

# Ist die Börse reformbedürftig?

Eine Untersuchung

von

**Dr. W. Prion**

Professor der Betriebswirtschaftslehre  
an der Technischen Hochschule und  
an der Universität Berlin



**Berlin**  
Verlag von Julius Springer  
1932

**Alle Rechte, insbesondere das der Übersetzung  
in fremde Sprachen, vorbehalten.**

ISBN-13: 978-3-642-90275-8      e-ISBN-13: 978-3-642-92132-2  
DOI: 10.1007/978-3-642-92132-2

## Vorwort.

Die gewaltigen Kursrückgänge, die an den deutschen Börsen in den letzten Jahren eingetreten sind, spiegeln die Kapitalzerstörungen und Kapitalumwertungen der deutschen Volkswirtschaft wider. Im Augenblick vermag niemand zu sagen, ob der gegenwärtige Stand der Kurse dem heutigen oder einem zukünftigen Stande dieses Entwertungsprozesses entspricht, zumal auch noch andere Faktoren als lediglich wirtschaftliche Erwägungen auf die Kursgestaltung einwirken. Sicher ist nur eins: daß auf die Dauer gesehen die Höhe der Kurse sowohl der Aktien als auch der Anleihen wieder von den Erträgen bestimmt wird, die die Effekten als Gegenstand der Kapitalanlage abwerfen werden. Aber es wird noch ein langer Weg sein, bis diese letzten Bestimmungsgründe für die Preise der Effekten wieder in eindeutiger Weise die Orientierung des Börsenverkehrs übernehmen werden und können . . .

Mit diesen Bestimmungsgründen für die Preisbildung habe ich mich in meinem Buche: Die Preisbildung an der Wertpapierbörse<sup>1</sup> beschäftigt. Sie dürfen nicht verwechselt werden mit den *R e f o r m e n*, um die es sich in der vorliegenden kleinen Schrift handelt. Die Reformen, von denen hier die Rede ist, beziehen sich auf das rechtliche, organisatorische und personelle *G e h ä u s e*, das wir Börse nennen, und in dem sich jener Börsenverkehr mit dem Ergebnis dieser oder jener Preisgestaltung abspielt. Für das richtige Funktionieren des Börsenverkehrs ist natürlich von größter Bedeutung, daß die Einrichtungen, die für den Ablauf dieses Verkehrs geschaffen sind oder sich gebildet haben, in bester Ordnung sind. Und hier entsteht die Frage, ob nach der großen Krise, die augenblicklich Wirtschaft, Finanzen und Politik durchzumachen gezwungen sind, nicht auch das, was wir Börse nennen, reformbedürftig geworden ist. Wenn auch letzten Endes die Wiedererholung des Börsenverkehrs von der Gesundung von Wirtschaft, Finanzen und Politik abhängig ist, so ist hierbei eine unerläßliche Voraussetzung zugleich, daß Inland wie Ausland ein uneingeschränktes Vertrauen auch zum *r i c h t i g e n F u n k t i o n i e r e n* der Börse haben. In diesem Sinne wolle man freundlichst die nachfolgenden Ausführungen, die lediglich das Wesentliche hervorzuheben sich bestreben, lesen — und danach handeln.

Berlin, den 1. März 1932.

W. Prion.

---

<sup>1</sup> 2. Aufl. München: Duncker & Humblot 1931.

## Inhaltsverzeichnis.

	Seite
I. Ideal und Wirklichkeit . . . . .	1
A. Das Wesen der Börse . . . . .	1
B. Die Organisation der Börse . . . . .	3
C. Die Entwicklung der Berliner Börse . . . . .	5
II. Die Effekten . . . . .	7
A. Die Zulassung zum Börsenhandel . . . . .	7
B. Auslandskäufe und Aktienpakete . . . . .	10
C. Der Rentenmarkt . . . . .	15
III. Das Maklerwesen . . . . .	17
A. Die Börsenbesucher . . . . .	17
B. Der Kassaeinheitskurs . . . . .	19
C. Die freien Makler . . . . .	26
D. Die Kursmakler . . . . .	30
E. Die Kompensationen . . . . .	33
F. Der Terminhandel . . . . .	37
IV. Die „große Reform“ . . . . .	41
A. Die Umgestaltung der Börsenorganisation . . . . .	41
B. Das Selbsteintrittsrecht . . . . .	45
V. Die Außenseiter . . . . .	48
A. Die Emittenten . . . . .	48
B. Das Publikum . . . . .	51
VI. Zum Schluß . . . . .	53

# I. Ideal und Wirklichkeit.

## A. Das Wesen der Börse.

Die deutschen Börsen sind — seit dem 21. September 1931 — geschlossen. Wenn es richtig ist — und der Vergleich ist durchaus angebracht —, die Börse als das Herz der Volkswirtschaft zu bezeichnen, dann läßt sich aus diesem Vergleich auf die Schwere der Krankheit schließen, in der sich die deutsche Wirtschaft befinden muß. Allerdings ist diese Wirtschaft noch nicht ganz tot — in dem sog. Telephonverkehr von Büro zu Büro, der sich als Notbehelf entwickelt hat, und an dem sich die Banken und die freien Makler beteiligen, schleppt sich ein Rest der Börse und des Effektenhandels weiter. Die Beteiligten: Börsenvorstand, Kursmakler und freie Makler, sowie die Banken geben sich alle Mühe, den „normalen“ Zustand der Börse wiederherzustellen, d. h. die Wiedereröffnung der Börse zu betreiben. Der Hausarzt — d. i. der Staatskommissar an der Börse — zeigt für diese Bemühungen seines Patienten durchaus Verständnis; doch lehnt der verantwortliche Hauptarzt, d. i. das Reichswirtschaftsministerium unter Mitwirkung der Reichsbank, vorerst noch die Rückkehr zum alten Zustand ab. Die Begründung läßt sich hören: die kapitalistische Struktur der deutschen Volkswirtschaft ist im Augenblick an vielen Stellen krank; außergewöhnliche Ereignisse, wie Weltwirtschaftskrise und Reparationen, haben die Ertragsfähigkeit zahlreicher Wirtschaftsbetriebe gemindert, bzw. das darin steckende Kapital entwertet; die Währung ist durch die Zurückziehung ausländischer Kredite gefährdet, die Devisenzwangswirtschaft legt den internationalen Kredit -und Kapitalverkehr lahm; die Entwicklung der Wirtschaft und der (internationalen) Politik hat ein allgemeines Mißtrauen geschaffen, das die Spielregeln der kapitalistischen Wirtschaft außer Kraft gesetzt hat. Dieses Zerrbild der Wirtschaft spiegelt sich in den Kursen der Wertpapiere wider — was selbstverständlich auch die Schließung der Börsen nicht verhindern kann; aber dieses Spiegelbild wäre, wenn es täglich jedermann ersichtlich ist, dazu angetan, von sich aus neues Entsetzen zu verbreiten und dadurch neue Beunruhigung mit unerwünschten Übertreibungen hervorzurufen. Man wird nämlich solange von Übertreibungen sprechen dürfen, als man die Hoffnung auf eine allgemeine

Besserung der wirtschaftlichen und politischen Verhältnisse noch nicht aufgegeben hat. Die Reichsregierung hat durch Erlaß ihrer zahlreichen Notverordnungen und durch die internationalen Bemühungen um eine Lösung der Reparationsfrage dieser Hoffnung willensstarken Ausdruck verliehen.

Also werden die Börsen, an denen die jeweilige Lage von Reich, Ländern und öffentlichen Körperschaften sowie der privaten Wirtschaftsbetriebe — soweit sie die Form der Aktiengesellschaften (bzw. Gewerkschaften) angenommen haben — täglich in Ziffern bewertet, sozusagen eine fortlaufende Bilanz der gesamten Volkswirtschaft geführt wird, — also werden diese Börsen einstweilen noch geschlossen bleiben müssen. Und ebenso, wie es in diesem Augenblick, d. h. bei Niederschrift dieser Zeilen, unmöglich ist, etwas Sicheres über die Aussichten einer allgemeinen Umkehr von dem Niedergang zu sagen, der die ganze Welt ergriffen hat, ebensowenig kann der Zeitpunkt vorausgesagt werden, an dem es nicht nur möglich, sondern auch geraten ist, die Zentralstelle für die Versorgung der Volkswirtschaft mit Geldkapitalien und den hierauf beruhenden Handel mit Effekten wieder in alter Weise in Gang zu setzen. Das kann und wird nur der Fall sein, wenn die Voraussetzungen gegeben sind, die für das Funktionieren eines jeden Marktes erforderlich sind: wenn wieder ein gewisser Ausgleich von Angebot und Nachfrage möglich ist.<sup>1</sup>

In alter Weise: das ist die Frage! Zum mindesten kann diese Frage gestellt werden. Sie ist auch in letzter Zeit wiederholt gestellt worden — sie ist übrigens auch schon früher häufig und immer wieder gestellt worden. Ja, man kann geradezu sagen, daß eine gewisse Regelmäßigkeit zu beobachten ist, mit der Börsenreformen gemacht oder zum wenigsten besprochen werden: nämlich in Zeiten der Baisse, wenn das Publikum meint, von der Börse übervorteilt zu sein, und sich die Börseninteressenten gegenseitig unlautern Wettbewerb aus Mangel an Geschäften vorwerfen. Es bedarf jedoch keiner besonderen Darlegung, daß es angesichts der Lage, in der sich heute die deutsche Volkswirtschaft befindet, möglich ist, mit etwas mehr Recht als sonst die Frage nach Reformen zu stellen. Tut man dies, so ist es weiter erforderlich, von einigen Grundlagen auszugehen, an denen man das, was reformiert werden soll, und das, wie zu reformieren ist, orientieren muß, wenn man nicht Gefahr laufen will, sich in Einzelheiten und Einseitigkeiten oder in bedenklichen Kompromissen zu verlieren.

---

<sup>1</sup> Am 25. Februar 1932 sind die deutschen Börsen wieder geöffnet worden. Es findet jedoch nur ein inoffizieller Freiverkehr — gewissermaßen in Fortsetzung des sog. Telephonverkehrs — statt; Kurse werden zunächst nicht notiert und nicht veröffentlicht.

Zunächst die alte Frage: Was ist eine Börse<sup>1</sup>? Die Antwort: Treffpunkt von Angebot und Nachfrage (in Waren oder Effekten), also ein Markt. Doch ein Markt besonderer Art: eingerichtet für Massenabschlüsse auf Grund einer eigenartigen Organisation. Die Effekten — nur von der Effektenbörse soll hier die Rede sein — sind versachlichte Wertpapiere, soll heißen: alle individuellen Merkmale zwischen Schuldner und Gläubigern sind abgestreift; die Effekten können ganz oder fast formlos ihren Besitzer wechseln, für alle Besitzer gelten die gleichen Bedingungen, Rechte und Verpflichtungen. Den versachlichten Objekten, den Effekten, entspricht die Schablonisierung des börsenmäßigen Handels: allgemeingültige Geschäftsformen, Vorschriften über Abwicklung der Geschäfte und ihre Erfüllung. Dazu das Bestreben, auch die beteiligten Personen hinsichtlich ihrer Erfüllungssicherheit zu vereinheitlichen: Regelung der Zulassung zum Börsenbesuch, Sicherstellung der Zahlungsfähigkeit durch Liquidationskassen oder ähnliches.

