte zutrifft. Die tatsächliche Notiz selbst ist aber bei diesen Papieren seit 1914 eingestellt, so daß sich Umsätze nur noch im Freiverkehr entwickeln. Daneben sind aber in gewissem Umfange auch Freiverkehrswerte direkt in den Effektengiroverkehr einbezogen worden, u. a. hier vor allem Aktien, die — wie Wintershall — zwar in Berlin unnotiert sind, an anderen Börsenplätzen aber amtlich gehandelt werden. Das weitaus wichtigste Anwendungsgebiet stellt aber die Mitwirkung des Kassenvereins bei den Umsätzen in Reichsschuldbuchforderungen dar. Wie wir bereits in anderem Zusammenhang erwähnten, fällt dem Kassenverein hier sogar die Aufgabe zu, Reichsschuldbuchforderungen überhaupt durch Zwischenschaltung des Effektengiroverkehrs aus einer schwer realisierbaren Buchforderung zu einem umlaufsfähigen Börsenwert zu machen. Die Schuldbuchforderungen, die für den Börsenverkehr bestimmt sind, d. h. die also von dem ursprünglich Berechtigten durch Vermittlung der Börse oder einer Bankfirma zum Verkauf gelangen, werden hierbei auf den Namen des Kassenvereins umgeschrieben. Dieser fungiert nunmehr als Treuhänder in der Art, daß alle weiteren Umschreibungen nur noch innerhalb des Kassenvereins erfolgen und nicht mehr das Reichsschuldbuch berühren. So ist es möglich, auch über Reichsschuldbuchforderungen beim Kassenverein in der üblichen Weise, wie sonst über Werte, die dem Effektengiroverkehr angeschlossen sind, d. h. also vor allem durch Effektschecks zu verfügen.

In ähnlicher Weise hat man auch seit einigen Jahren versucht, die bisher bestehenden Schwierigkeiten in der Lieferung von noch nicht in Form der effektiven Stücke erschienenen jungen Aktien durch Zwischenschaltung des Kassenvereins zu beheben. Die Ausgabe besonderer Interimsscheine, auf die u. a. auch die Bestimmungen der einzelnen Gesetze abgestellt sind, hat sich kaum je eingebürgert. Die meisten Gesellschaften haben sofort versucht, effektive Stücke auszugeben. Anders als in den angelsächsischen Ländern, wo in der Regel die Stücke ganz kurze Zeit nach der Emission erscheinen, hat sich dieser technische Vorgang des Druckes von Mäntel und Bögen und Aushändigung an die Ersatzzeichner in Deutschland aber stets lange hinaus-

gezögert. Es sind Fälle bekannt, in denen dieser einfache Vorgang so lange dauerte, daß es erst energischer Bemühungen aller interessierten Kreise bedurfte, um eine Beschleunigung herbeizuführen. Bekanntlich hatte sich infolgedessen mehr und mehr der Brauch eingebürgert, an Stelle junger Aktien die von den Emissionsbanken ausgestellten Kassenquittungen anzunehmen und weiterzugeben. Über die juristische Natur dieser Kassenquittungen ist sehr viel debattiert worden. Offenbar sind sie keineswegs dazu geschaffen, um wirklich die noch nicht gedruckten Stücke zu ersetzen, sondern sie bedeuten in ihrer ursprünglichen Form nichts anderes als Bescheinigungen des betreffenden Emissionshauses über den ordnungsmäßigen Eingang der Aktieneinzahlung. Dem entspricht auch, daß die Kassenquittung auf den Namen einer bestimmten Bank lautet, nämlich der Firma, von der die Einzahlung vollzogen wird, ohne daß etwa eine Übertragung der Rechte in dem etwa für Orderpapiere usw. geltenden Sinne vorgesehen ist. Insofern bedeutet die Kassenquittung zunächst also lediglich eine Legitimation, dagegen kein Wertpapier. Entsprechend kann auch nicht die Kassenquittung selbst übertragen werden, wenn die auf sie entfallenden Wertpapiere verkauft sind, sondern nur die Forderung auf Aushändigung der Effekten, für die eine Aushändigung der Quittung noch nicht einmal Vorbedingung wäre. In diesem Sinne sehen die Kassenquittungsformulare vor, daß die Emissionsbanken zur Prüfung der Legitimation des Einreichers berechtigt sind, ohne daß aber eine dahingehende Verpflichtung besteht. In der bankjuristischen Literatur, so beispielsweise in einem Aufsatz über die Rechtsnatur der Kassenquittungen von Dr. Arwed Koch im „Bank-Archiv“ vom 15. Dezember 1924 werden die Kassenquittungen insofern als qualifizierte Legitimationspapiere bezeichnet, dagegen, wie schon erwähnt, nicht als Wertpapiere.

Um Streitigkeiten auszuschließen, werden daher Kassenquittungen schon seit längerer Zeit nur noch mit dem Vermerk „nicht übertragbar“ ausgegeben. Will die Bank, die ursprünglich die Einzahlung auf junge Aktien geleistet hat, ihr Lieferungsrecht an eine dritte Stelle abtreten, so muß sie also die Umschreibung der Kassenquittung auf den Neuerwerber beantragen, dagegen ist sie nicht imstande, einfach die Kassenquittung, so wie sie bei ihr vorhanden ist, weiterzuliefern. *Ebenso ist es juristisch nicht haltbar, wenn sie etwa, wie es besonders in der Inflationszeit vielfach geschehen ist, von sich aus eine eigene Bescheinigung oder Kassenquittung ausstellt, die sie dann der erwerbenden Firma weiterliefert. Zur Annahme derartiger Bescheinigungen unbefugter Stellen, d. h. aller Firmen, die nicht selbst Emissionshaus sind, ist eine andere*

Bank nicht verpflichtet bzw. sie würde sich sogar ihrem Kunden gegenüber durch Annahme einer derartigen Urkunde an Stelle einer wirklich lieferfähigen Kassenquittung haftbar machen können.

Die Bestrebungen der Banken gingen daher sehr bald dahin, die Mißbräuche im Verkehr mit Kassenquittungen auszuschalten, gleichzeitig aber darauf hinzuwirken, daß der Druck von Stücken tunlichst beschleunigt würde, um so den Umlauf der Kassenquittungen überhaupt einzuschränken. 1924 wurde infolgedessen von der Berliner Stempelvereinigung beschlossen, Kassenquittungen nur noch mit einem einheitlichen Wortlaut auszugeben, nämlich als tatsächliche Quittung über den Empfang eines bestimmten Markbetrages als Aktieneinzahlung mit dem Vermerk, daß die Übertragung dieser Quittung ausgeschlossen würde. Auch diese Kassenquittungen sind aber nur lieferbar, wenn sie die ausdrückliche Verpflichtung des Emissionshauses enthalten, innerhalb von 2 Monaten seit der Generalversammlung, in der die Aktiengabe beschlossen wurde, den Umtausch in endgültige Stücke vorzunehmen. Nach Ablauf dieser Frist hören die Kassenquittungen überhaupt auf, lieferfähig zu sein.

Die Einschaltung des Kassenvereins in diesen Mechanismus geschah nun durch die Bildung besonderer „Jungscheinkonten“. Ein derartiges Konto wird gebildet, indem die Zahlung des Zeichnungspreises zugunsten der Emissionsbank mit der Maßgabe geschieht, den Anspruch auf spätere Lieferung von Stücken der einzahlenden Firma beim Kassenverein auf diesem neu zu errichtenden Konto gutzuschreiben. In dieser Weise vereinigt das Jungscheinkonto für eine Aktie die späteren Lieferungsansprüche der dem Kassenverein angeschlossenen Firmen, soweit diese bei der Einzahlung entsprechende Wünsche geltend gemacht haben. Der Kassenverein kann demnach Jungscheinkonten genau so wie die entsprechenden Konten für lieferfähige Aktien führen. Für die einzelne Mitgliedsfirma ergibt sich demnach die außerordentliche Erleichterung, über ihre Forderung auf künftige Lieferung von Stücken ebenso verfügen zu können, wie es bisher nur bei lieferfähigen Aktien möglich war, nämlich wieder durch die üblichen Effektschecks. Besonders vereinfacht hat sich dadurch auch der Vorgang bei Verfügung über Teilbeträge der Gesamtforderung, die bei Ausstellung von Kassenquittungen nur durch Spaltung, d. h. Antrag auf Umschreibung von Teilbeträgen durch das Emissionshaus erfolgen konnte. Man kann infolgedessen auch die Erfahrung machen, daß die Gutschrift auf Jungscheinkonto für den Handel mit noch nicht erschienenen Aktien innerhalb des Platzes mehr und mehr an Bedeutung gewinnt. Soweit es sich bei Freiverkehrswerten um Na-

mensaktien handelt, spielt naturgemäß auch die Frage der

Umschreibung

eine gewisse Rolle. Von Bedeutung ist diese Umschreibung nicht nur für Versicherungsaktien, die ja ganz regelmäßig auf den Namen lauten, sondern auch für alle noch nicht voll gezahlten Aktien überhaupt, die nach dem Handelsgesetzbuch nicht auf den Inhaber lauten dürfen. Die Regelung geht hier dahin, daß der Käufer die Umschreibung innerhalb einer Woche nach erfolgter Lieferung bei der Gesellschaft beantragen kann. Erfolgt diese dann nicht innerhalb 2 Monaten, so kann aber der Verkäufer vom Käufer Sicherheitsleistung wegen einer etwa noch fehlenden Einzahlung verlangen. *Im übrigen bleiben Geschäfte in Aktien, deren Übertragung von einer Genehmigung der Gesellschaft abhängig ist, beim Fehlen einer anderweitigen Vereinbarung auch wirksam, wenn die Genehmigung verweigert wird. Der Verkäufer ist jedoch in diesem Fall, wenn er über die Aktie anderweitig zu verfügen in der Lage ist, dazu verpflichtet, dies nach Weisung und für Rechnung des Käufers, freilich gegen Erstattung etwaiger Kosten, zu tun.*

Das Kundengeschäft in Freiverkehrswerten.

Den Besonderheiten, die wir bisher bei der Abwicklung von Freiverkehrsgeschäften zwischen Bankiers festgestellt haben, entspricht auch die Gestaltung des Handels zwischen Bankier und Kundschaft. Hier treten vielleicht die Unterschiede gegenüber der Regelung für das Geschäft in amtlich notierten Wertpapieren besonders deutlich in Erscheinung. Während der Bankier alle Aufträge der Kundschaft zum An- und Verkauf von Wertpapieren als Kommissionär auszuführen pflegt, tritt er bei dem Freiverkehrsgeschäft dem Kunden grundsätzlich als Eigenhändler entgegen. Im Rechtssinne nimmt er also Aufträge seiner Kunden für unnotierte Werte überhaupt nicht an, sondern handelt nur mit ihnen Freiverkehrswerte zu festen Kursen.

Dahingehende Bestimmungen finden sich in der Regel schon in den Geschäftsbedingungen; die Musterbedingungen, die vom Zentralverband zusammengestellt werden, sehen z. B. — freilich unter der Rubrik „Kommissionsaufträge“ — vor, daß die Bank sich bei unnotierten Werten, ohne Rücksicht auf den Wortlaut der beim Geschäftsabschluß gebrauchten Erklärungen, das

Recht der Nettoaufgabe

vorbehalte, und zwar mit der Wirkung, daß solche Abschlüsse als Eigengeschäfte gelten. Ebenso spricht das im Kundengeschäft mit unnotierten Werten übliche Formular, das wir zum Abdruck bringen, nicht von Kauf- bzw. Verkaufsaufträgen, sondern von einem Angebot des Käufers oder

Verkäufers zu Abschlüssen, das von der Bank angenommen werden kann.

Für amtlich nicht notierte Werte.

An das

Bankhaus X. Y.

in Z.

Ich bin Käufer und biete.. Ihnen daher auf
Wir sind Verkäufer Wertpapiergattung an
Nennwert Kurs

Diese Kauf- Angebote sind verbindlich für mich
Verkauf- uns
und gültig bis

Auf die vorstehenden ohne Kursbegrenzung oder bestens gegebenen Anerbieten wollen Sie den Kurs nach billigem Ermessen (§ 315 BGB.) bestimmen.

Ich erkläre.. mich auch mit einer teilweisen Annahme
Wir uns
der vorstehenden Anerbieten einverstanden. Ferner erkläre ich mich ausdrücklich damit einverstanden, daß mir an Stelle der Übersendung eines Stückverzeichnis, sofern ein solches ausdrücklich von mir verlangt werden sollte, die Stücke selbst herausgegeben werden oder der Herausgabeanspruch an eine zur Verwahrung der Stücke bestimmte dritte Stelle abgetreten wird.

Unterschrift:

Wohnort:

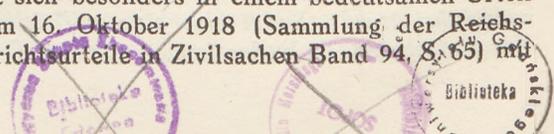
Straße:

was er aus der Geschäftsbesorgung erlangt, verpflichtet ist (§ 384 HGB.). Außerdem wäre ohne Selbsteintritt vielleicht auch die Möglichkeit einer Kompensation von Orders usw. ausgeschaltet. Kommission mit Selbsteintritt sieht aber nach dem Wortlaut des schon erwähnten § 400 HGB. vor, daß die Kommission — wenn es sich überhaupt um Effekten handelt — zunächst nur Wertpapiere betrifft, bei denen ein Börsen- oder Marktpreis amtlich festgestellt wird. Die Bestimmung ist demnach auf Abschlüsse in unnotierten Werten nicht ohne weiteres anwendbar, nämlich nach der herrschenden Auffassung nur im Falle ausdrücklicher Vereinbarung. Unabhängig hiervon würden aber auch die im Falle des Selbsteintritts bestehenden Verpflichtungen zur Rechenschaftslegung, insbesondere über Innehaltung des zur Zeit der Ausführung festgestellten Börsenpreises, beim Freiverkehrshandel recht schwer zu erfüllen sein. Auch sonst hat die von uns bereits erwähnte Tatsache, daß im Freiverkehr der Handel nur mit größeren Spesen, vor allem aber mit weit höheren Kursspannen möglich zu werden pflegt, eine gewisse Sonderstellung zur Folge. Selbstverständlich wird man neben Aufzählung dieser berechtigten Gründe auch den Wunsch mancher Bankiers nicht vergessen dürfen, durch Formulierung als Eigengeschäft Gewinne in Form von Kursschnitten über die Höhe der regulären Provision hinaus zu erlangen, der allein aber keineswegs als Beweggrund genannt werden kann.