Und die Ergebnisse (bzw. die Möglichkeiten) dieser besonderen Art von Märkten: Vereinfachung des einzelnen Geschäftsabschlusses, Steigerung der Umsätze im ganzen, Schnelligkeit der Abwicklung und dabei doch größte Sicherheit der Erfüllung auf Grund der sich aus den Abschlüssen ergebenden Verpflichtungen. Diesem möglichen oder tatsächlichen Ergebnis entspricht die Konzentration der Abschlüsse an einer Stelle: Börsenraum, zu bestimmter Börsenzeit: täglich 12—2 Uhr, an bestimmten Orten: Börsenplätzen. Und hierum gruppiert sich dann das, an das man zunächst denkt, wenn man von Börse spricht: die rechtliche Ordnung (Börsengesetz) und die praktische Gestaltung (Börsenorganisation), beides natürlich in enger Abhängigkeit voneinander. Und doch sollte man unterscheiden zwischen dem eigentlichen Wesen der Börse: eines besonderen Marktes für vertretbare Waren (Effekten), eingerichtet für Massenumsätze, und der rechtlich-praktischen Gestaltung, in der sich dieses Wesen der Börse in einer bestimmten Volkswirtschaft manifestiert: wie es z. B. in der Berliner, Londoner, Pariser Börse der Fall ist.

## B. Die Organisation der Börse.

Es ist nämlich möglich, sich aus dem Wesen der Börse heraus ein Idealbild von der praktischen Gestaltung des Börsenverkehrs zu machen und dann dieses Idealbild mit den wirklichen Börsen, so wie sie sich praktisch darbieten, zu vergleichen. In zweierlei Beziehung: erstens, ob sich dieses Idealbild überhaupt in der Praxis vorfindet und

<sup>1</sup> Vgl. hierzu Artikel: Börsenwesen im Handwörterbuch der Staatswissenschaften; ferner W. Prion: Die Effektenbörse und ihre Geschäfte, sowie H. Schumacher: Die Stellung der Börse in der Volkswirtschaft (Nr. 7 der Mitt. d. Ind. und Handelskammer zu Berlin, 1927).

zweitens, ob eine eventuelle Abweichung von dem Idealbild praktisch erträglich oder gar von Vorteil für den Verkehr ist.

Einer unserer besten Kenner des Börsenwesens, der frühere Staatskommissar an der Berliner Börse und jetzige Professor an der Bonner Universität Göppert, hat dieses Idealbild gelegentlich<sup>1</sup> mit folgenden Worten gekennzeichnet: Die Börsen sind Umsatzstellen für das an der Kapitalanlage und Spekulation interessierte Publikum. Alle Abschlüsse in Effekten sind hier zu konzentrieren. Sie gelangen an die Börse durch eine entsprechende Zahl von Börsenkommissionären. Zwischen ihnen vermittelt eine geringe Anzahl von Maklern. Diese Organisation ergibt sich aus dem Wesen der Börse als eines besonderen Marktes. Aus einer solchen Zusammenbringung der Aufträge entsteht dann der der jeweiligen Marktlage entsprechende Preis, der somit die Krönung des Börsenhandels darstellt. Göppert führt dann weiter aus, daß dieses Idealbild von einer Börse in England und Frankreich in den dortigen Börsenorganisationen nahezu erreicht wird. In Frankreich: alle Aufträge gelangen an die offiziellen agents de change, die allein berechtigt sind, Geschäfte in Effekten auszuführen. In England: die Börsenbesucher scheiden sich in dealer (jobber), die in Effekten handeln, und in die broker, die die Aufträge von außen her in die Börse (an die dealer) bringen. Daß in Wirklichkeit auch diese Organisationen nicht ganz genau so funktionieren, wie das Idealbild es vorsieht, soll hier nicht weiter verfolgt werden. (Vgl. hierzu IV). Richtig ist jedoch: daß die Londoner und Pariser Börse tatsächlich in weitgehendem Maße nach diesem sich aus dem Wesen der Börse ergebenden Idealbild organisiert sind.

Was nicht ohne weiteres von den deutschen Börsen zu sagen ist. Man erkennt dies, wenn man sich als Beispiel die Organisation der Berliner Börse vergegenwärtigt. Zwar gelangen auch hier die Aufträge des Publikums auf dem Wege über die Zwischenglieder an die Börse. Doch ergibt sich schon der erste und beträchtliche Unterschied: diese Zwischenglieder, die Banken und Bankiers, erledigen die Aufträge als Kommissionäre mit dem Recht des Selbsteintritts, d. h. sie geben die von ihren Kunden eingehenden Aufträge in eigenem Namen an die Börse weiter — oder auch nicht: sie kompensieren die Geschäfte in sich, soweit dies möglich ist, entziehen also der eigentlichen Börse einen mehr oder weniger großen Teil des Angebots und der Nachfrage. Für die Organisation der Berliner Börse ist ferner von Bedeutung, daß diese Banken zugleich im großen Umfang die Emittenten der Effekten sind, und es den Bankiers nicht verwehrt ist, in den Effekten ihrer Kundschaft selbst zu spekulieren.

<sup>1</sup> Deutsches und ausländisches Börsenwesen in der Zeitschrift: Bankwissenschaft v. 5. 8. 31.

Was die Börse selbst anlangt, so sind hier zwar amtliche Kursmakler (in geringer Zahl) als Vermittler von Geschäften tätig; daneben gibt es aber noch eine große Zahl sonstiger Börsenbesucher, die sich als Händler für fremde und eigene Rechnung, als Spekulanten, als freie Makler und diese wieder in den Abstufungen: Vermittlungsmakler und Aufgabemakler betätigen. Also: (wie Göppert richtig hervorhebt) eine fast völlige Verkehrsfreiheit (Gewerbefreiheit), eingebaut in eine Angelegenheit (Börse als einen Markt besonderer Art), die ihrem Wesen nach eine bestimmte Organisation (siehe Idealbild) erfordern müßte. Die Berliner Börse, als die wichtigste unter den deutschen Börsen, stellt sich in ihrer Organisation somit dar als ein Kompromiß zwischen innerer Zweckmäßigkeit und Erfüllung eines allgemeinen wirtschaftlichen Postulats (Handels- bzw. Gewerbefreiheit), das von außen her in den Börsenorganismus hineingetragen wird: der Gesichtspunkt der sog. Börsenfreiheit wird hier in den Vordergrund geschoben.

Diese Kompromißlösung muß man sich vor Augen halten, wenn man von Reformen spricht: soll dieses Kompromiß, das in der Organisation der Berliner Börse zum Ausdruck kommt, etwa im Sinne des Idealbildes von einer Börse schlechthin reformiert werden? Oder sollen sich die Reformen auf die nun einmal bestehende, durch das Börsengesetz rechtlich verankerte Organisation der Berliner Börse beziehen? Man tut gut daran, die Antwort auf diese Frage einstweilen auszusetzen (vgl. IV). Auf diese Weise ist es möglich, von einem gegebenen Zustand — der Berliner Börse — auszugehen und alles, was eine Veranlassung für Reformen bieten könnte, einer Betrachtung zu unterziehen. Doch soll die Fragestellung daran erinnern, daß die beiden verschiedenen Ausgangspunkte für Reformen bestehen, wenn man von den deutschen Börsen und insbesondere von der Berliner Börse spricht.

### C. Die Entwicklung der Berliner Börse.

Vorher ist jedoch noch die weitere Feststellung wichtig, dass sich seit dem Erlaß des deutschen Börsengesetzes von 1896 und der Börsengesetznovelle von 1908 in der Verfassung der Berliner Börse recht bedeutsame — man würde heute sagen: strukturelle — Veränderungen vollzogen haben. Und dies bis zu einem gewissen Grade schon bis zum Jahre 1914. Sie lassen sich in aller Kürze, wie folgt, umschreiben:

a) in personeller Beziehung: Die zur Zeit der Börsengesetzgebung bestehende, im Verhältnis zur damaligen Bedeutung des Börsenverkehrs recht leistungsfähige Berufsspekulation (die also an der Börse als Händler tätig war) ist stark zusammengeschmolzen. Die Gründe liegen in der Zurückdrängung der Privatbankiers durch die Aktienbanken, in der Konzentration des Effekengeschäfts bei den Großbanken und schließlich auch in dem Anwachsen des Effektenkapitals, das in steigendem

Maße dem Börsenhandel zugeführt worden ist. Die Börsenbesucher, soweit sie nicht Vertreter großer Banken und Bankfirmen sind, nehmen zwar an Zahl zu, beschäftigen sich aber immer mehr mit der Vermittlung von Geschäften — wodurch sie in das Arbeitsgebiet der Kursmakler eindringen — oder mit der kurzfristigen Tagesspekulation infolge der ihnen nur beschränkt zur Verfügung stehenden Mittel. Es fehlt jetzt der große Zug, der früher von einer leistungsfähigen Großspekulation ausging (und auch häufig die Börse in Unruhe versetzt hat); demgegenüber kann die große Masse der auf kurzfristige Tagesspekulation eingestellten Börsenbesucher der Börsenentwicklung keinen Rückhalt bieten, wenn mal außergewöhnliche (und unberechtigte) Vorgänge auf die Kursgestaltung einwirken. Als einen für die Verfassung der Börse günstigen Umstand ist die mit dieser Entwicklung verbundene Tatsache anzusehen, daß die Verbindung: Kommissionsaufträge des Publikums und Eigenspekulation der Bankiers nicht mehr in dem Maße wie beispielsweise in den 1880er Jahren besteht, nachdem das Effektenkommissionsgeschäft in großem Umfang auf die Großbanken übergegangen ist. Denn von einer eigentlichen „Eigenspekulation“ der Großbanken kann man nicht gut sprechen, und die Angestelltenspekulation ist immer nur in beschränktem Umfange möglich.

b) Dieser personellen Strukturwandlung in der Verfassung der Berliner Börse steht nicht in gleichem Maße eine solche in dem Effektenmaterial gegenüber. Wohl hat sich die Zahl der zur Börse zugelassenen Effekten — Aktien und Anleihen — von Jahr zu Jahr erhöht. Doch ist diese Zunahme keine solche, daß sich daraus wesentliche Änderungen in dem Verkehr ergeben hätten. Selbstverständlich sind auch die Aktienkapitalien einzelner Gesellschaften von Zeit zu Zeit erhöht worden, sind große Aktiengesellschaften entstanden, bei denen es schwer ist, die Kurse zu manipulieren. Im ganzen jedoch liegen die Veränderungen bis 1914 mehr auf seiten der berufsmäßig ausgeübten Spekulation: eine der Zahl nach zwar größere, in ihrer Leistungsfähigkeit jedoch geschwächte Berufsspekulation sieht sich einem vergrößerten Effektenmaterial gegenüber, das durch die Vermittlung der Großbanken in immer weitere Kreise des Publikums eindringt. Oder auch anders ausgedrückt: eine Schwergewichtsverlagerung des Umsatzes von der eigentlichen Börse nach den Großbanken hin.

c) Womit jedoch nicht gesagt sein soll, daß hierunter die weitere Aufgabe der Börse, der Preisbildung zu dienen, gelitten haben müßte. Es ist natürlich sehr schwer zu sagen, wann und ob eine Preisbildung, wie sie sich unter diesen oder jenen Umständen an der Börse vollzieht, richtig oder weniger richtig oder gar falsch ist. (Ich habe mich mit dieser Frage eingehend in meinem Buche: Die Preisbildung an der Wertpapierbörse, 2. Auflage 1929 beschäftigt.) Ohne an dieser Stelle auf die Probleme

matik der Frage und ihrer Beantwortung in grundsätzlicher Beziehung einzugehen, ist im allgemeinen doch zu sagen (und von mir auf Grund statistischen Materials nachgewiesen worden), daß im allgemeinen die Preisbildung in den letzten Jahren vor dem Kriege doch den Anforderungen entsprach, die man billigerweise an den Börsenorganismus zu stellen berechtigt war. Natürlich hat es Einzelfälle gegeben, die zu be-  
anstanden waren, ja selbst organische Fehler haben sich offenbart, wie z. B. bei den Anleihen die sog. Ausweichkurse, denen man dann jedoch mit besonderen Maßnahmen begegnet ist. Und natürlich konnte auch die stark nach den Großbanken hin verlagerte Verfassung der Börse keinen Schutz gegen solch elementare Ereignisse bieten, wie es z. B. der Kriegsausbruch und seine Folgen waren: 1914 mußte die Börse geschlossen werden. Erst am 3. Dezember 1917 wurde die Börse für das Kassageschäft wieder geöffnet, während das Verbot des Terminhandels bis zum 1. Oktober 1925 in Kraft blieb.

Krieg, Inflation, Währungsstabilisierung, Scheinkonjunktur durch Reparationen und Auslandskredite sind die hauptsächlichsten Vorgänge, die die deutsche Volkswirtschaft in der Zeit von 1914 bis 1931 umgestaltet haben. Sie haben auch die Verfassung der Berliner Börse stark beeinflußt und noch einmal erheblich — strukturell — verändernd gewirkt. Im folgenden sollen die Ergebnisse auf den einzelnen Gebieten kurz dargestellt werden, wodurch wir zugleich in die Reichweite der Reformen kommen.

## II. Die Effekten.

### A. Die Zulassung zum Börsenhandel.

Was zunächst die Effekten anlangt, so hat die Inflation zu einer beträchtlichen Aufblähung der Effekten, sowohl der Aktien als auch der Anleihen, geführt. In den Jahren 1919—1923 haben nicht nur die Papiermarkbeträge der Effekten, sondern auch die Zahl der an der Börse gehandelten Papiere zugenommen. Die Goldmarkumstellung hat hierin nur die weitere Änderung gebracht, daß die Gesamt-Nominalbeträge der Aktien und Anleihen, wie auch der Nennbetrag der einzelnen Aktien ganz erheblich herabgesetzt worden sind; an der Zahl der noch im Börsenhandel befindlichen Effekten hat sich jedoch bis auf den heutigen Tag nur wenig geändert. Zahl der Aktiengesellschaften Ende 1930: 10 970 mit 24,1 Mill. M. Kapital gegen 5222 Aktiengesellschaften mit 14,7 Mill. M. Kapital 1909. An der Berliner Börse wurden gehandelt: 1913 etwa 2000 Anleihen und Obligationen und 1250 Aktien gegen 1700 bzw. 900 im Jahre 1931. Das Ergebnis ist: größere Zahl der Effekten, die gehandelt werden, geringerer Kapitalbetrag bei der einzelnen Gesellschaft, größere Anzahl der Einzeleffekten wegen des geringeren Nominalbetrages, also mehr

Arbeit bei — im ganzen — geringeren (Wert-)Umsätzen. Dazu kommen noch die Auswirkungen der gegenwärtigen Krise: eine intensive und extensive Schmälerung der Gewinne, bzw. Steigerung der Verluste, mit der Folge, daß durch Herabsetzung der Aktienkapitalien zwar Aktienmengen verschwinden werden, jedoch nicht ohne weiteres auch die einzelnen durch Sanierung kleiner gewordenen Aktiengesellschaften.

An sich spielt die Zahl der Effekten für eine Börse natürlich keine Rolle. Es kommt nur darauf an, daß der sich aus der großen Zahl der Effekten ergebende Verkehr organisatorisch bewältigt wird. (An der Londoner Börse sind etwa 6000, an der Pariser Börse etwa 3000 Papiere zum Handel zugelassen.) Auch der niedrige Nominalwert von RM. 100,— (in London 1 £ bis 1 sh) stellt nur organisatorische Anforderungen an den Börsenverkehr. Dagegen ist es von erheblicher Bedeutung für den Markt und vor allem für seine börsenmäßige Ausgestaltung (siehe I), daß sich in den einzelnen Effekten ein hinreichender Handel entwickelt und entwickeln kann. Hierfür ist die Menge der dem Markt unmittelbar oder mittelbar zur Verfügung stehenden Effekten, die auf die einzelne Gesellschaft entfallen, von Bedeutung.

Vor dem Kriege sahen die Zulassungsbedingungen vor, daß das Aktienkapital einer Gesellschaft 1 Mill. Mark für die Berliner, Frankfurter und Hamburger Börse und M. 500 000,— für die Provinzbörsen betragen mußte. Diese Beträge sind nach der Goldmarkumstellung für Zulassungen auf RM. 500 000,— bzw. RM. 250 000,— herabgesetzt worden. Außerdem kann bei solchen Gesellschaften, die schon zugelassen waren, bis auf RM. 200 000,— bzw. RM. 100 000,— herabgegangen werden. Hier müßten die ersten Reformen einsetzen: Wiedererhöhung des Mindestkapitals auf 1 Million Mark bzw. RM. 500 000,—, wie vor dem Kriege. Diese Erhöhungen haben sich zunächst auf die Zulassung von neuen Papieren zu beziehen. Diese Maßnahme würde nicht nur die Tendenz auslösen, daß die kleineren Aktiengesellschaften den großen Börsen fernblieben, sondern sie würde auch auf die Gründung von Aktiengesellschaften bzw. Umwandlungen in solche zurückhaltend einwirken, da es dann eben schwieriger ist, an die Börse zu kommen.

Nicht so einfach liegen die Dinge bei der großen Zahl der schon zugelassenen, aber jetzt — und in Zukunft — nur noch mit niedrigeren Kapitalie.<sup>1</sup> ausgestatteten Gesellschaften. Sie nachträglich von der Börse zu verweisen, würde eine Härte für die davon betroffenen Gesellschaften (Kreditschwierigkeiten) wie für die Aktionäre sein, die dann ein nicht mehr börsengängiges Papier in Händen hätten. Und dennoch müssen hier Maßnahmen ergriffen werden; denn gerade die Aktien der großen Masse der kleinen und kleinsten Aktiengesellschaften sind es, die in Haussezeiten (nach oben) und in Baissezeiten (nach unten) zu Übertreibungen Veranlassung geben und dadurch die Tendenz der gesamten

Börse beeinflussen. Neben dem Bestreben, diese Papiere nach und nach den Provinzbörsen zurückzugeben (wohin sie gehören und wo sie ein mehr lokalgebundenes und interessiertes Käuferpublikum finden), könnte — ähnlich wie das früher schon bei festverzinslichen Papieren geschehen ist — bei den Kleingesellschaften von der täglichen Kursfeststellung abgesehen werden. Wenn die Kurse der Aktien dieser Gesellschaften nur zweimal in der Woche amtlich notiert würden, dann wäre es möglich, Kauf- und Verkaufsaufträge über 2—3 Tage lang zu sammeln und diese der Kursfeststellung zugrunde zu legen. (Darauf ist bei der Besprechung des Kassaeinheitskurses noch zurückzukommen.) Wenn mit dieser Maßnahme eine Beugung und Einschränkung der Spekulation verbunden ist, so würde das kein Nachteil, eher ein Vorteil für das einzelne Papier wie für die Börse im ganzen sein.

Was den Terminhandel anlangt, so hat sich zwar die Zahl der sog. Terminpapiere gegenüber 1913 (= 86 zu 85 Ende 1931) nicht wesentlich geändert. Es ist jedoch zu berücksichtigen, daß vor Wiedereinführung des Terminhandels (1925), nämlich im Jahre 1919 die Einrichtung des Handels zu variablen Kursen, die als Vorläufer und Ersatz des späteren Terminhandels gedacht war, geschaffen worden ist. In diesen Handel zu variablen Kursen wurden im Jahr 1919 etwa 130 Papiere überführt. Die Zahl hat sich bis zum Jahre 1931 auf etwa 80 ermäßigt, größtenteils deshalb, weil ein Teil der Papiere 1925 in den Terminhandel übergegangen ist. Insgesamt gesehen, ist daher auch hier eine nicht unbeträchtliche Zunahme gegenüber 1913 festzustellen, der gleichfalls heute eine Schrumpfung des Verkehrs gegenübersteht.

Was soll hier geschehen? Die Antwort kann nicht ohne weiteres lauten: Abbau und Konzentrierung. Hier stößt man auf grundlegende Organisationsfragen des Berliner Börsenverkehrs. Es ist nämlich nicht so, daß aus dem Wesen der Börse (I) einfach hervorgeht: es gibt eine 3-Stufenfolge von Märkten; erstens: den Kassamarkt, zweitens: den Schwankungsmarkt und drittens: den Terminmarkt. Und aus irgendwelchen Gründen müßte man dieses Papier dem ersten Markt, jenes dem zweiten Markt und ein anderes dem dritten Markt zuweisen. Zieht man (beispielsweise) die Pariser oder Londoner Börse als vergleichsweise Fälle heran, so muß man feststellen, daß hier alle oder doch der größte Teil aller Effekten auf Termin und nicht per Kasse gehandelt werden. In Berlin ist es hingegen so, daß für alle Papiere ein Kassageschäft mit dem Kassaeinheitskurs besteht und daneben für die oben mitgeteilten Effekten — also zusätzlich — ein Schwankungs- bzw. Terminhandel eingerichtet worden ist. Es wäre also denkbar, nicht nur diese zahlenmäßige Steigerung der Schwankungs- und Termineffekten gutzuheißen, sondern sogar noch den Übergang aller (oder doch wenigstens des größten Teiles aller) Kassapapiere zum Schwankungs- und Terminmarkt zu fordern.