Der Grund für diese Formulierung, die offenbar nicht dem Sinne des Geschäftes entspricht, da es ja in der Regel eben die Durchführung eines Kundenauftrags und nicht Annahme eines Abschlußangebots bedeuten soll, liegt in der juristischen Eigenart des Freiverkehrshandels begründet. Wir haben gelegentlich in früheren Plutus-Briefen auseinandergesetzt, daß der Bankier Börsenaufträge nicht als Kommissionär in der sonst im Warenhandel üblichen Weise durchzuführen pflegt, sondern unter Benutzung des besonderen Rechtes, im Wege des Selbsteintritts zum Kurse des Tages abzurechnen, ohne Rücksicht darauf, ob das Gegengeschäft wirklich zu diesem Preise stattgefunden hat. Dieser Selbsteintritt (§ 400 HGB.) macht sich schon deswegen erforderlich, weil sonst der Bankier im Falle eines Versehens, das ja im Börsenverkehr besonders häufig ist, Vorteile durch falsche Ausführung des Auftrags dem Kunden herausgeben müßte, während er für Nachteile allein haftete, da der gewöhnliche Kommissionär zur Ausführung der Order nach den ihm erteilten Weisungen, aber mit der Verpflichtung zur Herausgabe dessen,

Der Durchführung dieser Abschlüsse als Eigengeschäfte stellt sich vor allem aber die Schwierigkeit entgegen, daß an sich hierzu die sofortige Vereinbarung eines festen Preises gehört, während bei den üblichen Freiverkehrsgeschäften eine Ausführung zum Börsenkurs erfolgen soll. Man hilft sich hier, indem man, wie unser Formular zeigt, die Bestimmung des Kurses der Bank nach billigem Ermessen überläßt, was nach § 315 BGB. den Abschluß eines Vertrages bei vorheriger Vereinbarung dieses Weges herbeiführen kann. In diesem Falle ist die Festsetzung freilich nur verbindlich, wenn sie wirklich der Billigkeit entspricht, d. h. in unserem Fall wohl, wenn sie den Marktpreisen gleicht oder von ihnen wenigstens nicht wesentlich abweicht. „Kursschnitte“, die über eine vertretbare Bemessung von Spesen und Provision hinausgehen, erfüllen dieses Erfordernis nicht; kann die Billigkeit des Preises nicht nachgewiesen werden, so ist die Festsetzung durch Urteil vorzunehmen.

Weiterhin ist aber in jedem Falle die Anerkennung dieser Abschlüsse als Eigengeschäfte rechtlich zweifelhaft. Das Reichsgericht hat sich besonders in einem bedeutsamen Urteil vom 16. Oktober 1918 (Sammlung der Reichsgerichtsurteile in Zivilsachen Band 94, S. 65) mit



diesem Problem beschäftigt. Allerdings lag hier der Tatbestand insofern anders, als sich gerade der Kunde auf die Vereinbarung eines Eigengeschäftes (Propergeschäftes) berief, während die Bank auf den kommissionsähnlichen Charakter des Abschlusses verwies. Die Bank hatte hier, auf Grund falscher Kursübermittlung, zu einem bei weitem zu niedrigen Preise den Verkauf an den Kunden vorgenommen, diesen Vertrag aber wegen Irrtums angefochten. Der Kunde lehnte dies ab, da es sich nur um den grundsätzlich unerheblichen Fall eines Irrtums im Beweggrund, dagegen nicht über das Wesen des Vertrages selbst handele. Das Reichsgericht hat hier zunächst darauf hingewiesen, daß doch mehr als ein Irrtum im Motiv in Frage komme, nämlich ein Irrtum über die gesamten Grundlagen der Erklärung, die mit zum Inhalt dieser Erklärung werden, so daß also Anfechtung zulässig sein müsse.

Für unsere speziellen Fragen ist wichtig, daß gleichzeitig das Reichsgericht aber in dem gesamten Geschäft, trotzdem es in der üblichen Weise als Eigengeschäft aufgesogen war, lediglich eine Kommission sah. Es stellt fest, daß der Inhalt des Geschäftes darin bestehe, die Bank solle „sich bemühen, möglichst billig zu kaufen“, wobei übrigens, infolge einer Limitierung, die festgesetzte Grenze nicht überschritten werden durfte. Diese Bemühung sei aber mit dem Wesen eines Kaufvertrages nicht vereinbar, bei dem ein objektiv bestimmbarer, wenn auch nicht in festen Beträgen ausgedrückter Preis Voraussetzung sei. Auch die Verweisung auf eine Bestimmung des Kaufpreises durch die Bank nach billigem Ermessen ändere an dieser Rechtsnatur des Geschäftes nichts.

Die Feststellungen dieses Urteils sind freilich, gerade soweit sie sich auf die Ausführungen über das Wesen des Freiverkehrsgeschäftes beziehen, von der Bankwelt stets abgelehnt worden. Es ist auch noch nicht zu übersehen, wie sich das Reichsgericht gegebenenfalls zu diesem Problem stellen würde, wenn umgekehrt der Charakter des Abschlusses als eines Eigengeschäftes von Kunden bestritten würde, etwa weil die Bank das Deckungsgeschäft zu wesentlich anderen Kursen vorgenommen hat. *Jedenfalls wird man aber auch bei diesem Eigengeschäft sich stets bewußt sein müssen, daß es sich — unabhängig von der Rechtsform — um die Durchführung einer Transaktion handelt, für die genau wie bei allen anderen Ausführungen der Bankier als Vertrauensmann des Kunden fungiert und dementsprechend auch für Innehaltung des Vertrauensverhältnisses aufzukommen hat. Wie schon bei der Erörterung des § 315 BGB., also der beim Eigengeschäft üblichen Preisbestimmung durch die Bank selbst, ausgeführt wurde, findet also eine willkürliche Kursfestsetzung, d. h. der immer noch im Frei-*

verkehr vielfach übliche Kursschnitt in der juristischen Natur des Geschäftes keinerlei Stütze.

Einer Erwähnung bedarf noch die Sonderregelung, die bei unnotierten Werten das Problem eines

Widerrufs von Kauf- oder Verkaufsgeboten

gefunden hat. Nach den Centralverbandsausancen, die nach dem Wortlaut der allgemeinen Geschäftsbedingungen aller Banken auch für den Abschluß mit dem Kunden maßgebend sind, braucht hier der Bankier einen Widerruf des ihm gemachten Kauf- oder Verkaufsangebotes nicht ohne weiteres gegen sich gelten zu lassen, nämlich dann nicht, wenn er sich selbst schon auf Grund des Antrags Dritten gegenüber gebunden hat. Dies erscheint nötig, weil ja der Abschluß von Freiverkehrsgeschäften, wie wir sahen, vielfach nur möglich ist, wenn auch der Bankier der Vermittlungsfirma für einige Zeit ein Festgebot macht, das diese benutzt, um den eigentlichen Interessenten den Aktienbetrag „an Hand zu geben“. Im übrigen enthalten die Formulare für Freiverkehrsgeschäfte regelmäßig Vermerke über den Termin, bis zu dem das Gebot des Kunden gültig sein soll; wäre dies nicht der Fall, so erlischt der Antrag, wenn er nicht unverzüglich — d. h. bei Anwesenheit beider Parteien — sofort, sonst bis zum Termin des regelmäßigen Eintreffens einer Antwort — angenommen wird (§§ 146 ff. BGB.).

Widerruft nun der Kunde innerhalb der Frist, obwohl er an sich bis zu ihrem Ablauf gebunden ist, so berührt dies also den Bankier, der seinerseits Festangebote gemacht hat, nicht. Wohl aber hat der Bankier die Verpflichtung, seinerseits unverzüglich den Widerruf des von ihm gemachten festen Angebots zu versuchen. Wenn er von diesem nicht mehr Befreiung erlangen kann, hat er schließlich den Kunden „auf dem schnellsten Wege“ zu benachrichtigen. Ob der Antrag bereits angenommen ist oder welche Frist — in Frage kommt nur eine angemessene, also nicht etwa eine unangebrachte lange Zeit — noch für eine Erklärung vorbehalten bleiben muß. Nur bei Beachtung dieser Formalitäten wird er also von der Befolgung des Widerrufs frei.

Die

Abrechnung

erfolgt für den Kunden, dem Wesen des Eigengeschäftes entsprechend, unter Nettoaufgabe, d. h. es wird lediglich der vereinbarte Kurs ohne Zuschlag bzw. beim Verkauf des Kunden ohne Abzug von Prämien, Courtage oder anderen Spesen berücksichtigt; diese Kosten werden durch die vom Bankier gewählte Kursspanne gedeckt, die aber, wie wir mehrfach betonten, keineswegs eine unangemessene Höhe

erreichen darf. Eine Ausnahme von dieser Regelung bildet jedoch die Berücksichtigung der Börsenumsatzsteuer. Nach den Centralverbandsusancen ist bei Eigengeschäften von Banken mit Nichtbankiers von diesem der volle Schlußnotenstempel zu tragen, der also bei Bemessung des Kurses nicht in Betracht zu ziehen ist.

Wir haben bereits an verschiedenen Stellen erwähnt, daß vielfach, besonders in der Inflationszeit, nicht gar so selten aber auch in den seither verflorenen Jahren, gerade im Kundengeschäft gegen Sinn und Wortlaut dieser Bestimmungen

verstoßen worden ist. Die Berechnung unangemessener Kursdifferenzen, also die beliebten „Kursschnitte“, stehen hier ja in der ersten Linie. Diese Vorgänge haben aber bereits weitgehend dazu geführt, das Geschäft in unnotierten Werten noch stärker einzuengen, als es der allgemeinen Schrumpfung der Börsenumsätze entspricht. Im eigenen Interesse aller Banken wird man daher aus dieser Entwicklung die Lehre ziehen müssen, daß nur eine pflegliche Behandlung auch des Freiverkehrshandels das Mißtrauen weiter Publikumskreise beseitigen und damit dem Markt wieder eine normale Bedeutung zurückgeben kann.

Die Werte des Freiverkehrs.

Wenn man versucht, kurz die einzelnen Werte oder wenigstens Gruppen von Werten zu schildern, die im Freiverkehr gehandelt werden, so wird man zunächst naturgemäß feststellen müssen, daß hier, wie im Börsenverkehr überhaupt, eine außerordentliche Vielgestaltigkeit der Erscheinungsformen besteht. Man braucht sich hierzu nur bewußt zu werden, daß die Unternehmungen, deren Aktien an den Börsen amtlich notiert werden, nur einen ganz geringen Ausschritt aus der Gesamtzahl von deutschen Aktiengesellschaften darstellen. An der Berliner Börse, dem quantitativ und qualitativ weitaus wichtigsten Markte, werden beispielsweise nur rund 800 Aktien notiert gegenüber einer Zahl von vielleicht 10 000 Aktiengesellschaften überhaupt. Günstiger ist allerdings schon das Verhältnis der Aktienkapitalien, da naturgemäß gerade die Gesellschaften, deren Emissionen börsenfähig sind, die größeren Kapitalziffern aufweisen. Immerhin umfassen auch die in Berlin notierten Aktien nur einen Betrag von etwa 10,9 Milliarden RM bei ungefähr 24 Milliarden Aktienkapital aller in Deutschland bestehenden Aktiengesellschaften. Wenn man diese Ziffern durch Berücksichtigung der anderen Börsen des Reichs vervollständigt, so wird man doch im ganzen numerisch nur einen kleinen Anteil an der Zahl aller Gesellschaften und der Höhe des Kapitals nach vielleicht etwas mehr als die Hälfte des Gesamtbetrages feststellen können. Die Aktien aller anderen Gesellschaften, also von etwa $\frac{3}{4}$ der in Deutschland bestehenden Aktienunternehmungen überhaupt mit nicht ganz der Hälfte des Gesamtkapitals entfallen damit auf den Freiverkehrshandel.

Selbstverständlich ist diese Feststellung aber in gewisser Hinsicht gegenstandslos, weil in dem tatsächlichen Freiverkehrshandel auch nicht annähernd die Aktienumsätze stattfinden, die nach

dieser schematischen Errechnung erwartet werden könnten. Es genügt darauf hinzuweisen, daß sich unter den zahllosen Gesellschaften, deren Aktien an keiner Börse eingeführt sind, in größtem Umfange Familienunternehmungen oder auch kleine Spezialgesellschaften u. a. für Besitz einzelner Häuser usw. finden, deren Aktien überhaupt niemals oder jedenfalls nur in persönlichem Konnex, ohne Hinzuziehung eines Marktes, den Besitzer wechseln. Ebenso gehören dahin die zahlreichen Schachtel- und Tochtergesellschaften großer Konzerne, die vielfach nur formell selbständige Aktiengesellschaften darstellen, während sie in Wahrheit lediglich Abteilungen der Muttergesellschaft bilden. Auch bei diesen Gesellschaften bleiben die Besitzverhältnisse in der Regel völlig unverändert, d. h. die Muttergesellschaft wird ihren meist 100%igen Anteil normalerweise niemals aufgeben oder gegebenenfalls höchstens bei direkten Transaktionen mit anderen Betrieben ohne Inanspruchnahme des Freiverkehrshandels verändern.