Dazu ist zu bemerken, daß die grundsätzliche Betonung des Kassageschäfts für alle Effekten sowie die Ausweitung des Kassageschäfts zum variablen Verkehr bzw. die Zulassung zum Terminhandel mit der besonderen Verfassung der deutschen Börsen, wie sie in I dargestellt worden ist, zusammenhängt. Von dieser Verfassung aus gesehen, haben sich die Bestimmungen über den Terminhandel im allgemeinen bewährt, ebenso die aus dem Börsenverkehr selbst herausgewachsene Einrichtung des Schwankungsmarktes. Infolgedessen ist es nicht nur möglich, sondern auch erforderlich, die jetzigen Zustände an den mit der Verfassung der Börse verbundenen Absichten zu prüfen. Dann ergibt sich, daß auch hier eine Anpassung an die veränderten Umstände erforderlich ist. Aus den Terminpapieren sind solche auszuscheiden, die 1. nicht dem Erfordernis des Mindestkapitals, das wieder von 10 auf 20 Mill. Mark zu erhöhen ist, entsprechen und 2. auch aus sonstigen Gründen nicht mehr für den Terminhandel geeignet sind (geringer Verkehr infolge Einsperrung eines großen Teils des Aktienkapitals in festen Händen oder: mangelnde Rentabilität infolge Umgestaltungen durch die Krise). Dasselbe ist bei den Papieren des Schwankungsmarktes zu veranlassen. Insbesondere für den Terminhandel kommt es — mit Rücksicht auf die Organisation der deutschen Börsen — nicht so sehr darauf an, daß möglichst viel Papiere auf Termin gehandelt werden, vielmehr daß in den Papieren, die zum Terminhandel zugelassen sind, ein solches Geschäft stattfindet, das die guten Seiten des Terminhandels zur vollen Wirkung bringt. Von diesem Standpunkt aus genügt es durchaus, wenn eine begrenzte Zahl von ersten und umsatzstarken Standardpapieren zum Terminhandel zugelassen ist.

Diese Maßnahmen sind um so leichter durchzuführen, als für diese Papiere in jedem Fall noch das Kassageschäft mit dem Einheitskurs bestehen bleibt. Nicht mehr für den Terminhandel geeignete Effekten können überdies dem Schwankungsmarkt zugeführt werden. Von einer Benachteiligung der Gesellschaften kann daher nur bedingt gesprochen werden, zumal die eine oder andere Gesellschaft nicht einmal Wert darauf legt, ihre Aktien im Terminhandel zu sehen. So könnte sogar der Antrag auf Umgruppierung von den Gesellschaften selbst ausgehen.

#### B. Auslandskäufe und Aktienpakete.

Hinsichtlich der Effekten sind noch zwei Veränderungen vor sich gegangen, die in diesem Zusammenhang zu erwähnen sind. Da sind erstens die Auslandskäufe, die zeitweilig von erheblichem Einfluß auf die Börsengestaltung und Kursbildung geworden sind. Zunächst: über den Umfang, der in den letzten 6 Jahren (seit der Stabilisierung) vom Ausland gekauften, an deutschen Börsen notierten Effekten, liegen zuverlässige Ziffern nicht vor. Das Institut für Konjunkturforschung spricht

z. B. von 2,5 Milliarden Mark. Wie hoch sich auch der Betrag in Wirklichkeit stellen mag, sicher ist jedenfalls: 1. daß die Auslandskäufe — auch in ihrer unbestimmten Höhe (vielleicht gerade dieserhalb) — leicht einen stimulierenden (manchmal übertrieben starken) Einfluß auf die Börsentendenz ausüben (Mitläufer), weil die nur mit begrenzten Mitteln arbeitende Spekulation hinter jedem ausländischen Kaufauftrag unbegrenzte Geldmittel vermutet. Und 2. daß es eine alte Börsenerfahrung ist, daß die vom Ausland gekauften Effekten sehr leicht wieder ins Heimatland zurückströmen. Ein bekannter Bankdirektor, zu dessen Sonderheit es gehört, seine Erfahrungen in Form von Anekdoten zum besten zu geben, vergleicht die ins Ausland abgeflossenen Effekten mit den Brieftauben, die auf dem schnellsten Wege zu ihrem Heimatsschlag zurückkehren. Für den Ausländer handelt es sich in solchen Fällen — und beim Ankauf deutscher Effekten in den letzten Jahren in ganz besonderem Maße — nicht in erster Linie um eine langfristige Kapitalanlage, sondern mehr um eine Spekulation zwecks Ausnutzung von Kursunterschieden. Von solchermaßen gekauften Effekten trennt man sich naturgemäß leicht, wenn die Entwicklung nicht nach Wunsch geht. Es unterliegt keinem Zweifel, daß die außerordentliche Entwertung der deutschen Effekten — während und nach der Bankenkrise vom Juli 1931 — zu einem großen Teil auf die Abstoßungen des Auslandes zurückzuführen ist.

Nun sind ja die Meinungen über die Beteiligung des Auslandskapitals an der deutschen Wirtschaft sehr geteilt. Selbst wenn man die Beteiligung des Auslandes für erwünscht (oder auch nur für notwendig) hält, so bleibt noch die Frage offen, in welchen Formen sie sich vollziehen soll: kurzfristige Buch- bzw. Wechselkreditgewährung mit oder ohne Prolongationen, langfristige festverzinsliche Anleihen oder Überlassung von Aktien, letztere zwar mit Stimmrecht, aber ohne feste Verzinsung wie bei den Anleihen. Ich bin immer für die Beteiligung in der Form der Aktien eingetreten, die die Unternehmungen nicht mit einer festen Zinsenpost belasten (unter der sie in der augenblicklichen Krise sehr zu leiden haben). Als Nachteil — für die Gesellschaften allerdings nur indirekt — kommt für die Aktien die leichte Abstoßung hinzu, die, wenn sie nicht durch besondere Verträge bei Übernahme ganzer Aktienpakete geregelt ist, den Markt der Papiere — und darüber hinaus die ganze Börse in Unordnung bringen kann. Zwar können auch Anleihen, wenn sie die Form von Effekten angenommen haben und diese an den deutschen Börsen gehandelt werden, zurückströmen; doch liegen hier die Dinge meist so, daß diese Effekten nur an der betreffenden ausländischen Börse gehandelt werden.

Ausländischer Besitz an deutschen Aktien und Anleihen bildet also für die deutsche Börse ein Moment der Unruhe. Nun ist wohl damit zu

rechnen, daß, selbst wenn sich eine Besserung der deutschen Wirtschaft anbahnen sollte, sich das Ausland kaum mehr in dem Maße wie bisher für deutsche Effekten interessieren und am Börsenhandel beteiligen wird. Dazu sind die Verluste, die gerade in den letzten 4 Jahren — ab 1927 — eingetreten sind, zu groß und nachhaltig gewesen. Immerhin — und es wird durchaus erwünscht sein — ist mit einem weiteren Interesse des Auslandes für deutsche Effekten zu rechnen, zumal dort, wo im eigenen Land überschüssiges Anlagekapital verfügbar ist. Es ist auch denkbar, daß die Störungen durch solche Rückflüsse, wie wir sie in der hinter uns liegenden Zeit erlebt haben, nicht unbedingt wieder einzutreten brauchen, wenn es wirklich gelingen sollte, die politische und wirtschaftliche Entwicklung in ruhigere Bahnen zu bringen. Sonst ist es nur möglich, in indirekter Weise auf das Verhalten der ausländischen Besitzer von deutschen Effekten einzuwirken: daß sich die Verwaltungen der deutschen Aktiengesellschaften bewußt sind, unter ihren Aktionären eben solche Ausländer zu haben, die sich leicht von ihrem Besitz zu trennen pflegen, und daß sie — die Verwaltungen — von sich aus alles tun müssen, um ihre Geschäftspolitik so zu gestalten, daß zum mindesten aus finanziellen Gründen der Ausländer nicht genötigt wird, sich Hals über Kopf von seinem Besitz zu trennen. Nach den schuldhaften Verfehlungen einzelner (Favag, Nordwolle, Schultheiß) wird es den deutschen Unternehmungen nicht leicht fallen, das Vertrauen, das sie vor dem Kriege und zum großen Teil auch bis zur großen Krise genossen, wieder zurückzuerobern.

Das am 23. Januar 1932 abgeschlossene Stillhalteabkommen (Verzicht auf die Zurückziehung der Auslandskredite) sieht die Anlegung eines Teiles der in Mark zurückgezahlten Kredite in Effekten vor. Hier ist dem Auslandskapital noch einmal der Weg zu den deutschen Effekten gezeigt worden. Es ist anzunehmen, daß das Ausland in Zukunft mit aller Vorsicht bei seinen Ankäufen vorgehen wird. Da jedoch auf der anderen Seite die Anlegung dieser Mittel nur mit Genehmigung der Reichsbank statthaft ist, kann Vorsorge getroffen werden, daß gefährliche Überfremdungen einzelner Gesellschaften vermieden werden.

Das andere sind die Aktienpakete, die in Gestalt von Beteiligungen an einer Stelle — mehr oder weniger dauernd — festliegen oder als Spekulationsobjekte zusammengebracht und als ganzes veräußert werden. Die Schaffung, Festlegung und Veräußerung ganzer Aktienpakete hat in den letzten Jahren beträchtlich zugenommen. Äußerlich tritt dies in der starken Tendenz zur konzernmäßigen Verschachtelung in der deutschen Wirtschaft zutage: mehr als 80% aller deutschen Unternehmungen sollen konzernmäßig gebunden sein. In dem Wochenbericht des Instituts für Konjunkturforschung vom 2. September 1931 (Gebundene und freie Effektenbestände) wird bei einem Nominalkapital von

24 Milld. Mark (für alle deutschen Aktiengesellschaften) der gebundene Besitz auf über 70% geschätzt. Die mit Spekulationsabsichten zusammengebrachten Aktienpakete haben sogar in einzelnen Fällen unliebsames Aufsehen erregt. Wenn es auch als sicher anzusehen ist, daß sich für weitere Zunahme des Aktienpaketwesens keine günstigen Aussichten ergeben (Mangel an Kapital, Schwierigkeiten der Kreditgewährung, Mißtrauen gegen Konzerne wegen der Vorkommnisse: Favag, Nordwolle, Schultheiß), so ist — wenn überhaupt — doch nur mit einem langsamen Abbau zu rechnen. Sicherlich werden zunächst noch zahlreiche Fälle weiter bestehen, in denen an der Börse gehandelte Effekten zu einem mehr oder minder großen Teil paketartig gebunden sind und daher nur Reste für den eigentlichen Börsenhandel zur Verfügung stehen.

Zwei Fragen gilt es zu regeln. Zuerst: wenn von einem Papier bestimmte Teile nicht für die allgemeine Kapitalanlage (Kapitalmarkt) verfügbar sind, sondern vom Börsenhandel bestimmungsgemäß und dauernd ausgeschlossen sind, so müssen entsprechende Maßnahmen getroffen werden. Zuerst ist zu prüfen, ob infolge der Einsperrung der Mindestbetrag unterschritten wird, der für die Zulassung zum Börsenhandel gefordert wird. In diesem Falle muß die Kursnotierung solange ausgesetzt werden, wie die Unterschreitung des Mindestbetrages dauert. Eine Folge dieser Maßnahme wird allerdings sein, daß man bei der Einsperrung Rücksicht auf die für den Börsenhandel vorgesehene Mindesthöhe des freien Aktienkapitals nehmen wird. Daher wird diese Maßnahme durch eine zweite derart zu ergänzen sein, daß — gleichgültig ob die Mindesthöhe erreicht wird oder nicht — der Handel in einem Papier ausgesetzt werden kann, wenn Teile des Aktienkapitals von bestimmter Höhe an überhaupt eingesperrt sind.

Entsprechend müßten die Bestimmungen über den Terminhandel gehandhabt werden. Die Feststellung darüber, wieviel Aktien einer Gesellschaft unter den Begriff der Einsperrung fallen — bei einer anderen Gesellschaft dauernd gebunden zu sein —, könnte in der Weise erfolgen, daß 1. die Gesellschaften, deren Aktien von den Maßnahmen getroffen werden, zu verpflichten sind, daß sie über die Bindung ihrer Aktien selbst Anzeige zu erstatten haben (sofern sie davon etwas wissen), und daß 2. eine fortlaufende Kontrolle an Hand der nach den neuen Vorschriften aufgestellten Bilanzen eingerichtet wird.

Die zweite Frage betrifft den Handel in solchen Aktienpaketen. Er geht in der Regel so vor sich, daß sich die Interessenten über die Einzelheiten, insbesondere den Kurs, außerhalb der Börse verständigen. In solchen Fällen wird der Markt der Papiere von diesem Übergang in eine andere Hand nicht berührt; es sei denn, daß durch besondere Manipulationen — Kauf oder Verkauf — ein bestimmter Kurs an der Börse erzielt werden soll, der der Verrechnung zugrunde gelegt wird. Anders

und für die Kursentwicklung gefährlich ist es, wenn ganze Aktienpakete zur Veräußerung an die Börse gelangen, also hier große und kleine Interessenten gesucht werden, die als Käufer für die angebotenen Mengen auftreten sollen. Es ist klar, daß durch ein solches Massenangebot der Markt des betreffenden Papiers — wenigstens im Augenblick — in völlige Unordnung geraten kann. Doch ist es schwer, hiergegen etwas zu unternehmen. Würde man die Vorschrift machen, daß Angebote, die einen bestimmten Teil des Gesamtkapitals einer Gesellschaft erreichen, dem Börsenvorstand besonders mitzuteilen sind, so wäre diese Vorschrift leicht durch Stückelung des Angebots und Verteilung auf mehrere Tage zu umgehen. Außerdem haben die Kursmakler bekanntlich die Pflicht, besonders große Kursrückgänge, die bei der Kursfeststellung in Aussicht stehen, mit dem Minuszeichen (— — —) bekanntzumachen, wodurch die Aufmerksamkeit der Börse auf die betr. Vorgänge gelenkt wird. Sonst muß es Aufgabe der Börsenberichterstattung sein, die Öffentlichkeit über die Vorgänge ins Bild zu setzen und auf dem laufenden zu halten. Denn es ist natürlich ein großer Unterschied, ob der Kursrückgang eines Papiers im Zusammenhang steht mit der allgemeinen Börsenlage, bzw. mit der besonderen Lage der betreffenden Gesellschaft, oder ob er herbeigeführt wird durch außergewöhnliche Vorgänge, die an sich nichts mit den Verhältnissen bei der betreffenden Gesellschaft zu tun haben, wie dies bei der Abstoßung ganzer Aktienpakete der Fall sein kann (Geldbeschaffung). Jedenfalls ist der Ansammlung, Einsperrung und Abstoßung von Aktienpaketen größere Aufmerksamkeit zu schenken, als das bisher der Fall gewesen ist.

In gewissem Umfang gelten diese Überlegungen auch für die Fälle der „freiwilligen“ und Zwangs-Exekutionen, die insbesondere bei der Wiedereröffnung der Börse eine große Rolle spielen können. Doch läßt sich hier die Bestimmung, daß der Gesamtbetrag der als Exekution in Betracht kommenden Effekten vorher anzumelden ist, eher durchführen.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>) Bei der inzwischen (am 25. Februar ds. Js.) erfolgten Wiedereröffnung der Börse ist der Zwangsverkauf verpfändeter Wertpapiere aus freier Hand zum laufenden Preise bis auf weiteres untersagt worden.

Zu diesem Zweck wird sich der Börsenvorstand mit den Berufsvereinigungen des Bankgewerbes in Verbindung setzen, damit sie ihren Mitgliedern die Verpflichtung auferlegen, Zwangsverkäufe verpfändeter Wertpapiere aus freier Hand zum laufenden Preis bis auf weiteres nicht vorzunehmen. Diese Verpflichtung bezieht sich nicht auf die öffentliche Versteigerung von Wertpapieren. Da Einheitskurse durch die Kursmakler im jetzigen Börsenverkehr noch nicht festgestellt werden, ist vorgesehen worden, daß die Glattstellungen durch den Berechtigten ohne Selbsteintrittsrecht zu festen Preisen abzuschließen sind. Die Benachrichtigung des Säumigen muß noch am Tage der Durchführung unverzüglich mündlich, telefonisch oder telegraphisch erfolgen und auch bestätigt werden.

Da sich der Umfang des Börsenverkehrs noch nicht übersehen läßt, können die Exekutionen in Teilen an mehreren aufeinander folgenden Tagen erfolgen,

## C. Der Rentenmarkt.

Eine im allgemeinen ähnliche Entwicklung zeigt sich auf dem Markte der Anleihen. Bei der Darstellung dieser Verhältnisse und der hier anzustrebenden Reformen kommt mir ein Aufsatz sehr gelegen, der sich in sachverständigster Weise mit den Fragen beschäftigt, die ich hier erörtern wollte. Ich kann nichts besseres tun, als die Grundgedanken dieser Ausführungen zu übernehmen und im übrigen auf den ausführlichen Inhalt des Aufsatzes selbst verweisen. Er stammt von B. Mahrholz, trägt den Titel: Vorschläge zur Reform des Rentenmarktes und erschien in Nr. 41 der Berliner Börsenzeitung vom 18. Februar 1932.

Mahrholz führt das Folgende aus:

Vor dem Kriege war die Rentabilität der festverzinslichen Werte durchweg geringer als die der Dividendenpapiere. Dieses Verhältnis hat sich nach dem Kriege grundlegend geändert und ins Gegenteil verkehrt. Die Gründe liegen hauptsächlich in den Risiken, die durch die Schwankungen der Kaufkraft des Geldes bzw. der Währungen hervorgerufen wurden. Man hat zwar durch Einschaltung der Goldklausel diesen Schwierigkeiten auszuweichen versucht; da jedoch durch staatliche Eingriffe die Währungsgrundlagen jederzeit verschoben werden können, sind alle diese Versuche mehr oder weniger ohne Erfolg geblieben.

Hinzu kommt eine riesige Zunahme der Emissionen in den Jahren 1926—29, die bei der labilen Lage des Geld- und Kapitalmarktes nur unzureichend untergebracht wurden. Da eine Kurspflege mangels Kapital zumeist nicht möglich war, war die Erschütterung des Marktes und die Zwangskonversionen der Zinsen die unausbleibliche Folge.

Durch diese Emissionspolitik wurde auch den Banken die Tätigkeit als Vermittler zwischen Emittent und Publikum sehr erschwert. Diese Mittlerstelle führt zu Interessenkonflikten, ohne daß die Möglichkeit eines Ausweges zu sehen wäre. Eine Einwirkung auf die Finanzpolitik des Schuldners ist nur dort möglich, wo die Bank größeren Einfluß besitzt. Andererseits wird das Publikum immer die Bank wegen der Beratung beim Kauf moralisch verantwortlich machen.

Aus allen diesen Gründen wären Reformen anzustreben, die sich sowohl emissionspolitisch als auch markttechnisch auswirken müßten.

Zu fordern wäre zunächst eine Beschränkung der Zahl der Emittenten, indem bei Kommunalanleihen etwa den Gemeinden unter 100 000 Einwohnern die selbständige Inanspruchnahme des Kapitalmarktes verwehrt würde. Ferner wäre die Einführung einer Mindesthöhe von

---

wenn sie nicht während der ersten Börsenversammlung durchführbar sind. Im Streitfalle entscheidet auf Antrag die Dreimännerkommission über die erfolgte Preisfestsetzung.

5 Mill. RM. zu erwägen, sowie eine Beschränkung des Handels auf die Heimatbörsen, um die zu große Zersplitterung zu beseitigen.

Auch an die Möglichkeit des Einblicks in die Finanzverwaltung der emittierenden Kommune wäre zu denken, da bisher der Käufer solcher Papiere nur aus dem Zulassungsprospekt einige Angaben über die Vermögenslage entnehmen konnte.

Zum Zwecke der Kurspflege wird ein Interventionsfonds aus dem Anleiheerlös etwa in Höhe von 10% des Emissionsbetrages in Vorschlag gebracht. Dieser Fonds müßte bei dem Emissionshaus unter Ausschaltung jeglicher Verfügungsgewalt des Schuldners hinterlegt und verzinst werden. Aus diesem Fonds würden Interventionskäufe getätigt werden können, wenn größere Kurseinbrüche drohen.

Weitere Reformvorschläge beziehen sich auf die Vereinheitlichung des Anleihetyps. Hier wäre neben der Verzinsung vor allen Dingen der Nachteil zu großer Stücke zu erwähnen, die praktisch sehr schwer verkäuflich sind und deshalb aus dem Verkehr gezogen und gegen kleinere Stücke zu 500 oder 1000 RM. umgetauscht werden sollten.

Auch die Mannigfaltigkeit der Tilgungs- und Rückzahlungsbedingungen hat zu Unzuträglichkeiten geführt. Allgemein sind Rückkaufanleihen den Auslosungsanleihen vorzuziehen, da bei ersteren die fortlaufende Verknappung des im Markt bleibenden Materials die Kurse zu stützen pflegt, während bei den letzteren das Fehlen eines Kontaktes zwischen Emittent und Markt die Kurse sehr schwankend und schwach macht.

Daneben haben die verschiedenen Kündigungsfristen, die zu verschiedenen Kursnotierungen geführt haben, den Markt unübersichtlich und den Handel schwierig gemacht. Es wäre also zu wünschen, daß durch Zusammenlegung von Serien die größten Mißstände beseitigt werden, da ohnedies ein kursmäßiger Wertunterschied zwischen den einzelnen Serien nur bei jüngeren Serien gerechtfertigt ist.

Emissionen, deren Unkündbarkeit innerhalb eines Zeitraumes von zwei Jahren liegt, könnten ohne Bedenken auf Grund der heutigen Situation am Markt zusammengelegt werden. Auf diese Fragen wäre auch bei Neuemissionen zu achten. Da außerdem die Klausel der Unkündbarkeit immer noch die Rückzahlung durch Auslosung zuläßt, ist eine tatsächliche Kursdifferenz ohnehin nicht sehr berechtigt.