Trotzdem verbleibt naturgemäß für den tatsächlichen Freiverkehrshandel noch ein sehr umfangreiches Gebiet und eine große Anzahl von Werten, die ziemlich regelmäßig umgesetzt werden. Am besten geht dies daraus hervor, daß die von uns in anderem Zusammenhang erwähnten Preislisten für den Freiverkehrshandel vielfach mehrere eng bedruckte Seiten füllen und daß trotzdem im Bankverkehr fast täglich Fälle zu verzeichnen sind, in denen auch diese Listen nicht alle in Frage kommenden Handelsaktien umfassen. Diese Werte im einzelnen oder auch nur in größeren Gruppen schildern zu wollen, wäre also schlechterdings unmöglich.

Ebenso werden wir nicht weiter auf den Handel eingehen können, der sich gelegentlich in Anteilen an Gesellschaften m. b. H. und anderen nicht in Form von Aktiengesellschaften betriebenen Unternehmungen abspielt, wobei nur auf den von uns schon früher erwähnten Fall eines Han-

dels in Reederei- und Fischereiparten hingewiesen sei. Mehr noch als bei Umsätzen in den nicht regelmäßig an Freiverkehrsmärkten an der Börse gehandelten Aktien handelt es sich hier um Gelegenheitsgeschäfte, die vielleicht einmal von einer Bank vermittelt werden, in der Hauptsache aber doch nicht als üblicher Freiverkehrshandel angesprochen werden können.

So verbleibt für unsere Betrachtungen in erster Linie nur eine kurze Schilderung der Werte, die regelmäßig an den Freiverkehrsmärkten der Börsen umgesetzt werden oder, wenn wir die Berliner Verhältnisse zum Maßstab nehmen, ausdrücklich in das Tätigkeitsgebiet eines derartigen Freiverkehrsausschusses einbezogen sind. Auch hier werden wir in gewissem Umfange noch Einschränkungen machen müssen. Nur bedingt sind nämlich all die Werte als eigentliche Freiverkehrspapiere zu bezeichnen, die zwar in dieser Weise an einer Börse in den Freiverkehrsmarkt einbezogen sind, die aber vielleicht an einem anderen Platz offiziell notiert werden und infolgedessen ebensogut als amtlich zugelassene Papiere gelten können. Insbesondere trifft dies für den Berliner Platz zu, an dem sich, eben wegen der Vormachtstellung der Berliner Börse, vielfach Freiverkehrsumsätze in den nur an kleineren Börsen amtlich notierten Werten entwickelt haben. Das bezeichnendste Beispiel ist hier etwa der Berliner Freiverkehrshandel in Aktien der mit 200 Millionen RM Kapital arbeitenden Wintershall-A.G., die an sich in Düsseldorf und Essen amtlich zugelassen sind und hier sogar im Terminverkehr umgesetzt werden; dagegen hat sich auch außerhalb Berlins ein Freiverkehr in diesem Wert noch in Frankfurt a. M. und Hannover entwickelt. Mit der Zeit hat sich jedoch hier die Tatsache herausgebildet, daß die Freiverkehrsumsätze in Berlin vielfach größer und damit für die Kursentwicklung entscheidender sind, als der offizielle Handel an den Plätzen, an denen die Aktien amtlich zugelassen sind. Man wird daher auch derartige Aktien letzten Endes als Freiverkehrswerte ansehen dürfen.

Die Berliner Freiverkehrsmärkte.

Wenn wir nunmehr zunächst die Werte des Berliner Freiverkehrshandels betrachten wollen, so werden wir jedoch gewisse Gruppen feststellen können, die auch in den üblichen Kursangaben der Börsenblätter unterschieden werden. Eine Sondergruppe bilden hier beispielsweise

Kaliwerte,

deren Bedeutung für die Gesamtbörse um so größer ist, als von sämtlichen deutschen Kaliaktien amtlich in Berlin nur die Emissionen des Salzdetfurth-Konzerns (Salzdetfurth, Westeregeln und Aschersleben) sowie die Kali-Chemie-Aktien (früher Friedrichshall) notiert werden. Auf den Frei-

verkehr entfallen damit außer den schon erwähnten Wintershall-Aktien auch die Aktien der großen Burbach-A.G. (Kapital 125 Millionen RM) und fernerhin Adler-Kali, Hannoversche Kali und Hallesche Salz-Aktien. Es handelt sich also um die Aktien außerordentlich wichtiger Unternehmungen. Größere Umsätze entwickeln sich freilich nur in der Regel in Wintershall- und Burbach-Aktien; in diesen Werten steht aber der Handel dem in größeren Werten der amtlichen Märkte keineswegs nach und ist vielfach dem Geschäftsumfang des Berliner Terminverkehrs zu vergleichen. In Zeiten größerer Umsätze sind hier auch verschiedentlich Umsätze auf Termin erfolgt, in Wintershall naturgemäß schon im Anschluß an das Zeitgeschäft der Essen-Düsseldorfer Börse. Ebenso finden wohl gelegentlich auch Prämien geschäfte statt.

Von größerer Bedeutung waren für den Berliner Markt auch früher die Umsätze in

Film-Aktien.

Heute ist die Bedeutung dieses Marktgebietes aber stärker zurückgegangen, zumal eine ganze Reihe von Werten durch Zusammenbruch oder wenigstens Sanierung des Unternehmens oder aus ähnlichen Gründen aus dem Tätigkeitsbereich des Berliner Ausschusses ausschieden. Heute kommen lediglich noch 3 Filmunternehmungen in Frage, nämlich National-, Terra- und Ufa-Film. Von ihnen beansprucht die Ufa kapital- und standardmäßig fraglos die größte Bedeutung. Abgesehen von den Aktien werden hier auch noch die 10%igen Schuldverschreibungen des Unternehmens im Freiverkehr gehandelt, die ursprünglich in Aktien umgewandelt werden konnten, was aber bei der ungünstigen Entwicklung des Unternehmens und damit auch der Aktien nicht in nennenswertem Umfange geschehen ist. Auch in Ufa-Aktien sind die Umsätze aber in den letzten Jahren wesentlich zurückgegangen, seitdem der weitaus größte Teil des Kapitals sich in festen Händen befindet, darunter die Majorität bekanntlich beim Hugenberg-Konzern und ein großes Paket weiterhin bei der Deutschen Bank. Der Kursstand der Aktien von — Mitte Januar 1931 — etwa 90%, der mit der langjährigen Dividendenlosigkeit des Betriebes in gewissem Gegensatz steht, ist wohl ebenfalls auf dieses Vorhandensein fester großer Pakete zurückzuführen. In National- und Terra-Filmaktien sind die Umsätze in der Regel noch viel unbedeutender. So kommt insbesondere für Terra-Aktien mitunter längere Zeit hindurch ein Abschluß überhaupt kaum zustande, nachdem auch hier der größte Teil des Kapitals seit langem in geschlossenen Paketen vereinigt ist, die freilich zuletzt mehrfach im ganzen den Besitzer gewechselt haben.

Als Sondergruppe bezeichnet man zumeist auch die im Berliner Freiverkehr gehandelten

Automobilwerte,

und zwar Adlerwerke, Deutsche Lastauto, Hansa Lloyd, Neckarsulmer sowie Stoewerwerke-Aktien. Der Rückgang des Interesses für diese Werte hängt eng mit der schlechten Lage der Automobilunternehmungen in Deutschland überhaupt zusammen. Allerdings ist gerade hierdurch auch die Einführung der meisten Werte in den Freiverkehr herbeigeführt worden, da es sich hier um früher amtlich notierte Aktien von Unternehmungen handelt, die zu Sanierungen schritten und so die Börsennotiz für ihre Emissionen verloren. Die Freiverkehrsumsätze in Automobilwerten sind im ganzen heute recht bescheiden. Für die Lage des Marktes ist bezeichnend, daß 2 von den 5 in Frage kommenden Werten, nämlich Deutsche Lastauto- und Stoewerwerke-Aktien, mit weniger als 10% des Nominalwertes im Handel sind.

Eine wichtige Sondergruppe stellen weiterhin die

Kolonialwerte

des Marktes dar. Von den 6 Aktien, die hier zusammengefaßt sind, werden 3, nämlich Diamond Stamm- und Vorzugsaktien sowie Salitrera-Anteile in Reichsmark pro Stück statt in Prozenten gehandelt, weil es sich hier um Aktien von Unternehmungen handelt, die in englischen Pfunden bilanzieren. Der Sitz beider Gesellschaften befindet sich im Ausland, d. h. bei Diamond in dem südwestafrikanischen Mandatsgebiet, also dem früheren deutschen Schutzgebiet Südwestafrika, mit Verwaltungsniederlassung in London, die Salitrera-Gesellschaft domiziliert in Chile. Im übrigen wollen wir uns in diesem Zusammenhang auf den kurzen Hinweis auf den Kolonialwertemarkt beschränken, da uns dieses Gebiet noch einmal bei Besprechung des Hamburger Handels in Kolonialwerten beschäftigen soll.

In der Regel werden für den Freiverkehrshandel auch die ausländischen Werte mit Ausnahme der schon genannten ausländischen Bergwerksunternehmungen in den Kolonien zu einer Sondergruppe zusammengefaßt. Hier kommen besonders

ausländische Tochtergesellschaften deutscher Unternehmen

in Frage, wie sie von der I.G. Farbenindustrie und den Kunstseidegesellschaften begründet worden sind. So hat sich ziemlich schnell ein Freiverkehrshandel in Aktien und Vorzugsaktien der American Bemberg und der American Glanzstoff Co. entwickelt, deren Hauptmarkt in Amerika selbst liegt. Freiverkehrsumsätze finden fernerhin in American Enka statt, d. h. in den Aktien der Tochtergesellschaft des holländischen Konzerns, der seit längerer Zeit mit Glanzstoff zur Aku verbunden ist. Damit bilden also alle amerikanischen Gesellschaften,

deren Aktien wir erwähnt haben, Tochterunternehmungen der nunmehrigen Aku-Bemberg-Gruppe. Entsprechend der ungünstigen Entwicklung, die ja die Kunstseideindustrie in den letzten Jahren infolge der übersteigerten Produktionserhöhung und der damit zusammenhängenden Überkonkurrenz genommen hat, hat auch die Kursentwicklung dieser amerikanischen Kunstseideaktien zu den stärksten Enttäuschungen geführt. Die Kurse bewegen sich jedenfalls schon lange auf einem außerordentlichen Tiefstand.

Bei der Agfa-Ansco Corporation, deren Aktien ebenfalls im Freiverkehr gehandelt werden, handelt es sich um die von der I.G. Farbenindustrie im Jahre 1928 in Amerika gegründete Gesellschaft, die dort ungefähr das Geschäft der früheren deutschen Agfa, d. h. Produktion und Vertrieb von photographischen Artikeln betreibt; immerhin stellt sie den zweitgrößten Betrieb dieser Art in den Vereinigten Staaten dar. Die Kontrolle über die Gesellschaft liegt seit 1929 bei der American I.G. Chemical Corporation, an der wieder die eigentliche Auslands-Holdinggesellschaft der I.G., nämlich die Basler I.G. Chemie (Internationale Gesellschaft für Chemische Unternehmungen AG.) maßgeblich beteiligt ist. Im Freiverkehr sind die Umsätze in Agfa-Ansco seit längerer Zeit sehr klein geworden.

Von ausländischen Werten sind ferner die

Aktien russischer Unternehmungen

zu nennen. In Betracht kommen lediglich die in der Vorkriegszeit ausgegebenen Aktien dreier russischer Gesellschaften, nämlich der Petersburger Internationalen Bank, der Russischen Bank für auswärtigen Handel (Russensbank) und der Russischen AEG., dagegen natürlich nicht Anteile an sowjetrussischen Betrieben, die ja sämtlich nicht kapitalistisch organisiert sind. Infolge der vollständigen Umwälzung des russischen Wirtschaftssystems besteht irgendeine Basis für die Bewertung dieser russischen Aktien nicht, da von nennenswerten Beträgen, die außerhalb Rußlands gerettet werden konnten, kaum zu reden ist. Immerhin werden die Bankaktien mit etwa $\frac{1}{2}$ und 1% noch wesentlich besser bewertet, als die Russischen AEG.-Aktien, die gegenwärtig etwa mit 0,075% umgesetzt werden.

Möglicherweise wird einmal die Frage dieser russischen Vorkriegsaktien im Zusammenhang mit einer Regelung des gesamten russischen Vorkriegsschuldenproblems geklärt werden können. Insofern hängen alle diese Fragen also eng mit der Behandlung der

russischen Vorkriegsanleihen

zusammen, die ebenfalls im Freiverkehr, und zwar mit etwa 0,2 bis — bei den früheren Eisenbahnprioritäten — etwa 0,45% im Handel sind.

Gelegentlich sind die Umsätze in diesen Prioritäten sogar wieder recht ansehnlich gewesen, nämlich im Zusammenhang mit der internationalen Hausse in russischen Werten, die vor einigen Jahren wegen der russisch-französischen Anleiheverhandlungen und den damit in Verbindung stehenden Schuldenregelungsbesprechungen entstand. Man darf ja auch nicht vergessen, daß gerade auch das Geschäft in russischen Werten vor dem Kriege gerade in Deutschland einen sehr großen Umfang besaß und daß noch erhebliche Beträge im Besitz des Publikums sind. Infolge der wahnsinnigen Entwertung dieses Besitzes ist das Interesse des Publikums aber immer stärker zurückgegangen, zumal das gegenwärtige Kursniveau bei Posten von einigen tausend Mark nicht einmal mehr die Verkaufsspesen lohnt.