Zum Schluß wird noch darauf hingewiesen, daß eine allgemeine Kurszettelbereinigung angebracht wäre, indem man die Werte, in denen seit Jahren keine Umsätze erfolgt sind, ausmerzt. Papiere, in denen nicht wenigstens einmal im Monat tatsächlich Umsätze stattgefunden haben, sind grundsätzlich von der amtlichen Notierung auszuschließen, wozu allerdings eine Änderung der Bestimmungen der Zulassungsstellen erforderlich wäre.

### III. Das Maklerwesen.

#### A. Die Börsenbesucher.

Was dann weiter die personelle Seite der Börsenverfassung anlangt, so hat sich die bis 1914 zu beobachtende strukturelle Veränderung (I) in der Zeit bis 1931 fortgesetzt. Namentlich in der Inflationszeit hat die Zahl der Börsenbesucher ständig zugenommen; die Höchstzahl wird am 15. Januar 1926 mit 2565 angegeben, gegen 1874 im Jahre 1914. Rein organisatorisch gesehen, ist diese Vermehrung der Börsenbesucher notwendig, und man könnte sogar sagen, nicht unzweckmäßig gewesen. Die fortschreitende Geldentwertung hatte sozusagen alle Werte in Bewegung gesetzt: der Handel in Devisen, Effekten und Sachwerten blühte, wie nie zuvor. Der Hochflut des Papiergeldverkehrs bei der Reichsbank, dem riesenhaften Anschwellen des Effektengeschäfts bei den Banken entsprach die täglich sich steigernde Masse der Abschlüsse an der Börse. Angenommen: die Berliner Börse wäre nach dem Idealbild (I) organisiert gewesen, diesen Massenverkehr hätten die bei einer solchen Verfassung vorhanden gewesenen Organe ohne entsprechende Hilfe auch nicht bewältigen können. Vielleicht war sogar die Organisation der Berliner Börse besser geeignet, einem solchen Ansturm zu genügen, indem einfach immer neue Kräfte sozusagen mit eigener Verantwortung einsprangen, um sich in dem anschwellenden Handel zu betätigen.

Doch darf man bei dieser Feststellung nicht übersehen, daß die Zeit der deutschen Inflation für die Börse keine normale Erscheinung ist, und daß selbst in den tollsten Haussezeiten, die ja auch nur selten und vorübergehend sind, niemals solch ungesunde Aufblähungen des gesamten Börsenhandels zu beobachten gewesen sind. So ist denn nach der Goldmarkumstellung bald die Ernüchterung gefolgt. Die große Masse der Börsenbesucher sah sich einem immer mehr zusammenschrumpfenden Geschäft gegenübergestellt; doch ging der Abbau nach der persönlichen Seite hin nur sehr langsam und in unzureichendem Maße vor sich. Hier ist der erste Grund gegeben, wenn so häufig von der großen und fortschreitenden Not der Börsenbesucher die Rede ist. Während in den Banken (und der übrigen Wirtschaft) ein radikaler Abbau der Angestellten erfolgt ist (wohlgemerkt: in erster Linie der Angestellten), ist es natürlich für die Börsenbewohner schwer, sich selbst abzubauen, d. h. auf die Tätigkeit, die einmal war (Inflation), jetzt aber nicht mehr ist, freiwillig zu verzichten.

Es ist ferner zu beachten, daß sich dieser Zustand auf der Grundlage der gesetzlichen Ordnung des Börsenwesens entwickelt hat, wenn auch der Gesetzgeber diese Entwicklung nicht vorausgesehen hat und nicht voraussehen konnte. Das deutsche Börsengesetz von 1896 hat aus den bis dahin bestehenden vereidigten Geld-, Fonds- und Wechselmaklern

(Handelsmaklern) die amtlichen Kursmakler gemacht, denen bestimmte Aufgaben übertragen wurden (worauf in III zurückzukommen sein wird). Wesentlich ist hier nur, daß die amtlichen Kursmakler nicht mit dem alleinigen Recht der Vermittlung von Geschäften oder gar des Abschlusses von Geschäften an der Börse ausgestattet wurden, (daß sie also nicht wie die dealer in London und die agents de change in Paris ein Monopol besitzen), sondern daß — in Anlehnung an den Grundsatz der Gewerbefreiheit — neben ihnen noch andere Personen an der Börse als Vermittler und Händler tätig sein können. Man hielt insbesondere eine Konkurrenz durch „freie“ Makler nicht nur für erträglich, sondern sogar für erwünscht, damit „die Börse nicht in eine völlige Abhängigkeit von den amtlichen Kursmaklern gerate“. Diese — betriebs- und wirtschaftspolitische — Durchbrechung des aus dem Wesen der Börse entspringenden Organisationsprinzips, — Konzentration der Geschäfte an einer Stelle —, war solange erträglich, als ein Gesamtverkehr von durchschnittlicher Größe beiden Kategorien von Maklern, den amtlichen Kursmaklern und den freien Maklern, auskömmliche Beschäftigung gewährleistete, und der den amtlichen Kursmaklern verbleibende Anteil an den Geschäftsabschlüssen eine Gewähr dafür bot, daß ihre Hauptaufgabe, nämlich die amtliche Notierung der Kurse, nicht darunter litt (siehe III). Nach Erlaß des Börsengesetzes von 1896 standen 76 Kursmaklern etwa 120 freie Makler gegenüber. Wenn trotzdem die Zahl der Börsenbesucher auch schon damals erheblich größer war, so lag dies daran, daß, abgesehen von den Vertretern der Banken, zahlreiche Privatbankiers die Börse besuchten und Geschäfte abschlossen, und daß ferner ein großer Teil der übrigen Börsenbesucher zur Berufsspekulation gehörte, die Geschäfte auf eigene Rechnung machte und hierbei unter Umständen sogar noch die Dienste der amtlichen Makler in Anspruch nahm. Zu den freien Maklern zählten vor allem die sog. Spekulationsmakler, die nicht nur das reine Vermittlungsgeschäft betrieben, sondern ihren Auftraggebern gegenüber auch als Selbstkontrahenten auftraten, wobei sie das Bestreben hatten, sich bald wieder — durch einen Gegenauftrag oder -geschäft — glattzustellen, möglichst im Verlaufe einer Börsenveranstaltung, also noch am gleichen Tage. Die Bedeutung derjenigen freien Makler, die lediglich die eigentliche Vermittlung betrieben, also in unmittelbarem Wettbewerb mit den amtlichen Maklern standen, trat in dieser Zeit zurück.

Diese qualitative Abstufung und Verschiedenheit in der Zusammensetzung der Börsenbesucher hat sich insbesondere in den letzten Jahren weiter verschoben. Geblieben sind — wie schon erwähnt — die Vertreter der Banken (heute der Großbanken), die sich — grundsätzlich — einer eigenen Spekulation enthalten sollen; verschwunden sind die potenten und spekulationslustigen Privatbankiers und Berufsspekulanten, die die eigentliche „Börse“ bildeten, — dagegen ist die Zahl der sich auf dem

Gebiet der Vermittlung betätigenden Börsenbesucher erheblich gestiegen: der Zuwachs rekrutiert sich in erster Linie aus ehemaligen Privatbankiers und abgebauten Bankangestellten (früheren Börsenvertretern der Banken). Hinzu kommt nun, daß diesen personellen Veränderungen ein veringertes Verkehr an der Börse gegenübersteht, eine Zusammenschumpfung der Geschäfte, die im Augenblick besonders stark ist, die aber wohl auch das Kennzeichen der nächsten Jahre sein wird.

Und das Ergebnis dieser Entwicklung: die große Zahl der Vermittler macht sich gegenseitig die schärfste Konkurrenz; die freien Makler suchen sich untereinander den Rang abzulaufen; daneben steht die Gesamtheit der freien Makler den amtlichen Kursmaklern gegenüber, denen sie die von außen her an die Börse kommenden Aufträge zu entziehen trachten. Vor dem Kriege geschah dies in der Weise, daß die freien Makler eine geringere Courtage berechneten, als dies von seiten der Kursmakler geschah. Nach dem Kriege ist diese Unterbietung in Fortfall gekommen. Daß trotzdem die freien Makler neben den amtlichen Kursmaklern — bei gleichen Courtagessätzen — bestehen können, erklärt sich aus einem Abkommen, das die Vereinigung der freien Makler mit der Bankiergemeinschaft geschlossen hat. Nach diesem Abkommen verpflichteten sich die freien Makler, sich von dem Effektenkommissionsgeschäft außerhalb der Börse fernzuhalten; dafür erklären sich die die Börse besuchenden Bankiers bereit, den freien Maklern die gleiche Courtage zu bewilligen, wie sie die amtlichen Kursmakler berechnen. Ein Gegenseitigkeitsgeschäft, das schließlich auf Kosten der amtlichen Makler und ihrer Funktion als Kursmakler (III) geht. Auf diese Weise haben die amtlichen Kursmakler nicht nur unter dem allgemeinen Rückgang des Geschäfts an der Börse zu leiden, sondern darüber hinaus auch noch unter der starken Konkurrenz einer erheblich gestiegenen Zahl von freien Maklern.

#### B. Der Kassaeinheitskurs.

Wenn es sich bei diesem Wettbewerb der Makler nur um die Einnahmen der einzelnen Person und deren persönliche Existenz handelte, dann könnte man über diese Erscheinung mit der — an sich natürlich bedauerlichen — Feststellung hinweggehen, daß die gleichen Vorgänge schließlich im ganzen Umkreis der Wirtschaft anzutreffen sind und sich in Lohn- und Gehaltskürzungen, Zusammenbrüchen von Unternehmungen, Arbeitslosigkeit u. a. m. ausdrücken. Außerdem ist oben schon darauf hingewiesen worden, daß der personellen Aufblähung an der Börse in der Inflationszeit ein entsprechender Abbau noch nicht wieder gefolgt ist. Doch es steckt hinter diesem Wettbewerb der Makler mehr, als es auf den ersten Blick scheinen könnte. Es betrifft den Kernpunkt des Börsenhandels überhaupt, nämlich die Preisbildung und die

**Kursfeststellung.** Die Frage nämlich ist: In welcher Weise wird die Preisbildung durch eine solche Entwicklung des Maklerwesens beeinflußt? Wirkt sich dieser Einfluß im günstigen oder ungünstigen Sinne auf die Preisbildung aus? Wenn man diese Fragen richtig beantworten will, dann ist es zunächst erforderlich, die Vorfrage zu klären: Erfüllt die von der Gesetzgebung gewollte (oder zugelassene) Art der Kursfeststellung ihren Zweck? Und dann kann weiter gefragt werden: Verhält sich die oben geschilderte Umlagerung des Personenkreises an der Börse diesen Funktionen gegenüber neutral, oder sind Störungen festzustellen und welcher Art sind diese Störungen?