Zu erwähnen sind weiterhin die im Freiverkehr gehandelten Vorkriegsanleihen anderer Länder, wie insbesondere die serbischen Anleihen und ferner die sogenannten „Schroderstücke“, d. h. die der englischen Emission gleichgestellten Beträge der Rumänischen Anleihe von 1913. Wir werden uns hier jedoch auf einen Hinweis auf frühere Ausführungen in dem Plutus-Brief über „Notleidende Anleihen“ (vom Mai 1928) beschränken können. Als Auslandswerte sind schließlich noch für den Freiverkehr einige Emissionen internationaler Konzerne wichtig, die in der letzten Zeit stärker dem deutschen Wirtschaftsleben verbunden sind. Hierher gehören von Aktien die Kreuger & Toll-Anteile, die im Gegensatz zu den Schuldverschreibungen des Unternehmens oder zu Svenska-Aktien nicht amtlich eingeführt worden sind. Auch im Freiverkehr sind die Umsätze aber recht gering. Regelmäßige Umsätze entwickeln sich dagegen seit langem in den in RM pro Stück gehandelten 6%igen Chade-Obligationen, und zwar getrennt nach Stücken argentinischer sowie spanischer Währung, von denen die „Argentinier“ auf je 225 Papierpesos, die „Spanier“ auf je 500 Pesetas lauten. Auch die Aktien der Chade werden bekanntlich amtlich notiert.

Zu diesen Sondergruppen, die aber immerhin fast die Hälfte aller Berliner Freiverkehrswerte erfassen, treten nun die Emissionen aller übrigen Gesellschaften, deren Tätigkeitsgebiet sich auf eine große Zahl von Gewerben verteilt. Zum großen Teil, so etwa bei Bing, Faber, Linke-Hoffmann, Scheidemandel und Terra-Samen-Aktien kommen hier

zusammengelegte Aktien

in Frage, die erst infolge der Sanierung des Unternehmens aus dem amtlichen Börsenverkehr ausschieden. Inwieweit diese Werte wieder den Freiverkehrsmarkt verlassen, d. h. die amtliche Zulassung zurückgewinnen werden, hängt wohl

lediglich von der Rentabilität der nächsten Zeit ab. Erwähnt seien ferner noch Aktien von Gesellschaften, wie der Bergbau-A.G. Lothringen, die immerhin an Kapitalgröße und Bedeutung — das Aktienkapital beträgt nunmehr 50 Mill. RM — an viele Gesellschaften des Terminverkehrs heranreicht; im übrigen sind auch diese Aktien in Essen und Düsseldorf amtlich notiert. Wesentlich für den Freiverkehrshandel sind ferner einige Gesellschaften der elektrotechnischen Industrie bzw. der Stromlieferungsbranche, die vor allem seit Jahren über eine günstige Rentabilität verfügen; hierher gehören Hochfrequenz- und außerdem Kabelwerke Rheydt-Aktien, die in den letzten Jahren je 12% Dividende verteilten, sowie Großkraftwerk Franken-Aktien (letzte Dividende 9%). Größere Umsätze entwickeln sich ferner regelmäßig in Aktien der Deutsche Petroleum-A.G., die im Verein mit den ihr nahestehenden Betrieben trotz Verkaufs eines immer größeren Teils der Anteile an der Olex G. m. b. H., der eigentlichen Verteilerfirma, noch immer zu den größten Unternehmungen des deutschen Petroleumgewerbes gehört. In der gleichen Branche tätig ist auch die Deutsche Gasolin-A.G., die nach mancherlei Umbildungen und Namensänderungen jetzt in der Hauptsache das Kunst-Petroleum des I.G. Farbenkonzerns, der auch Majoritätsbesitzer ist, vertreibt. Die Aktien sind gleichfalls zum Freiverkehrshandel zugelassen, ohne daß aber größere Umsätze stattzufinden pflegen. Früher bildeten ferner Aktien von Zigarettenfabriken einen wesentlichen Bestandteil des Marktes. Durch die Zusammenbrüche zahlreicher Unternehmungen und Zusammenschlüsse der verbleibenden Betriebe in große Familienkonzerne ist für den Freiverkehr aber nur noch die Manoli-Aktie von Bedeutung, die — bei zuletzt 7% Dividende — einen recht hohen Kurs aufweist, da die Majorität fest gebunden ist; sie liegt bei der Reemtsma-Gruppe.

Zu erwähnen ist schließlich, daß im Freiverkehr auch in großem Umfange

deutsche Rentenwerte

gehandelt werden. Die hier in Frage kommenden Anleihen haben wir jedoch schon in früheren Plutus-Heften, so insbesondere dem Heft über Rentenhandel und Rentenrechnung, bereits ausführlicher behandelt, so daß wir uns hier auf einen kurzen Nachtrag beschränken können. Zu erwähnen ist nur, daß die schon rund 1 Milliarde RM betragende Emission von Reichsschuldbuchforderungen in der Zwischenzeit dadurch eine Erweiterung um wieder etwa $\frac{1}{4}$ Milliarde RM erfahren hat, daß auch für die in Polen durch Liquidation usw. geschädigten Personen entsprechende Forderungen eingetragen wurden. Diese neuen Reichsschuldbuchforderungen sind sogar um Kleinigkeiten anders

ausgestattet; die Zinszahlung findet hier am 15. April und Oktober statt 1. April und Oktober bei den alten Forderungen statt. Außerdem ist bei den Polenschäden ausdrücklich eine Konvertierung vor Fälligkeit ausgeschlossen, die freilich bei 6^o/₁₀igen, so weit unter pari notierenden Emissionen ohnehin mehr als unwahrscheinlich ist. Infolge dieser Abweichungen hat sich für Polenschäden ein besonderer Handel entwickelt, und zwar trotz dieses Vorteils der theoretischen Unkonvertierbarkeit infolge des akuten Angebotes nach Eintragung der Forderungen zu niedrigeren Kursen.

Der Freiverkehrshandel an den Börsen des Reichs.

Außerhalb Berlins besteht naturgemäß an allen Börsen des Reichs in ähnlicher Weise ein Freiverkehrshandel. In den meisten Fällen handelt es sich hier freilich nur um Umsätze in Werten lokalen Charakters, so daß die Bedeutung dieses Geschäftes für die Allgemeinheit recht gering bleibt. Wir werden daher in der Regel davon absehen können, uns mit diesen Aktien — Obligationen kommen hier überhaupt kaum in Frage — zu beschäftigen, zumal die Umsätze auch mengenmäßig in der Regel kaum ins Gewicht fallen. Zu erwähnen bleiben lediglich die Spezialitäten, die sich an einzelnen Plätzen im Freiverkehr herausgebildet haben. Im übrigen werden wir auch von diesen Sondergebieten einen wichtigen Abschnitt, nämlich den Handel mit Anteilen, insbesondere Kuxen der Kohlen-, Erz- und Kalibergwerke, der sich besonders in Essen, Düsseldorf bzw. auch in Hannover entwickelt hat, ganz ausnehmen können, nachdem wir diese Fragen im September 1929 im Rahmen eines eigenen Plutus-Heftes über „Kuxenhandel“ dargestellt haben.

In erster Linie bleibt so der schon früher kurz erwähnte

Hamburger Freiverkehrshandel in Kolonialwerten

zu behandeln. Dieser Handel verlangt in mehrfacher Hinsicht stärkere Beachtung. So kommt zunächst hier eine außerordentlich große Anzahl von Werten in Frage, da amtlich in Hamburg nur eine beschränkte Anzahl von Kolonialaktien eingeführt worden ist. Gemeinsam ist aber fast allen Gesellschaften, deren Anteile hier umgesetzt werden, daß ihre Existenzgrundlage durch den Krieg und die Liquidationsbestimmungen des Versailler Vertrages völlig umgestürzt wurde. Bis 1914 war der Aufbau gerade dieser Kolonialgesellschaften, die im übrigen nicht Aktiengesellschaften waren, sondern einen besonderen, der AG. freilich eng verwandten Typ der „juristischen Person“ darstellten, in den meisten Fällen zu einem sehr befriedigenden

Punkt gediehen. In langer Arbeit — die ersten Unternehmungen stammen noch aus der Zeit des Beginnes deutscher Kolonialtätigkeit überhaupt, also aus den 80er Jahren des 19. Jahrhunderts — hatten diese Gesellschaften viel zu dem allmählichen Aufblühen der Kolonialwirtschaft beigetragen und hierbei auch selbst überwiegend eine recht hohe Rentabilität erreicht. Das unglückliche Ende des Krieges nahm dann infolge der schon erwähnten Liquidation den Kolonialgesellschaften so gut wie alles Vermögen, das ja in den Schutzgebieten gearbeitet hatte, und auch die ersten Vorschüsse auf eine Reichsschädigung reicherten, bei der immer größeren Unterwertigkeit der Mark im Ausland, zu einem Wiederaufbau kaum aus. Hierzu kam, daß noch Jahre hindurch die Ansiedlung deutschen Personen oder Gesellschaften in den meisten Mandatsgebieten, in die ja die ehemaligen Schutzgebiete verwandelt wurden, verboten blieb.

In größerem Maßstab hat daher die Neukolonisation erst nach der Markstabilisierung eingesetzt. Zum größten Teil haben die Kolonialgesellschaften die ihnen zufließenden Entschädigungsvorschüsse dazu benutzt, wieder in ihren früheren Arbeitsgebieten zu beginnen, d. h. also insbesondere wieder Pflanzungen aller Art zu erwerben. Zum Teil wurde freilich das Tätigkeitsfeld auch in Kolonien der im Krieg neutralen Staaten verlegt, wobei meist der Anfang dieser Interessennahme schon in die erste Nachkriegszeit fällt, in der eben der Grunderwerb in den früheren Schutzgebieten Deutschlands noch gesetzlichen Beschränkungen unterlag. Erwähnt seien hier u. a. Beteiligungen in der spanischen Kolonie Fernando Po an der Küste Westafrikas oder auch vereinzelt in Zentralamerika. Schließlich haben einzelne Unternehmungen überhaupt die koloniale Betätigung ganz oder zum Teil aufgegeben und statt dessen im europäischen Ausland Transaktionen durchgeführt.

Entscheidend war für alle Gesellschaften natürlich die Endregelung der Entschädigungsfrage durch das Kriegsschadenschlußgesetz, das ja einheitliche Quoten — unter Anrechnung früherer Goldmarkleistungen — festsetzte. Daneben erhielten die Kolonialgesellschaften freilich noch die besondere Entschädigung, die allen Personen und Firmen bei Wiederaufnahme des Betriebes im Ausland zusteht. Gewährt wurden diese Entschädigungen unter Verrechnung der Vorschüsse, wie üblich in den mit 6^o/₁₀ verzinlichen oder — für den Wiederaufbauzuschlag — bis 1943 unverzinlichen Reichsschuldbuchforderungen. In wenigen Fällen, nämlich z. B. wenn die Liquidation des Besitzes durch Japan erfolgt war, hat statt dieser Ersatzleistung des Reichs auch eine direkte Entschädigung stattgefunden.

Nach Durchführung dieser Entschädigungen ist also das Geschäft der Kolonialgesellschaften

wieder auf eine neue Basis gestellt worden, so daß auch Goldmarkumstellungen des Kapitals möglich wurden, die in der Zwischenzeit wohl allgemein durchgeführt sind. In sehr vielen Fällen ist diese Kapitalumstellung sogar, um den besonderen Risiken des kolonialen Wirtschaftsbetriebes von vornherein Rechnung zu tragen, übermäßig scharf vorgenommen worden; bei der Neu-Guinea-Compagnie, deren Anteile allerdings amtlich — in Berlin und Hamburg — notiert werden, bestehen so bei 590 000 RM Kapital allein 3 Mill. RM offene Reserven!

Man würde sich freilich irren, wenn man entsprechend alle Kolonialgesellschaften aktienmäßig günstig beurteilen wollte, weil die Entschädigungen schließlich große Barbeträge oder Wertpapierposten erbrachten. Es kommt naturgemäß völlig darauf an, wo und wie diese Beträge wieder investiert wurden und ob sich bereits eine Rentabilität der neuen Betriebe zeigt, die freilich bei neuen Pflanzungen oft erst im Laufe der Jahre möglich ist. Da es, wie schon erwähnt, aus Raumgründen undurchführbar wäre, alle Kolonialgesellschaften einzeln zu behandeln, soll hier wenigstens ein kurzer Hinweis auf einige der bedeutendsten Unternehmen stattfinden, die dann auch im Börsenhandel am meisten interessieren.

Im ehemaligen Kameruner Schutzgebiet arbeitet u. a. die Afrikanische Frucht-AG. (Kapital 4 Mill. RM), die für ihre anscheinend aussichtsreichen Bananenpflanzungen eigene Dampfer besitzt. Sie wirkt jetzt auch an der Sanierung der Bibundi-AG. mit, die an Pflanzungen von Öl, Gummi und Kakao in Kamerun schwere Verluste erlitt, so daß eine Zusammenlegung des 2,6 Mill. RM betragenden Kapitals nebst Wiedererhöhung beantragt werden muß. Auch andere Kameruner Plantagenbetriebe kämpfen mit starken Schwierigkeiten, so die Ekona-AG., die ca. 3 Mill. RM Kapital besitzt.

Höhere Kurse weisen u. a. die Aktien der Deutschen Togogesellschaft aus, die auch an der Kameruner Moliwe-Gesellschaft maßgeblich beteiligt ist; auch bei Togo ist das Kapital aber mit nur 300 000 RM bei 1,2 Mill. RM Reserven anormal niedrig.

In Schweizer Franken (sfrs 2 Mill.) bilanziert die Faserkultur-AG., die in Ostafrika arbeitet, und zwar hauptsächlich Sisalkulturen besitzt; hier wurde für 1929/30 eine 10%ige Dividende verteilt. Wieder in Westafrika ist die Westafrikanische Pflanzungsgesellschaft Victoria tätig, die insofern zu erwähnen ist, als hier die Entschädigungsfrage noch nicht voll geklärt werden konnte.