An den meisten deutschen Börsen, insbesondere an der Berliner Börse, werden für alle Effekten Kassakurse, daneben für einen kleineren Teil der Effekten sog. variable Kurse, bzw. Terminkurse notiert. Den Kassakursen und den variablen Kursen liegt ein Kassageschäft, den letzteren das sog. Großkassageschäft zugrunde. Bei den Terminkursen handelt es sich um die Kurse, die im Terminhandel erzielt werden. Die variablen und Terminkurse sind Einzelkurse, d. h. für das jeweilig abgeschlossene Einzelgeschäft entstanden und gültig, während es sich bei den Kassakursen um den sog. Einheitskurs handelt, der seit vielen Jahren (schon vor Erlaß des Börsengesetzes) an der Berliner Börse angewendet wurde und als deren Besonderheit sogar die Bezeichnung: Berliner Einheitskurs trägt.

Von diesem Einheitskurs im Kassageschäft soll hier zunächst die Rede sein. Das Börsengesetz von 1896 verpflichtet die amtlichen Kursmakler, an der täglichen Festsetzung dieses Kassaeinheitskurses mitzuwirken. Das geschieht in der Weise, daß die Kursmakler die Aufträge während der Börsenzeit entgegennehmen und aus der Gesamtheit der vorliegenden Aufträge einen Kurs berechnen, der der Lage des Verkehrs an der Börse entsprechen soll. Formell liegt der Akt der Kursfeststellung in den Händen des Börsenvorstandes; in Wirklichkeit besorgen die Kursmakler dies, indem sie zur Kursfeststellungszeit dem Börsenvorstand die Kurse „ansagen“, wodurch letztere in das offizielle Kursblatt der Börse gelangen.

Nach der Berechnung bzw. Feststellung des Einheitskurses erfolgt die Zusammenführung der Parteien zwecks Geschäftsabschlusses. In dieser Tätigkeit sind die Kursmakler zugleich Vermittler, d. h. sie weisen die Kontrahenten einander zu, wofür sie von beiden Parteien eine Gebühr, die Courtage, erhalten. Nach dem Börsengesetz sind dem Kursmakler nur insoweit eigene Geschäfte erlaubt, als sie im Interesse einer ordnungsmäßigen Erledigung der Kursfeststellung liegen. Die Ausübung einer selbständigen — berufsmäßigen — Spekulation ist den Kursmaklern untersagt. Die Maklerkammer läßt es sich angelegen sein, die Beachtung dieser Vorschriften dauernd zu kontrollieren (Vorschrift über die Ein-

richtung der Maklerbücher und Nachprüfung der Eintragungen). Von dem Verbot der Spekulation werden — merkwürdigerweise — nicht die Angestellten der Kursmakler getroffen. Sie werden zwar nur mit der Maßgabe zur Börse zugelassen, daß sie im Auftrage (und für Rechnung) ihrer Dienstherrn tätig sind; doch ist damit nicht jede Spekulation unterbunden. Allerdings werden die Kursmakler selbst Wert darauf legen, daß ihre Angestellten das nicht tun, was ihnen selbst untersagt ist. Es ist im übrigen nicht bekannt geworden, daß eine Überschreitung dieser Bestimmungen zu irgendwelchem Einschreiten Veranlassung gegeben hat.

Es fragt sich nun, ob sich dieses System des Einheitskurses, das sich — wie nebenbei zu bemerken ist — nur an den deutschen Börsen (mit Ausnahme auch wieder der Hamburger Börse) findet, bewährt hat oder nicht. Ein exakter Beweis für oder gegen den Einheitskurs läßt sich natürlich nicht führen. Denn weder ist es möglich, einen Vergleich zwischen den deutschen Börsen, speziell der Berliner Börse, und den ausländischen Börsen oder der Hamburger Börse, wo der Einheitskurs nicht zur Anwendung gelangt, zu ziehen, noch ist es möglich, diesen Beweis aus der Berliner Börse selbst zu erbringen. Im ersteren Falle sind die Umstände (Börsenorganisation, Art der Papiere, Marktverhältnisse) zu verschieden; im zweiten Fall liegt dies daran, daß Zeiten oder Gebiete ohne Einheitskurse, die zum Vergleich mit solchen mit Einheitskursen herangezogen werden könnten, nicht zur Verfügung stehen. Die Antwort kann nur auf Grund von Beobachtungen im ganzen gegeben werden. Außerdem hat sich die Literatur eingehend mit dem Wesen des Einheitskurses, seinen Vorzügen und Nachteilen beschäftigt.

Ich komme auf Grund dieses Materials zu folgenden Ergebnissen: der in die Augen springende Vorzug des (Berliner) Einheitskurses ist von jeher gewesen, daß die außerhalb der Börse stehenden Interessenten durch ihn ein wichtiges Kontrollmittel darüber in die Hand bekommen, daß alle Aufträge an einem bestimmten Tage zu diesem einheitlichen Kurse ausgeführt wurden. Sämtliche Kommissionäre, d. h. die Banken, rechnen allen Kunden zu diesem Einheitspreis ab. Nicht nur ist bei diesem Verfahren jeglicher Kursschnitt ausgeschlossen, (den man bei anderen Kursermittlungsverfahren durch besondere Maßnahmen zu unterbinden versucht: Pflicht zur Vorlegung der Schlußnoten), sondern auch der Wettbewerb der Kommissionäre, d. h. der Banken untereinander, (um für ihre Kunden den besten (!) Kurs für den An- oder Verkauf zu erzielen), fällt beim Einheitskurs fort. So ist es zu verstehen, daß der Einheitskurs sozusagen unter Zustimmung aller Beteiligten überhaupt zur Einführung gelangen konnte, daß er sich in dieser Beziehung bewährt hat, und daß von ihm in der Börsenenquete noch das Wort geprägt werden konnte: der Einheitskurs hat die Berliner Börse groß gemacht (mit der Begründung: weil man in Berlin am kulantesten bedient wird). Und

wenn dieses Lob, wie noch zu zeigen sein wird, auch durch einige Schönheitsfehler beeinträchtigt wird, so muß man doch heute noch diese Vorteile des Einheitskurses an die Spitze stellen: Kontrolle von seiten des Publikums und Ausschließung des Wettbewerbs unter den Kommissionären bei der Beurteilung des Einheitskurses. (Das Gegenstück hierzu ist der seit der Wiederschließung der Börse (21. Sept. 1931) in Gang gekommene und sich unter dem Verbot der Veröffentlichung der Kurse entwickelte sog. Telephonverkehr, bei dem — Berichten zufolge — nicht nur erhebliche Kursschwankungen, sondern auch wieder die beliebten Kursschnitte zu beobachten sind.)

Ein besonderes Merkmal des Einheitskurses ist ferner, daß er die während einer Börsenversammlung (Börsenzeit) einlaufenden Aufträge sammelt, gewissermaßen aufspeichert und schließlich insgesamt durch Verrechnung zur Ausführung bringt. Das ist nach zwei Seiten bedeutsam: erstens kommt die Aufsammlung der Aufträge solchen Effekten besonders zugute, die nur einen kleinen Markt haben, und bei denen auch nur vereinzelt Aufträge einlaufen. Hier werden unberechtigte, lediglich durch die zeitliche Verschiedenheit der Aufträge hervorgerufene Kursschwankungen vermieden. In diesen Fällen stellt der Einheitskurs sozusagen eine Steigerung der aus dem Wesen der Börse hervorgehenden Organisationsprinzipien dar: die zeitliche Konzentration, die im allgemeinen ihren Ausdruck in der täglichen Börsenzeit von 2 Stunden findet, wird jetzt auf die Spitze getrieben: alle Aufträge werden in einem Zeitpunkt, jenen durchschnittlichen 5 Minuten erledigt, die für die Kursberechnung eines einzelnen Papiers in Aussicht genommen sind.

Zweitens kann die Aufsammlung der während der Börsenzeit einlaufenden Aufträge auch insofern eine Verhinderung der Kursschwankungen bedeuten, als zu Beginn der Börsenzeit bekannt werdende Vorgänge oder Nachrichten im Laufe der Börsenversammlung geklärt, erläutert oder dementiert werden. Doch kann es hier auch umgekehrt liegen: ohne Einheitskurs wäre es möglich gewesen, gleich zu Beginn der Börse entsprechende Geschäfte abzuschließen, ohne damit bis zur allgemeinen Kursfeststellung am Ende der Börsenzeit zu warten.

Damit ist zugleich der Haupteinwand gegen das System des Einheitskurses angedeutet worden: die Einengung der Spekulation. Der Ausweitung des Marktes und damit der größeren Marktgängigkeit eines Papiers dient es, wenn die von außen her an die Börse gelangenden Aufträge (des Publikums) auf eine Bereitwilligkeit der Börsenbesucher (der sog. Berufsspekulation) stoßen, die diesen Aufträgen eigene Kauf- und Verkaufsgeschäfte entgegenstellen. Man spricht diesem Eingreifen der Berufsspekulation sogar eine ausgleichende Wirkung auf die Kursgestaltung zu: kleines Wellengekräusel an Stelle großer Wellenberge. Diese Aussage ist im allgemeinen richtig; in der Praxis müssen jedoch

bestimmte Voraussetzungen gegeben sein: eine gewisse Größe des Marktes, der dann Ausgangspunkt für die Markterweiterung wird, Verhältnis der Parteien zueinander (Kontrahenten und Gegenkontrahenten), Kapitalkraft auf beiden Seiten u. a. m. In solchen Fällen ist es denn auch besser, den Übergang zu dem Markt der variablen Kurse oder zum Terminmarkt zu vollziehen, wo nicht mehr der Einheitskurs gilt, sondern eben die dieser Beweglichkeit der Spekulation angepaßten Einzelkurse, die in jedem Augenblick Geschäfte erlauben. Dieser Weg ist an der Berliner Börse auch beschritten worden. Natürlich ist es in der Praxis nicht immer leicht, die Grenze zu finden, wo die Vorteile einer beweglichen Spekulation auf der Grundlage der Einzelkurse beginnen und die Nachteile der Einheitskursermittlung aufhören. Denn auch darüber besteht kein Zweifel, daß auf der anderen Seite die Einengung der Spekulation auch ein Vorteil sein kann, nämlich dann, wenn beispielsweise auf einem kleineren Markt sporadisch auftretende Aufträge zum Ausgangspunkt einer Gegenspekulation gemacht und die Kursschwankungen nicht verringert, sondern eben vergrößert (Kursgewinne im Trüben gefischt) werden. Diese Möglichkeiten sind ja, wie oben ausgeführt worden, der Ausgangspunkt für die Einführung des Einheitskurses geworden, indem die Aufträge an einer Stelle gesammelt werden. Insoweit hierbei eine Ausschaltung der Spekulation stattfindet, kann also darin ein Nachteil nicht gesehen werden.