In Australien bzw. der Südsee wirken nur verhältnismäßig wenige Gesellschaften, da hier besonders lange Ansiedlungsschwierigkeiten bestanden. Zum Teil haben daher frühere Südsee-

gesellschaften ihr Tätigkeitsfeld nach Holländisch-Indien verlegt, unter ihnen die Jaluit-Gesellschaft, die hier und außerdem in Afrika weitgehend mit der Deutschen Handels- und Plantagengesellschaft der Südseeinseln (Anteile amtlich in Hamburg notiert!) zusammenarbeitet. Die Deutsche Südseephosphat-AG., deren Aktien auch im Berliner Freiverkehr gehandelt werden, ist — über eine andere Gesellschaft — ebenfalls an Pflanzungen in den holländischen Kolonien interessiert, daneben aber auch an Erzgruben in der Tschechoslowakei, die eine sehr ungünstige Entwicklung gezeigt haben. Verschiedentlich hat sich daher schon Opposition gegen die Geschäftspolitik der Verwaltung geltend gemacht.

Zu den Pflanzungsgesellschaften gehören heute ferner einige Unternehmen, die früher zwar ebenfalls in den Kolonien tätig waren, aber auf ganz anderen Gebieten. Hierher sind besonders ehemalige Eisenbahngesellschaften, vor allem Ostafrikanische, Kameruner und in gewissem Umfange — mehr auf dem Gebiete des Handels mit Kolonialprodukten — auch Schantung-Eisenbahn-Gesellschaft zu rechnen. Hier handelt es sich aber um größere Gesellschaften, deren Aktien amtlich notiert werden, so daß sie in unserem Zusammenhang ausscheiden. Ebenso werden wir auch die Gesellschaften übergehen dürfen, die zwar in Übersee, aber nicht als Pflanzungsunternehmen tätig sind, wobei etwa an die Handels- und Industriegesellschaft in Bogota (Kolumbien) zu denken ist, die — bei 12 Mill. holl. Gulden Kapital — südamerikanische Industriebetriebe kontrolliert.

Mit ein paar Worten soll dagegen noch auf den

Freiverkehr in Frankfurt a. M.

hingewiesen werden. Die eigentliche Spezialität der Frankfurter Börse, der Handel mit ausländischen Werten, prägt sich naturgemäß auch im Freiverkehr aus; ebenso kommt aber auch hier der relative Rückgang des Frankfurter Platzes zum Ausdruck, indem die Umsätze in zahlreichen Werten mehr und mehr nach Berlin abwanderten.

Immerhin verblieb für Frankfurt auch weiterhin ein ziemlich lebhafter Freiverkehrshandel in ausländischen Renten und Kupons sowie vor allem auch in ausländischen Aktien, der hier vielfach schneller einzusetzen pflegte als in Berlin. Dies hat sich u. a. auch bei verschiedenen Aktien von ausländischen Kunstseidengesellschaften, insbesondere der amerikanischen Tochtergesellschaften der großen deutschen und holländischen Unternehmungen gezeigt. Auch jetzt bildet der Handel mit American Glanzstoff, American Bemberg und American Enka, daneben der mit Anteilen der amerikanischen Filmproduktionsgesellschaft Agfa-Ansco, also mit

den Auslandswerten, die wir schon vom Berliner Freiverkehr kennen, einen wichtigen Zweig des Börsengeschäfts.

Wir haben bereits zu Beginn unserer Ausführungen darauf hingewiesen, daß auf knappem Raum naturgemäß nur ein kleiner Ausschnitt aus dem gesamten Kreis von Freiverkehrswerten behandelt werden kann. Auch bei den Werten, die hier erwähnt worden sind, haben wir uns auf eine ganz überschlägliche Kennzeichnung beschränken müssen. Für den Praktiker wird daher, um Wert und Verhältnisse eines Unternehmens näher kennenzulernen, eine eingehendere Beschäftigung unerläßlich sein. Da die üblichen Börsenhandbücher Freiverkehrswerte nicht erfassen und das früher vom Verlag des „Saling“ (Verlag für Börsen- und Finanzliteratur) herausgegebene „Jahrbuch der Freiverkehrswerte“ seit längerer Zeit nicht mehr erscheint, ist freilich die Beschaffung des erforderlichen Materials ziemlich umständlich. Für die „genehmigten“ Berliner Freiverkehrswerte finden sich einige Angaben, wie Stückelung, Geschäftsjahr, Zahlstellen in Berlin, Höhe und Veränderungen des Kapitals sowie lieferbare Nummern im III. Teil des „Schneider-Dahlheim“ (Usancen der Berliner Fondsbörse). In ähnlicher Weise gibt die Beilage der „Berliner Börsen-Berichte“, die laufend als Zusammenfassung statistischer Angaben für die in Berlin gehandelten Aktien erscheint, Aufschluß über die wichtigsten Merk-

male. Darüber hinaus muß zur Feststellung von Bilanzen, Entwicklung der letzten Jahre usw. das ebenfalls im Verlag für Börsen- und Finanzliteratur erscheinende „Handbuch der deutschen Aktiengesellschaften“ herangezogen werden. Über laufende Veränderungen, die sonst nur von Zeitungen registriert werden, gibt ferner das „Archiv“ (im gleichnamigen Berliner Verlag) Aufschluß, das wir etwas näher — ebenso wie andere Informationsquellen — bereits im Plutus-Brief vom Mai 1929 über „Kundenberatung“ geschildert haben. Daneben wird man des öfteren im Einzelfall auch Handbücher der in Frage kommenden Industrie heranziehen können, wie sie in Form von Jahrbüchern zahlreich vertreten sind.

Wir sehen also, daß die Erfassung der Freiverkehrswerte und die Kenntnis der Einzelheiten nur unter Schwierigkeiten und bei viel Kleinarbeit erworben werden kann. Damit hängt wohl auch — abgesehen von der Wiederverkleinerung des Freiverkehrshandels nach der Inflation — zusammen, daß die Zahl der Freiverkehrsspezialisten im ganzen ziemlich klein ist. Wie die Erfahrung immer wieder zeigt, sind gerade deswegen aber an den Börsen und bei Bankfirmen auch größeren Ausmaßes die Aussichten für wirkliche „Fachleute“ auf diesem Gebiete vielfach, selbst in der gegenwärtigen Depressionszeit, als verhältnismäßig günstig zu bezeichnen.

Dr. Hans Kaliski.

Freiverkehrsmärkte im Ausland.

Amerikanische Nebenbörsen.

In der üppigen Atmosphäre des amerikanischen Effektenkapitalismus war der Boden für das Aufkommen von Nebenbörsen der verschiedensten Art besonders günstig. Die amerikanischen Börsen haben den Charakter privater Vereinigungen, und somit kann man von amtlichem Verkehr im Sinne der europäischen Börsen kaum sprechen. Dafür gebärdeten sie sich vielfach besonders konservativ und umgaben sich mit einem Netzwerk von Statuten und anderen Vorschriften, die in Zeiten besonders starker Entfaltung des Börsenlebens sich als hemmend erwiesen. Diesem Umstand ist die frühzeitige Entstehung von Nebenmärkten zu verdanken gewesen, so insbesondere die des

Curb Marktes.

Nach den Bestimmungen der Hauptbörse war es deren Mitgliedern untersagt, sich in eine andere Wertpapierbörse in New York aufnehmen zu lassen oder mit Mitgliedern einer solchen geschäftliche Verbindungen zu unterhalten. Da nun einer wachsenden Anzahl von Papieren die

Aufnahme in die offizielle Liste der New Yorker Börse versagt blieb und schließlich ein Markt für sie gefunden werden mußte, kam man auf den Ausweg, zwanglose Versammlungen unter freiem Himmel abzuhalten, zu denen jedermann Zutritt hatte. Diese Versammlungen fanden an der Straßenrinne der Broadstreet statt, und jahrzehntelang bestand keinerlei Interesse, diesen Zustand irgendwie zu ändern, wenn auch naturgemäß das Gefüge dieser Außenbörse in administrativer Hinsicht allmählich fester wurde. Für die Aufnahme neuer Papiere bildeten sich mit der Zeit gewisse der Hauptbörse angepaßte Grundsätze heraus. Offiziell ist der Curb Markt aber erst in dem Augenblick standesgemäß geworden, in dem er sich von der Straße in einen geschlossenen Raum zurückzog, der in unmittelbarer Nachbarschaft der Hauptbörse lag. Die Curb Market Association, die weit über 800 Mitglieder umfaßt, ist jetzt im Begriff, ein neues und recht stattliches Gebäude zu errichten, in welchem die technischen Erfahrungen, die man in den letzten Jahren an der Hauptbörse hinsichtlich der Kursübermittlung und des Infor-

mationsdienstes gemacht hat, bis aufs letzte ausgenutzt werden sollen. Die Zusammenarbeit zwischen den beiden Börsen ist im übrigen in den letzten Jahren immer enger geworden.

Der Curb Markt hat für das Ausland insofern eine sehr erhebliche Bedeutung, als hier die meisten ausländischen Werte gehandelt werden. Im Jahre 1927 ist das Recht zur Mitgliedschaft auch auf ausländische Brokers und Bankiers ausgedehnt worden, dies heißt aber nicht, daß nun Berliner, Londoner oder Pariser Firmen zum Abschluß persönlicher Transaktionen berechtigt seien, sie können nur auf Grund ihrer Mitgliedschaft die ermäßigten Kommissionsätze der Insiders in Anspruch nehmen. Die Frage der Einführung deutscher Aktien am Curb Markt hat eine Zeitlang auch in Deutschland die Gemüter bewegt. *Es mag erwähnt werden, daß an der Stock Exchange bisher nur die Aktien des Norddeutschen Lloyd, der Rheinisch-Westfälischen Elektrizitätswerke und der Karstadt-Gesellschaft gehandelt werden, am Curb Markt wurden, hauptsächlich im Laufe des Jahres 1930, die Aktien einer Anzahl führender deutscher Banken und Industrie-Unternehmungen eingeführt, so der Commerz-Bank, der D.D.-Bank, der Dresdener Bank, der A.E.G., Siemens & Halske, Gestürel, der Hamburger Elektrizitätswerke, Vereinigten Stahlwerke, Gelsenkirchen, Phönix, Harpen, Mansfeld, der I.G. Farben und Tietz und schließlich der Hapag und der Hansa Dampfschiffahrt.*

Die Umsätze in diesen Werten sind jedoch in der Regel minimal und man hat sich damals den Kopf darüber zerbrochen, wer überhaupt ein Interesse daran haben konnte, diese Aktien zum Handel am Curb Markt vorzuschlagen. Die Anregungen sind jedenfalls nur in den seltensten Fällen von den deutschen Verwaltungen der Gesellschaften ausgegangen. Der Hauptgrund für diese Erweiterung des Kurszettels scheint der Wettbewerb zwischen den verschiedenen Curbmaklern gewesen zu sein. Man darf also sagen, daß der Handel in deutschen Curbwerten weder vom deutschen noch vom amerikanischen Gesichtspunkt aus bis jetzt viel bedeutet.

Hinsichtlich der curbmäßig gehandelten Werte hat sich mit der Zeit ebenfalls eine gewisse Differenzierung herausgebildet, es gibt Aktien, die „listed“ sind, d. h. sie befinden sich unter dauernder, und zwar ziemlich strenger Börsenaufsicht; es kommen hierfür hauptsächlich Werte in Frage, für die der Aufenthalt im Curbmarkt eine Vorstufe für die amtliche Einführung darstellt. Für diese Werte muß ein Zulassungsantrag von der Gesellschaft selbst gestellt werden, außerdem ist ein ausführlicher Fragebogen zu beantworten; über die finanziellen Verhältnisse haben die Verwaltungen regelmäßig an den Börsenvorstand Bericht zu erstatten. Diese Gruppe enthält ungefähr 550 Werte, besonders

der Öl-, Bergwerks- und Flugzeugindustrie. Die zweite Gruppe umfaßt Aktien, die mit „unlisted trading privileges“ gehandelt werden. Die Zahl dieser Werte ist mehr als dreimal so groß wie die der „listed securities“. Zwar wird in den Zulassungsbedingungen vorgeschrieben, daß es sich um Aktien „bewährter“ Gesellschaften handeln muß, doch sind die Maßstäbe nicht übermäßig streng, in der Praxis kann jede Aktie eingeführt werden, an deren Notiz Mitglieder des Curb irgendein Interesse haben. Unter den fast 2500 Papieren des Curb Market befinden sich naturgemäß wie in früheren Zeiten immer noch viele „Cats and dogs“, d. h. Werte, die man seriösen Kapitalisten nicht empfehlen würde — die Börsenbaisse hat viele Aktien erst richtig entlarvt —, auf der anderen Seite aber finden wir in der Curbliste eine große Anzahl von Papieren allererster Unternehmungen, die kein Interesse mehr daran haben, ihre Aktien am offiziellen Markt unterzubringen, es darf nur an die Standard Oil und Ford erinnert werden. Leider hat die Curb Börse die ungeheuerliche Entwicklung des Investmenttrustwesens in den Jahren 1927—1929 dadurch gefördert, daß sie den Aktien dieser Unternehmungen, die doch vielfach nur spekulative Pools darstellten, ein allzu liberales Gastrecht gewährte. Nur ganz wenige Investmenttrusts, die sich frühzeitig an eine weitgehende Publizität gewöhnen konnten, fanden bis jetzt Aufnahme an der Stock Exchange, der weitaus überwiegende Teil ist auf die Nebenbörsen verwiesen, von denen, wie jetzt gezeigt werden soll, im Laufe der letzten Jahre mehrere neue Varianten entstanden sind.

Ob man die Consolidated Stock Exchange als einen Freiverkehrsmarkt im eigentlichen Sinne bezeichnen kann, mag dahingestellt bleiben, sie ist wohl mehr ein Abklatsch der Stock Exchange, da an ihr dieselben Werte gehandelt werden, lediglich mit dem Unterschied, daß jede auch noch so kleine Menge von shares umgesetzt wird. Die Organisation dieser Nebenbörse ist ähnlich der der Stock Exchange, die finanzielle Kraft der Mitglieder dagegen weit geringer. Vor einigen Jahren hat man einen Effektenhandel

„Over-the-Counter“

d. h. über den Ladentisch eingerichtet, der hauptsächlich den Sinn hatte, Papiere, an deren Popularität man kein Interesse hatte, gewissermaßen im unmittelbaren Verkehr mit dem Publikum zu handeln, die Bewertung geschieht dabei unter voller Respektierung der offiziellen Kurse, die bei Verkäufen als Mindestkurse, bei Käufen als Höchstkurse gelten. Die Vermeidung der Maklerspesen ist ein wichtiger Punkt bei diesem Handel über den Ladentisch, der aber auch den Vorteil bietet, daß er die von ihm be-

OVER-THE-COUNTER QUOTATIONS FOR UNLISTED SECURITIES

Saturday, January 3, 1931.

Quotations for Over-the-Counter Securities are unofficial. Those included in these tables are obtained from many brokers and dealers. The source which supplied any quotations in this list will be given upon request.

PUBLIC UTILITY SECURITIES.

	Bid.	Asked.
Alabama Power pf (7)	114	115 1/2
Am Elec Scept pf (1 1/2)	27	34
Arkansas P & L 7 1/2 pf	100	103
Assoc Tel Util 6 1/2 pf	80	85
Do 7 1/2 pf	92	98
Atlantic City El pf (6)	102 1/2	

Bonds.		Bid.	Asked.
Appalach Pwr 1st 5s, '41		100 1/4	101
Do 6s, 2024		101	104
Assoc Tel Util 6s, 1941		95	
Broad River Pwr 5s, '54		91	94

FOREIGN STOCKS AND BONDS.

Foreign Internal Securities.		Bid.	Asked.
Securities in subjoined tables payable in currency of issuing countries:			
Belgian Nat Ry 6 1/2 pr	15 1/2	16 1/2	
Belgium Restora 5s, 1934	26 3/4	28 1/4	
Belgium Premium 5s, '95	27 1/2	29	
Benigno Crespi 7s, 1956	45	47 1/2	
Brit Consols 2 1/2s, Perpet.	52	54	
Brit Fund 4s, Mar. '19	81 1/2	91 3/4	
Brit Nat W L 5s, '29-47	97	100	
Brit Vic 4s, Sept. 1919	91	93	
Canada 5s, 1937	103 3/4	104 1/2	
Canada 5 1/2s, 1933	102 3/4	103 1/8	
Denmark 5s, 1919	255	265	
Denmark 5s, 1948	255	265	

German Securities.		Bid.	Asked.
German Gov Redemption Loan without drawing cert, per 1,000 RM			
		11 1/2	13
German Gov Redemption Loan with drawing cert, per 100 RM			
		58 1/2	61 1/2
German Kom'nal Liquidation Loan with drawing rts, per RM			
		56	59
Bonds quoted in dollars per 1,000 pre-war marks are revalued to R M 150:			
Gen Electric 4 1/2s, (prewar issue)			
		23	25
Hamburg-Am Line prewar			
		32	34
Stocks quoted in dollars per share having a par value of 100 reichsmarks or a multiple of 100 reichsmarks:			
A E G (Ger GE) (100)	20 1/2	22	
Hamburg Am Line (300)	40 1/2	44 1/2	
I.G. Farben (208)	56	60	
North Ger Lloyd (100)	13 3/4	14 3/4	
Rud Karst AG (100)	15 1/4	16 1/4	

Austrian and Hungarian.		Bid.	Asked.
Austrian Disc Bank	21	23	
Austrian Credit Anstalt	6	7	
Austrian A E G	2 1/4	3 1/4	
Mercurbank Vienna	2 1/2	3	
Rima Murany	7 1/2	10	
Wiener Bank-Verein	2	2 1/2	

BANKS.		Bid.	Asked.
Deutsche Disconto (100)	24 1/2	26	
Dresdner (100)	24 1/2	26	
Reichsbank (100)	51 1/2	55 1/2	

INVESTMENT TRUSTS.

	Bid.	Asked.
ABC Trust Shares, D	6 5/8	7 1/8
All-Amer Invest, A	8 3/4	9 3/8
Amer Composite Tr Srs	7 1/8	7 7/8
Amer & Cont Corp.	8	9 1/2
Amer & Gen Sec 6 1/2 pf.	41 1/2	
Do A	13 1/4	
Do B	1 3/4	

	Bid.	Asked.
Mohawk Invest	41 1/2	43 1/4
Mutual Investment A	5	6 1/2
Nation Wide Secur, B	6 3/4	7 1/4
Nat'l Industries Shrs	6 1/4	6 3/4
New York Bank Tr Shares	7 3/4	8 1/4
North Amer Trust Shares	5 7/8	6 3/8
Northern Securities	100	118

Transactions on the New York Produce Exchange Securities Market.

Week Ended Saturday, Dec. 27, 1930

STOCKS

Sales.	High.	Low.	Last.	Net Chg.
4,500 Amer Corp	3 3/4	3 1/2	3 1/2	- 1/8
500 Andes Petroleum	15c	15c	15c	
300 Appalachian Gas war	1	1	1	- 1/8
200 Asso G & E '31 rts	2 1/2	2	2	- 1/8
1,100 Do apt stock rts	3 1/8	5 1/16	5 1/16	- 1/16
1,000 Automotive Stand	1 1/4	1 1/4	1 1/4	
1,300 Bagdad Copper	57c	40c	57c	+ 10c
1,100 Bkrs Sec of Phila 6 1/2 pf	12 1/4	6	12 1/4	
100 Chemical Research	2 3/4	2 3/4	2 3/4	
300 Claremont Invest	4	4	4	
100 Claude Neon Lights	4	4	4	- 3/4
200 Color Pictures	1 1/2	1	1	- 1
1,400 Corporate Trust Shares	6 3/8	5 3/4	5 7/8	- 1/4
3,700 Detroit & Can Tunnel	3 1/2	3 1/4	3 1/2	- 1/2
100 Diversified Tr Shares, C	6 1/8	6 1/8	6 1/8	+ 1/8
100 First Bank Stock	20 1/4	20 1/4	20 1/4	
500 Hamilton Gas	2 7/8	2	2 7/8	+ 3/8
700 Do v t cts	2 1/2	2 1/2	2 1/2	- 3/8
900 Helena Rubinstein pf	14	13	13 3/4	+ 5/8
200 Hutto Engineering	8 1/4	1 1/2	3 1/4	- 1/4
13,000 Intl Rustless Iron	47c	32c	35c	+ 15c
700 Jenkins Television	2 3/4	2 1/4	2 1/4	- 1/2
200 Kane Stores, A, new	1 1/2	1 1/2	1 1/2	
200 Lautaro Nitrate	2	1 3/4	1 3/4	- 1/8
300 Macfadden Pub	17	15 1/2	15 1/2	- 2 3/8
2,000 Petrol Conv	6 7/8	6 1/8	6 1/2	- 1/4
600 Pub Util Hold new pf, w i	31 1/8	29 1/2	30 1/4	- 1/8
100 Radio Securities	1 1/4	1 1/4	1 1/4	
500 Reliance Internat pf	34 7/8	34 7/8	34 7/8	
400 Shepard Stores	1 1/2	1 1/2	1 1/2	+ 1/4
700 Splittdorf-Bethlehem	13 1/4	1 1/4	1 1/2	
1,000 Standard Textile Prods	1 1/4	1 1/4	1 1/4	1/8
100 Swed Ball Bearing, B.	47	47	47	+ 1
400 Sylvestre Util	2 1/2	2	2 1/2	
2,800 Trent Process	3 1/4	1 1/2	3 1/4	- 1/8
100 Trustee Std Oil, A	6	6	6	- 7/8
100 Do B	6 5/8	6 5/8	6 5/8	
500 Whittelsey Mfg, A	8c	8c	8c	- 17c
1,000 Zenda Gold	13c	13c	13c	+ 1c

BANKS.

140 American Union	102	102	102	
930 Bank of U S units	2	1	1	
810 Chase	86	80 1/2	82 3/4	
370 International	14 1/2	14 1/2	14 1/2	
1,200 Irving	32 1/2	30	30 1/2	
10 Manhattan	76 1/2	76 1/2	76 1/2	
600 Manufacturers	31	29 1/2	29 1/2	

rücksichtigten Werte dank der persönlichen Fühlung zwischen dem Bankier und dem Publikum tatsächlich der Feld-, Wald- und Wiesenspekulation entrückt. Als es dem Präsidenten der National City Bank, Charles Mitchell, der sicher nicht als boomfeindlich gelten konnte, mit dem Rummel in den Aktien seiner Bank zu toll wurde, verfügte er einfach die Absetzung seiner Aktien von der Liste der Stock Exchange und die Aufnahme in die over-the-counter-Liste. Er hat damit allerdings ebensowenig wie sein Kollege von der Chase National Bank verhindern können, daß nachher beim Zusammenbruch die Bankaktien sich eine fast noch schärfere Zäsur gefallen lassen mußten, als der Durchschnitt der Industriewerte.

Mit der Aufzählung dieser Börsen erschöpft sich indessen der Kreis der Nebenbörsen noch keineswegs. Als während des Höhepunktes des letzten booms eine wachsende Anzahl von Werten oft — wohl aus Vergeßlichkeit — an keinem der verschiedenen Märkte Berücksichtigung fand, nahm sich die

Produce Exchange,

die sich sonst nur mit dem Getreide- und Ölhandel befaßt, dieser Werte an, was sie um so lieber tat, als auf ihrem eigentlichen Tätigkeitsgebiet nicht mehr ausreichend zu verdienen war. Auch für diese Börse war das rasche Hinaufschwellen des Preises für den Börsensitz ein Maß-

stab für die Ausdehnung der Verdienstchancen ihrer Mitglieder.

Das alles hat sich naturgemäß in den letzten 1 $\frac{1}{2}$ Jahren recht wesentlich geändert und der Augenblick scheint gekommen zu sein, wo sich eine gewisse Vereinheitlichung der Nebenbörsen als praktisch erweisen würde. Bereits im Jahr 1922 hat man anlässlich der Bucket shop-Bereinigung die Zustände bei den freien Märkten einer gründlichen Untersuchung unterzogen. Dabei ist der Curb Markt noch verhältnismäßig glimpflich davongekommen, während die Consolidated Exchange ziemlich stark gerupft wurde. Wenn man manche angreifbare Gepflogenheiten von Nebenbörsen noch nicht stärker unter die Lupe zu nehmen wagte, so hängt dies wahrscheinlich damit zusammen, daß auch bei den Banken nicht alles hieb- und stichfest ist und eine Beunruhigung der Öffentlichkeit, die ohnehin schon durch den Zusammenbruch der vielen Banken nervös geworden ist, vermieden werden soll. Die New Yorker Freiverkehrsmärkte haben zweifellos in den letzten Jahrzehnten ein gutes Stück Pionierarbeit geleistet und Funktionen ausgeübt, die für die Entfaltung des effektenkapitalistischen Systems nicht unwichtig waren. Der Höhepunkt dieser Aufgaben ist aber überschritten, die amerikanischen Aktienmärkte treten jetzt in eine Periode der Konsolidierung ein und damit sind auch die goldenen Zeiten der Nebenbörsen vorbei.

Hier mag schließlich noch kurz als die jüngste Nebenbörse die im Dezember 1929 gegründete

Real Estate Securities Exchange

genannt werden, die man als eine Spezialbörse für Realkreditpapiere, hauptsächlich Pfandbriefe, bezeichnen kann. Nach europäischen Gesichtspunkten zeichnete sich der amerikanische Realkreditmarkt immer durch eine bemerkenswerte Desorganisation aus, die zweifellos auch dafür verantwortlich ist, daß die gegenwärtige Lage auf dem Grundstücksmarkt — starke Entwertung der Grundstücke bei übermäßiger Beleihung — der Öffentlichkeit viel Kopfzerbrechen verursacht. Man hofft, durch die Schaffung der neuen Börse auch die Durchführung großer zusammenhängender Finanzierungen erleichtern zu können und vielleicht auch allmählich zu einer stärkeren Kollektivhaftung beliebiger Grundstücke für die Pfandbriefe einzelner Gesellschaften zu gelangen. Es ist eine Unterlassungssünde, daß die New Yorker Banken, die stark genug an einer derartigen Idee interessiert sein sollten, die Initiative aus der Hand gegeben haben. Die Angliederung eines Marktes für Mortgage Bonds an die offizielle Börse wäre nicht allzuschwierig gewesen.

Der Handel mit nicht amtlich zugelassenen Werten in Frankreich.

Es gibt kaum eine Börsenorganisation, die den Anlageeigentümlichkeiten des Kapitalistenpublikums so entspricht, wie die des Pariser Marktes. Auf der einen Seite finden wir das Parkett, die Organisation des offiziellen Börsenverkehrs mit einer Verfassung, die gewissermaßen dem spießbürgerlichen Charakter des französischen Sparers Rechnung trägt, auf der anderen Seite die

Kulisse,

welche die Aufgabe hat, die spekulativen Bedürfnisse des Börsenpublikums zu befriedigen. Es wäre falsch, den Geschäftsverkehr der Kulisse mit dem Freiverkehr anderer Börsenplätze in einem Atemzug nennen zu wollen, sie ist in einer Beziehung weitmaschiger und umfassender als manche Freiverkehrsmärkte, in anderer Hinsicht aber wieder trotz aller Reformen, mit denen man sie zu einem brauchbareren Instrument der Börse hofft ausgestalten zu können, eine recht lose Organisation von etwa 120 Firmen. Davon sind 60—70% ganz kleine Unternehmungen ohne wesentliches Eigenkapital und mit einer im allgemeinen recht schwachen Klientel. Es bestehen in der Kulisse (marché en banque) zwei Berufsverbände, und zwar einer für den Kassamarkt (Syndicat des Banquiers en Valeurs au comptant) und ein Verband für den Terminhandel (Valeurs à terme). Die Kulisse kennt keine Solidarhaftung wie das Parkett, ihre Mitglieder dürfen auch für eigene Rechnung Geschäfte abschließen. Innerhalb dieses Marktes sind drei Gruppen zu unterscheiden, nämlich der freie Markt für Termingeschäfte in französischer Rente — hier wurde vor dem Krieg nur die französische 3%ige Rente gehandelt — dann der Markt für alle übrigen nicht offiziell gehandelten Werte, insbesondere fremde Staatspapiere, fremde Bankaktien und die südafrikanischen Goldminenwerte und schließlich den Markt für Kassageschäfte in Wertpapieren, deren amtliche Notierung noch nicht ausgesprochen ist.

Man macht der Pariser Kulisse den Vorwurf, daß sie sich in keiner Weise den neuzeitlichen Gepflogenheiten angepaßt habe, und in der Tat richten sich auch die Reformbestrebungen der Börse vorwiegend auf die Umgestaltung der Kulisse. Ganz abgesehen davon, daß die Zusammensetzung der Kurslisten veraltet ist, hat die Kursfeststellung auf diesem Markt vielfach jegliche Fühlung mit den tatsächlichen Bewertungsmaßstäben verloren; so ist bezeichnend für die Verhältnisse in der Kulisse der Umstand, daß es eine Reihe von Werten gibt, die auch in London gehandelt werden, die aber in Paris ihren eigenen mit London in keinerlei Zusammenhang stehen

den Kursgesetzen unterworfen sind. Dies ist nur deshalb möglich, weil die französische Steuergesetzgebung zum Handel an der Pariser Börse nur französische Tranchen zuläßt, was Kursmanipulationen Tür und Tor öffnet. Das

Reformprogramm

des Präsidenten der Kulisse richtet sich nicht nur auf das Auskämnen der Kursliste und auf die Neueinführung guter ausländischer Standardwerte, sondern auch auf die Einschaltung gewisser Sicherheitsventile in der Form einer Reportkassa und anderes mehr.

Um all diese Punkte hat sich ein gewisser Kampf innerhalb der Kulisse entwickelt. Während die eine Hälfte die Zurückführung der Aufgaben der Kulissiers auf eine reine Vermittler-tätigkeit begrüßt — wobei die Courtagen naturgemäß die einzige Einnahmequelle bilden würden —, lehnt die andere Gruppe die Sicherheitsbestimmungen mit dem Einwand ab, daß die Funktionen des Kulissiers eine mit der alten Tradition nicht mehr in Einklang stehende Einschränkung erfahren würden. Es ist schließlich im Herbst vergangenen Jahres eine Kompromißlösung erzielt worden, die sich mit einer Garantie für die getreue Ausführung der Aufträge begnügt, während im übrigen die Beweglichkeit der Kulissiers unangetastet bleibt. Die Stürme, die in den letzten Monaten über die französische Börse hinweggebraust sind, haben die Kulisse derart geschwächt, daß die Reformen sich bis jetzt kaum auszuwirken vermochten. Etwa 10% aller Kulissenfirmen mußten aus dem Syndikat ausscheiden, und auch die restlichen Firmen haben mehr oder weniger schwere Verluste aufzuweisen. Unter diesen Umständen muß fraglich erscheinen, ob die Kulisse ihren eigentlichen Aufgaben, die hauptsächlich in der Einführung neuer ausländischer Aktien bestehen, gerecht zu werden vermag. Jedenfalls hat man in der letzten Zeit von einem Erfolg derartiger Bemühungen nichts gehört. *Daß eine Auffrischung der in der Kulisse gehandelten Werte unbedingt notwendig erscheint, wenn die Kulisse auf eine Wiedergeburt rechnen will, unterliegt keinem Zweifel, der Erfolg hängt, wie erwähnt, davon ab, ob es mit der Zeit gelingt, die beteiligten Firmen finanziell wieder zu kräftigen. Von dem zeitweilig erörterten Plan, dem Kulissensyndikat mit einer Anleihe auf die Beine zu helfen, hat man begreiflicherweise Abstand genommen.*

Mit den Transaktionen innerhalb der Kulisse erschöpft sich jedoch der Pariser Freiverkehr noch nicht. Während die Kursliste des *Marché* en Banque im bunten Durcheinander mit den offiziell gehandelten Werten veröffentlicht zu werden pflegt, kennt die Pariser Börse auch noch einen eigentlichen Freiverkehr, den

Marché libre (cours sans garantie)

	Précéd.	13 janv.
* A.E.G.	575	—
Chade	7850	7700
Caoutch. Cacao Cameroun part.	300	—
Ch. Ninh. Binh act.	43	75 41
— part.	348	—
Comptoirs Génér. Indochine	29	—
Comptoir R. Ouest-Africain, part.	1300	—
Construct. Méc. J. Guyot	399	—
* Continentale Parker	1675	—
* Delmas et Vieljeux part.	5000	—
* D. D. G. (Filetage Ind.)	3475	3400
* Etains de l'Indochine.	135	125
— part.	627	601
* Etain de Cammon	325	—
Etain de Silleda	134	—
* Farbenindustrie	1590	—
* Financière de Paris	2575	—
— part.	3825	—
Fonderies Massard	470	—
Fse Spath-Fluor Bar. et Dolom	135	—
Franco-Coloniale d'Entreprises	129	—
* Grands Hôtels Orientaux	320	—
Karama Tin	40	—
Katanga 1/60 ^e	420	—
Kilo-Moto	568	—
* Kreuger and Toll sér. intern.	2705	2665
* Min. Ind. Imm. Côte d'Ivoire	99	50
Naraguta Korot	80	—
Potasses d'Alsace	825	d. 935
* S. A. P. R. A.	1585	—
* Swedish Match série intern.	1465	1375
* Tubize Française.	99	100
VALEURS DESABONNES		
Banque Commer. Italienne	1850	—
City Deep. Ltd	25	25 25 25
Djember cap	186	185
Djember div.	64	64
Geldenhuis Deep. t. c. p. 25	52	75 52 50
Modderfontein B.	81	75 81 50
Nitrate Railways	325	—
Raisin de Corinthe.	255	—
— part.	—	—
Robinson Deep A pr	97	97
Rose Deep t. c. p. 25	34	25 35
Simmer and Jack	16	75 16 50
Utah Copper	3300	—
Village Deep.	35	34 50

Marché libre,

der etwa 50 international zum Teil recht gut bekannte Aktienwerte aufweist, darunter auch AEG., I.G. Farben, Kreuger & Toll.

Hier sind es auch oft die jungen Aktien eines großen Parkettpapieres, die vor ihrer Zulassung zum amtlichen Verkehr gehandelt werden. Dieser freie Verkehr spielt sich nur auf dem äußeren Säulengang des Börsengebäudes ab, also im Freien, weshalb er auch oft *Marché aux pieds humides* genannt wird. Hier ist auch der unmittelbarste Kontakt mit dem großen Publikum, denn das Geschrei der Händler dringt weit über das eigentliche Börsengebäude hinaus in die umliegenden Straßen, und jeder Passant hat die Möglichkeit, sich als Zuhörer oder aktiver Mitspieler an den Transaktionen des *Marché libre* zu beteiligen.

Die holländischen Freiverkehrsmärkte.

Im Hinblick auf die engen Beziehungen, die zwischen dem deutschen und dem holländischen Kapitalmarkt bestehen, und auf die Bestrebungen, die Zulassung deutscher Werte zur Notierung an der Amsterdamer Börse zu erreichen, sind auch einige Angaben über den Amsterdamer Freiverkehr von Interesse. Von einem Freiverkehr im Sinne der Pariser Kulisse kann nicht die Rede sein. Der Markt hat hauptsächlich die Bedeutung einer Vorstufe für die offizielle Notierung. In dem Maße, wie Aktien oder Obligationen in die offizielle Notierung einrücken, schwankt auch der Umfang der Freiverkehrskurslisten. Die Liste wird in einer täglich von der Vereeniging voor den Effectenhandel veröffentlichten Übersicht (Prijscourant) zusammengestellt, darüber hinaus werden die Notizen vieler deutscher Werte, bei denen den Emittenten an einer dauernden Kursunterrichtung des Publikums gelegen ist, in Form von Sammelanzeigen in Tageszeitungen veröffentlicht.

Häufig wird die Rubrik der vorläufig notierten Werte als Freiverkehr angesprochen, indessen handelt es sich hierbei mehr, wie man in Amsterdam sagt, um eine Fegefeuerabteilung, aus der die offiziellen Notierungen entstehen, wenn alle Bedingungen erfüllt sind. Früher gab es in dieser Abteilung eine zweite Rubrik, die insofern bemerkenswert ist, als sie den Besitzer eines auch noch so kleinen Teiles eines Wertpapiers die Möglichkeit gab, gegen Entrichtung einer kleinen Gebühr eine Notiz für das Papier feststellen zu lassen. Das betreffende Wertpapier erhielt einen Stempelaufdruck, der es für Transaktionen in dieser Rubrik lieferbar machte. Bei der Börsenreform, die Ende 1929 in Amsterdam stattgefunden hat, wurde die zweite Rubrik fallen gelassen, so daß jetzt alle Werte, deren offizielle Notierung beantragt ist, in einer Rubrik der „voorloopig genoteerde Aandeelen“ erscheint.

VOORLOOPIG GENOTEERDE AADNEELEN.

(De Fondsen voorkomende onder Rubriek I vervallen in den regel mit geze rubriek drie maanden na den dag waarop zij daarin zijn opgenomen.)

	f	1000	divid.	Alg. Ind. Mijnb. en Expl. Mij A.	150g.b	—	—	—	—	—
7	f	1000	divid.	Alg. Ned. Ind. Electr. Nat.	221	—	—	—	—	—
				Bezit Nwe Aand.	91	—	—	—	—	—
1	N. RM	500-2000	divid.	Allg. Elektr. Gesellsch. C. v. A.	—	—	—	—	—	—
1		—	divid.	Allied Int. Inv. Cert. v 10 A.	\$†	—	—	—	—	—
3		—	divid.	dito Cert. v. § 3 Conv. Pr. A.	\$†	—	—	—	—	—
8	\$	500	divid.	Am. Cit. Pow. & L. A. C. v. A.	62	—	—	—	—	—
8		—	divid.	dito dito B C. v. 10 G. A.	\$†	6 ⁵ / ₈	g.b	—	7	—
7		—	divid.	Am. Steel Found. C. v. 10 A. R. II	\$†	28	—	—	27 ³ / ₄	—
		—	divid.	Ass. Gas & El. Cy Ct. v. Pr. A.	\$†	42 b.	—	—	—	—
1		—	divid.	Ass. Rayon Ct. v. 5-10 Aand.	\$†	1 ¹ / ₄	—	—	—	—
5	\$	1000	divid.	dito dito Ct. v. Pr. Aand.	\$†	42 ¹ / ₂	—	—	—	—
	Lei	500-50000	divid.	Astra Romana Aand.	—	—	—	—	—	—
	Lei	500-50000	divid.	dito Recep. v. Nwe Aand.	—	—	—	—	—	—
1	£	50-100	divid.	Atlas Art. Silk Pr. C. v. A. R. II	—	—	—	—	—	—
16	f	400	divid.	Bagelen Thee- & Kina Mij A.	119	—	—	—	116	—
3	£	50-100	divid.	Batavia (Kerkh.) C. v. A. R. II	—	—	—	—	—	—
1	£	10-100	divid.	Branston Art. Silk Cy C. v. d. A.	—	—	—	—	—	—
15		—	divid.	Bijenkorf Winstbew. R. II	f	180.00	—	—	180.00	g.b
2	f	500	divid.	Carré. Exploit. Mpij Aand.	65	—	—	—	—	—
14		—	divid.	Centr. Stat. El. Cp. C. v. 5-10 A.	\$†	10 ⁷ / ₈	—	—	11	—
7	\$	500-1000	divid.	dito Ct. v. § 6 Pr. Conv. A.	\$†	70 ³ / ₈	—	—	—	—
2	Fr.Frs	2500	divid.	Cère Hydro Electr. Aand. R. II	230	—	—	—	—	—
5		—	divid.	Chrysler Corp. C. v. 10 A. R. II	\$†	17g.b	—	—	18	—
2	£	50	divid.	Cons. Diamond Mines of S. W. Africa. Crt. Pr. Aand. R. II	50 b.	—	—	—	50 b.	—
		—	divid.	Corp. Trust Shares 10-100 R. II	\$	6 ³ / ₈	—	—	6 ⁷ / ₁₆	6 ¹ / ₂
		—	divid.	dito dito 250-2000 R. II	\$†	6 ³ / ₈	—	—	6 ⁷ / ₁₆	6 ¹ / ₂
6	£	10-20	divid.	Courtaulds Ltd. Aand. R. II	—	—	—	—	—	—
		—	divid.	Diversified Trust. Sh. R. v. C.	\$†	6 ¹ / ₂	—	—	6 ⁵ / ₈	—
	\$	500-1000	divid.	Dom. Steel and Coal Corp	—	—	—	—	—	—
		—		Rec. v. Ct. v. Gw. Aand B	20 ¹ / ₄	—	—	—	—	—
7	N. RM	500-2000	divid.	Duitsche Bankaand. C. v. R. II	112	—	—	—	—	—
14	N. RM	940-1880	divid.	Duitsche Mijen (7) C. v. A. R. II	—	—	—	—	—	—
11	N. RM	500-2000	divid.	Duitsche Sch. v. Mij C. v. A. R. II	78 ¹ / ₂	—	—	—	—	—
3		—	divid.	Ford Motor Cy of Can.	—	—	—	—	—	—
		—		C. v. 10 Aand R. II	\$†	22 ³ / ₈	22 ⁵ / ₈	—	22 ¹⁵ / ₁₆	—
2	D. Kr.	100-4000	divid.	Ford Motor Cy Kopenhagen A.	171	—	—	—	—	—

Briefkasten.

Fixed Investment Trusts.

W. R., Düsseldorf, fragt: Seitens einiger amerikanischer Banken bzw. ihrer europäischen Vertreter werden wir jetzt in steigendem Maße auf sogenannte „fixed trust“ shares aufmerksam gemacht, die scheinbar in Amerika jetzt große Mode geworden sind. Ich wäre ihnen dankbar, wenn Sie mir im Anschluß an den Plutus-Brief über Investment-Trusts etwas über die rechtlichen und finanziellen Grundlagen dieser „fixed trusts“ mitteilen könnten.

Antwort: Es trifft tatsächlich zu, daß gegenwärtig in Amerika, zum Teil aber auch in Westeuropa der Typ des sogenannten „fixed trusts“ sehr stark in Aufnahme gekommen ist. Dies beruht im wesentlichen wohl auf den schlechten Erfahrungen, die man gerade in Amerika jetzt mit Auswüchsen der gewöhnlichen, d. h. der Management-Investment-Trusts gemacht hat. Wie in dem schon erwähnten Plutus-Heft über Investment-Trusts vom Januar 1930 gezeigt wurde, hat in Amerika das Prinzip der freien Verfügung der Trustleitung über die zur Anlage bestimmten Gelder in der seit der jahrelangen Effektenhausse eine immer stärkere Herausbildung spekulativer Tendenzen zur Folge gehabt. Die damals bereits geäußerten Befürchtungen, daß entsprechend auch der scharfe Kursrückschlag, der in Amerika seit dem Herbst 1929 eingetreten ist, bei manchen Investment-Trusts zu Schwierigkeiten führen könnte (vgl. den besonderen Artikel über die jüngste Entwicklung der Trusts in dem erwähnten Januar-Heft), haben ja in den letzten Wochen in zahlreichen Fällen eine Bestätigung erfahren. Zwar handelt es sich hier streng genommen keineswegs um Mißerfolge des Investment-Prinzips, sondern lediglich um — mehr oder minder zwangsläufige — Folgen der ungesunden Spekulationsauswüchse, also gerade der Abweichung vom gesunden und ursprünglichen Zweck der Investment-Trusts. Selbstverständlich hat dadurch aber das Vertrauen zu den in ihrer Geschäftsführung fast unkontrollierbaren Investment-Trusts überhaupt einen starken Stoß erlitten. So hat man denn wieder eine von uns im Januar (vgl. S. 10) nur kurz geschilderte Form angenommen, die in den letzten Jahren kaum noch Anwendung gefunden hatte: die Methode, dem Trust bestimmte Wertpapiere vorzuschreiben bzw. die Leitung im An- und Verkauf von Werten zu beschränken. Dieser „festgelegte“ (fixed) Trust tritt also mit einem bestimmten Wertpapierbestand ins Leben, an dem jeder Käufer von „trust shares“ einen Anteil erwirbt. So beträgt beispielsweise eine Einheit (unit) des X-Trusts je 10 Aktien von 100 verschiedenen Gesellschaften im Gesamtwerte — am Tage der Zeichnungseinladung — von etwa \$ 100 000.—. Die Gesamtheit wird in, sagen wir, 1000 shares eingeteilt, die dann zu je \$ 10.— zuzüglich Spesen, Gewinn der Bank usw. (von meist 5—10% des ausmachenden Betrags) vertrieben werden. Der Verkaufswert jedes Anteils wechselt je nach dem

Kursstand der im „unit“ vereinigten Werke. Ist ein „unit“ ausverkauft, so werden andere mit derselben Zusammensetzung aufgestellt, so daß das Risiko der Bank nur maximal \$ 100 000.— beträgt, da sie nie mehr als eine Einheit auf einmal anzuschaffen braucht. Unter Umständen wird die Bank auch einen neuen Trust mit abweichender Zusammensetzung „starten“ können. Im übrigen liegen alle Wertpapiere bei einem Treuhänder, meist einer befreundeten Großbank, ohne deren Einwilligung auch Stücke für Ausübung oder Verkauf von Bezugsrechten usw. nicht ausgetauscht werden dürfen.

Diese „fixed trusts“ ähneln also sehr den Zertifikaten, die etwa in Holland als Sammelanteile an verschiedenen deutschen Wertpapieren vertrieben worden sind. Ihre starre Form hat natürlich eine gewisse Unbeweglichkeit zur Folge, wie auch eine Ausnutzung von Kurssteigerungen unmöglich wäre, bietet aber dem Sparer, der wissen will, was sein Trust besitzt, eine starke Sicherheit.

In der Praxis haben sich freilich die Unterschiede zwischen diesem „fixed“ und dem üblichen „Management“-System vielfach sehr verwischt. Es kommt nicht selten vor, daß durch Hintertürchen der Bedingungen dem Freihänder doch das Recht zur „Auswechslung“ von Wertpapieren gegeben wird, mitunter nur in bestimmten Fällen, so bei Dividendenlosigkeit von Aktien, vielfach aber auch immer dann, wenn es dem Interesse der „shareholder“ zu entsprechen scheint; in diesem Fall sind also praktisch die Anteilhaber wieder fast vollständig von Zuverlässigkeit und Sachkenntnis der Leitung bzw. des Treuhänders abhängig, auch wenn, wie häufig, Bedingungen festgesetzt werden, wie daß neu erworbene Werte börsenfähig oder in bestimmten Bewertungsrubriken des „Moody“-Handbuchs verzeichnet sein müssen.

Hinzu kommt, daß in einer Beziehung der „fixed trust share“ sogar fraglos einen Rückschritt bedeutet, nämlich in der Frage der Verwertbarkeit. Da der „fixed trust“, anders als der „management trust“, ja keine eigenen Wertpapiere ausgibt, sondern mehr Depotquittungen über die hinterlegten Effekten, sind die „shares“ nicht börsenfähig zu machen. Ebenso wie der Ankauf erfolgt daher auch der Verkauf nur freihändig auf Grund der Kurse aller einzelnen Wertpapiere, und zwar verpflichten sich die Banken meist zur Rücknahme der „shares“ zu diesen Kursen, aber unter vielfach recht hohen Abzügen. Der Inhaber der Anteile ist insofern also weit schlechter gestellt, als der Eigentümer einer selbständig börsenfähigen Management-Trust-Aktie. Es bietet nur einen geringen Ersatz, daß auch eine andere Methode der Trustauflösung zugelassen wird. Der Inhaber von soviel „shares“, als zur Darstellung tatsächlich vorhandener Aktienbeträge notwendig ist, hat nämlich das Recht, die Aushändigung von Stücken zu verlangen. Wir haben z. B. oben angenommen, daß von jeder Aktienkategorie je 10 Stück vorhanden sind. Wer ein Zehntel aller Anteile, d. h.

100 der insgesamt 1000 „shares“ vorweist, kann demnach Aushändigung von je einem Stück aller einzelnen Aktienkategorien verlangen, die er dann nach Belieben verwerten darf.

Im ganzen sind natürlich die Erfahrungen, die mit diesen „fixed trusts“ gesammelt werden konnten, noch viel zu gering, um die Aussichten beurteilen zu können. Etwas Skepsis scheint immerhin, wenigstens soweit die „Auswechselbarkeit“ von Effekten mehr oder minder in das freie Belieben gestellt wird, nicht unangebracht zu sein. Gerade die amerikanischen „trust shares“, deren Verbreitung jetzt auch in Deutschland versucht wird, scheinen vielfach in dieser Beziehung manchen Bedenken ausgesetzt zu sein. Trotzdem wird man natürlich das Prinzip selbst nicht nach derartigen Gründungen allein beurteilen dürfen, ebensowenig wie das Management-Prinzip, was wir ja schon erwähnten, durch das Fiasko der amerikanischen Spekulationsauswüchse auf die Dauer diskreditiert werden kann.

H. K.

Benennung als Bank oder Bankgeschäft?

K. R. in Dresden fragt: In einem uns bekannt gewordenen Fall hat sich eine kleine Firma, die wohl auch Bankgeschäfte betreibt, in der Hauptsache aber reine Vermittlungen u. a. von Hypotheken vornimmt, den Namen „X Y, Bank in Z“ zugelegt und versucht, anscheinend unter Vortäuschung eines großen Betriebes Kunden heranzuziehen, mit denen wir u. a. bisher gearbeitet haben. Kann man gegen die Irreführung, die in dieser Bezeichnung liegt, vorgehen?

Antwort: Der Unfug, kleinen Betrieben Bezeichnungen beizulegen, die auf große Institute schließen lassen, wird seit langem von allen interessierten Organisationen, außerdem aber auch von den Gerichten bekämpft. In Ihrem Fall wird man zunächst zu prüfen haben, ob die Firma überhaupt unter dem Namen Bank handelsgerichtlich eingetragen ist oder ob dieser Zusatz dort ganz fehlt. Nach dem HGB. (§ 18) darf der Firma nämlich kein Zusatz beigefügt werden, der geeignet ist, eine Täuschung über die Art und den Umfang des Geschäftes oder die Verhältnisse des Geschäftsinhabers herbeizuführen. Regelmäßig gehören hierher alle Zusätze, die auf einen Großbetrieb hinweisen, wenn der Umfang der Firma eine derartige Bezeichnung nicht rechtfertigt. Aus dem Warenhandel wären hier etwa für kleine Firmen die Bezeichnungen „Warenhaus“, „Zentrale“ usw., die häufig gewählt werden, unzulässig, wobei aber erwähnt werden muß, daß es sich hier in vielen Fällen um ganz kleine Betriebe handelt, die nicht einmal handelsgerichtlich eingetragen werden, so daß also eine Erfassung von dieser Seite gar nicht in Frage kommt. In dem speziellen Fall von Bankfirmen ist ebenfalls bereits mehrfach entschieden worden, daß der Name Bank keineswegs von allen Firmen mit Beschlag belegt werden kann, die irgendwie auch Bankgeschäfte betreiben, nämlich dann nicht, wenn es sich nur um unbedeutende

Firmen handelt. In einem Beschluß des Kammergerichts vom 6. Dezember 1928, der u. a. im „Bank-Archiv“ 1928/29 S. 171 wiedergegeben ist, wird dies sogar für den Fall ausgeführt, daß es sich um eine Aktiengesellschaft handelt. In Frage kam hier ein Unternehmen, dessen Geschäftsumfang auch gemessen an der Kapitalhöhe unbedeutend war. Dieses Urteil wurde vom Kammergericht gefällt, obwohl immerhin eine Erhöhung des Kapitals von zunächst 40 000 RM auf 250 000 RM angestrebt wurde. Dieser Betrag reicht aber, wie das Kammergericht ausführt, nicht einmal zu einem bankgeschäftlichen Kleinbetrieb aus, geschweige denn zur Führung eines Institutes, das man mit dem Namen Bank zu bezeichnen pflege. Im übrigen handelt es sich auch in diesem Fall um ein Unternehmen, das anscheinend in der Hauptsache Hypothekenvermittlungsgeschäfte betrieb, was vom Kammergericht ebenfalls als Argument dafür angeführt wird, daß man ein derartiges Unternehmen nicht als Bank bezeichnen könne. In dem damals zur Entscheidung gekommenen Fall wurde jedoch diese Frage überhaupt als nebensächlich behandelt, weil die Bezeichnung „Bank“ schon aus den erwähnten Rücksichten auf die mangelnde Größe des Betriebes als unzulässig erklärt wurde.

In Ihrem Fall wäre also zu raten, zunächst das Handelsregister einzusehen, ob die Eintragung der Firma überhaupt schon stattgefunden hat, und wenn, ob die jetzt von dem Unternehmen in Anspruch genommene Bezeichnung mit der Eintragung übereinstimmt. Wir würden Ihnen empfehlen, sich im Zweifelsfall mit dem Centralverband des deutschen Bank- und Bankiergewerbes in Verbindung zu setzen, der sich früher mehrfach an die Registerrichter und Handelskammern gewandt hat, um derartige Eintragungen zu verhindern. Sollte, wie zu vermuten ist, die Eintragung aber gar nicht unter dem von Ihnen erwähnten Zusatz „Bank“ erfolgt sein, so würde sich eine Handhabe bieten, gegen die Firma auf Grund des Gesetzes gegen den unlauteren Wettbewerb vorzugehen, wie es ebenfalls mehrfach seitens des Centralverbandes in ähnlichen Fällen, und zwar durch Stellung von Strafantrag, geschehen ist. F. R.

Die nächste Ausgabe der PLUTUS-BRIEFE Brief Nr. 2

erscheint Ende Februar 1931 und
behandelt das Thema:

Geldhandel und Kapitalmarkt.

C. E. POESCHEL VERLAG, STUTTGART. FÜR DIE HERAUSGABE VERANTWORTLICH:
DR. ALFRED DRUCKENMÜLLER, STUTTGART.

Alle Anschriften und Sendungen an den C. E. Poeschel Verlag, Stuttgart, Calwer Str. 18, erbeten. Die Zeitschrift erscheint monatlich, das Heft in einem Umfang von etwa 32 Seiten. Bezugspreis durch den Buchhandel, die Post oder den Verlag vierteljährlich RM 6.—, jährlich RM 20.—, für das Einzelheft RM 2.50. Postscheckkonto C. E. Poeschel Verlag, Stuttgart Nr. 14700. Anzeigenannahme durch die Annoncenbüros und den C. E. Poeschel Verlag, Stuttgart, Calwer Str. 18. Druck der J. B. Metzlerschen Buchdruckerei, Stuttgart.