Ein letzter Einwand, den man gegen den Einheitskurs erhebt, besteht in dem Einfluß der Spitzenbeträge auf die endgültige Kursfeststellung. Wenn sich in den Büchern der Kursmakler die gesamten Aufträge eines Börsentages konzentrieren, dann gewinnen die Kursmakler einen solchen genauen Einblick in die Marktlage, daß sie durch eigene Geschäfte den Kurs nach oben oder unten beeinflussen können. In gewissem Umfang sieht das Börsengesetz dieses Eingreifen der Kursmakler sogar vor, nämlich soweit dies zur ordnungsmäßigen Feststellung der Kurse erforderlich ist. Darüber hinaus ist — wie schon erwähnt — eine Spekulation der Kursmakler verboten. Damit ferner die Kursmakler unter sich die Kurse nicht verabreden können, ist vorgesehen, daß die Kursfeststellung öffentlich vor sich zu gehen hat, indem die beiden einer Maklergruppe angehörenden Kursmakler die Markt- und Kurslage laut und vor aller Öffentlichkeit durchsprechen. In diesem Augenblick ist es den umstehenden Börsenbesuchern noch möglich, neue Aufträge — auch zur Kursbeeinflussung — zu geben. Die Öffentlichkeit der Kursfeststellung bedeutet also einen gewichtigen Schutz gegen eine Ausnutzung der Marktlage durch die Kursmakler.

Wägt man die Licht- und Schattenseiten gegeneinander ab, so kann das Urteil nur so lauten, daß die Vorzüge des Einheitskurses überwiegen, zumal eben allerlei Maßnahmen getroffen sind, die darauf hinauslaufen,

mögliche Nachteile abzuwenden bzw. zu mildern. Aus der kurzen Charakteristik, die im vorstehenden gegeben worden ist, geht ferner hervor, daß sich die Vorzüge des Einheitskurses ganz besonders bei solchen Papieren einstellen, die nur einen kleinen Markt haben, wo also das Sammeln der Aufträge im Interesse einer größeren Marktbildung liegt. In dieser Beurteilung des Einheitskurses ist — soweit ich sehe — die Literatur, die sich mit dieser Frage beschäftigt hat, einig. Ja, man kann noch hinzufügen, daß man in der Technik des Einheitskurses einen praktisch gelungenen Versuch erblicken kann, den in der Wirtschaftstheorie so viel behandelten sog. gerechten Preis zu finden. Das ist der Fall, wenn man unter Zugrundelegung aller limitierten und unlimitierten Kauf- und Verkaufsgebote den Kurs ermittelt, bei dem die meisten der vorliegenden Aufträge zur Ausführung gelangen können.

Wenn dem aber so ist, dann ist die Entwicklung des Maklerwesens an der Berliner Börse doch mehr als eine persönliche Angelegenheit der beteiligten Personen. Das Börsengesetz von 1896 sieht die Mitwirkung der Kursmakler an der Kursfestsetzung der Kassa-Einheitskurse vor; ihnen werden besondere Pflichten auferlegt: insbesondere Sorgfalt in der Ausübung ihrer Tätigkeit, Führung von Tagebüchern, in die alle Geschäfte einzutragen sind, Verbot der eigenen Spekulation; sie dürfen kein anderes Gewerbe betreiben; sie unterstehen einer besonderen Disziplinargewalt (Maklerkammer); es wird ihnen zur Pflicht gemacht, jeweils den Kurs festzustellen, der der wahren Marktlage des Verkehrs an der Börse entspricht; — auf alles dies sind die Kursmakler vereidigt. Hieraus folgt, daß das Börsengesetz und die Börsenordnung sich besondere Mühe geben, den für bestimmte Fälle als wichtig erkannten Einheitskurs so vollkommen wie möglich zu gestalten. Es kommt hinzu, daß der von den Kursmaklern unter Beobachtung von gesetzlichen Vorschriften ermittelte Kurs den Charakter eines amtlichen Börsenpreises trägt.

Diese Bemühungen werden aber illusorisch und damit zugleich auch die Einrichtung des Einheitskurses, wenn die Aufträge nicht mehr an die Kursmakler gelangen, sondern in steigendem Maße von den freien Maklern aufgefangen und von diesen zum „Kurse“, der nach wie vor von den amtlichen Kursmaklern gemacht werden soll, vermittelt werden. Dann gelangen an die Kursmakler nur noch die Aufträge, die die freien Makler nicht selbst erledigen können, bzw. solche Aufträge, die gerade noch zur Festsetzung dieses oder jenes Kurses geeignet erscheinen. Auf diese Weise „machen“ die Kursmakler nicht mehr die Kurse — entsprechend der Marktlage — sondern sie registrieren sozusagen nur noch die Kurse, die die freien Makler — aber unter ganz anderen Voraussetzungen — für ihre Geschäfte wünschen.

Natürlich braucht mit dieser Ausschaltung der amtlichen Kursmakler nicht ohne weiteres eine Beeinträchtigung der Preisbildung gegeben zu

sein. Doch ist hierbei das folgende zu berücksichtigen: 1. ist die vom Börsengesetz von 1896 gewollte Tatsache, daß eine amtliche Kursfeststellung auf Grund eines hinreichenden Umsatzes bei den Kursmaklern selbst zu erfolgen hat, nicht mehr vorhanden, 2. kommt hinzu, daß — wie noch später zu zeigen ist — auch noch durch die Kompensationsgeschäfte der Banken — den Kursmaklern entsprechende Unterlagen für die Kursfeststellung entzogen werden, und 3. daß eine Beeinflussung der Kurse — bei der amtlichen Feststellung derselben — um so leichter möglich ist, je weniger Umsätze sich bei den amtlichen Kursmaklern vollziehen. Je größer aber die Möglichkeit ist, die Feststellung des amtlichen Kurses in der einen oder anderen Richtung zu beeinflussen, um so größer ist auch der Anreiz, von dieser Möglichkeit Gebrauch zu machen. Dieser Anreiz muß besonders auf die Kreise stark wirken, die in der Beteiligung am Börsenhandel in erster Linie und allein eine Verdienstmöglichkeit sehen und daher das Bestreben haben, jeden sich darbietenden Vorteil zu ihren Gunsten auszunutzen. Das trifft natürlich auf alle Börsenbesucher zu; insbesondere gilt das aber für die große Zahl der freien Makler, die sich schon mit Rücksicht auf ihre Lage keine Gewinnmöglichkeit entgehen lassen werden. Demgegenüber sei noch einmal betont, daß der amtliche Kursmakler mit der besonderen Aufgabe betraut ist, die amtliche Kursfeststellung unter Berücksichtigung der wahren Marktlage vorzunehmen — und daß ihm eine unbegrenzte Eigenpekulation untersagt ist.

Wie sehr unter den obwaltenden Umständen eine Beeinflussung der Kursfeststellung und Ausnutzung der Marktlage möglich ist, soll das nachfolgende Beispiel dartun:

Angenommen, die freien Makler bieten insgesamt 10 000 RM. X.-Aktien an und suchen von den gleichen Aktien 3000 RM. zu 120%. Der für die X-Aktien interessierte Bankier sammelt diese Aufträge bei sich mit der Verabredung, daß der „amtliche“ Kurs in Rechnung gestellt werden soll. Der Bankier setzt sich mit dem betreffenden Kursmakler in Verbindung und erfährt, daß hier ein Kurs von 110% möglich ist, wenn er an den Kursmakler 2000 RM. X-Aktien abgibt. Er tut dies, indem er von einem freien Makler diese 2000 RM. X-Aktien an den Kursmakler überweist, in gleicher Weise die von einem anderen freien Makler zu 120% verlangten 3000 RM. X-Aktien an einen anderen freien Makler überweist. Dann ist das Ergebnis: Verkauf von 10 000 RM. vonseiten des freien Maklers: 1. 2000 RM. an den Kursmakler, 2. 3000 RM. an einen anderen freien Makler und 3. Übernahme restlicher 5000 RM. von dem Bankier, alles auf der Grundlage des amtlichen Kurses von 110%, der zustande gekommen ist mit seinen 2000 RM., die der Kursmakler benötigte, um den Kurs von 110% zu „machen“. Der Bankier hat 5000 RM. zu dem niedrigen Kurs von 110% und kann vielleicht am

nächsten Tag das Gegengeschäft — Verkauf — zu 120% machen. Wesentlich aber ist, daß der Umsatz von 8000 RM. nicht zur Kenntnis der Kursmakler gekommen ist und auch die bei der Kursfeststellung gewahrt sein sollende Öffentlichkeit nichts von diesen Geschäften erfährt.

Aus drei Gründen stellt sich eine Regelung des gesamten Maklerwesens an der Berliner Börse als notwendig heraus:

1. Von dem Wesen der Börse her ist eine stärkere Konzentration der Geschäfte anzustreben.

2. Dem Börsengesetz von 1896 lag zwar die Idee eines gewissen freien Wettbewerbs an der Börse zugrunde; er sollte aber nicht so weit gehen, daß die amtliche Kursfeststellung darunter leiden würde.

3. Das vom Börsengesetz von 1896 bestätigte und geregelte System des Einheitskurses hat sich in seinem Rahmen bewährt und muß aufrechterhalten werden.

Die Fragen, die von diesen Ausgangspunkten zu regeln sind, betreffen

1. die sog. freien Makler (C),
2. die amtlichen Kursmakler (D),
3. die Kompensationen (E).

### C. Die freien Makler.

Was zunächst die freien Makler anlangt, so ist in erster Linie erforderlich, ihre besonders in den letzten Jahren stark angewachsene Zahl einzuschränken und diese den veränderten Verhältnissen an der Börse wieder anzupassen. In dieser Beziehung ist bemerkenswert, daß das durch die gesetzliche Regelung im Jahre 1896 sanktionierte Prinzip der sog. „Börsenfreiheit“ wiederholt „reformiert“ worden ist, weil es sich in seiner uneingeschränkten Weise nicht als tragbar erwies.

Von dem ursprünglichen einfachen Nachweis, daß der Bewerber ein unbescholtener Mann sei, ist es zum Nachweis einer gewissen Sachverständigkeit, zur Stellung von Bürgen, Hinterlegung von Bürgschaften, zur Zahlung eines bestimmten Eintrittsgeldes und schließlich zum Nachweis eines Vermögens in bestimmter Höhe gekommen. Man erkennt hieraus unschwer die Absicht, die Zulassung zum Besuch der Börse zu erschweren.

Diese Bestimmungen beziehen sich auf alle Börsenbesucher, soweit sie an der Berliner Börse selbständig Geschäfte betreiben wollen. Neuerdings ist der Börsenvorstand dazu übergegangen, eine Erklärung darüber zu fordern, welchen Arbeitsgebieten der einzelne Bewerber sich zuwenden will, ob er als Händler oder als Makler (Aufgabemakler bzw. als Vermittlungsmakler) tätig sein will. Der Unterschied zwischen den beiden Typen von Maklern soll darin bestehen, daß der Aufgabemakler Ge-

schäfte in eigenem Namen abschließen (sich selbst als „Aufgabe“ bezeichnen darf), während der Vermittlungsmakler (!) nur die reine Vermittlung ausüben soll. Diese Unterscheidung ist getroffen worden, um dem Anwachsen der Vermittlungsmakler, der eigentlichen freien Makler, einen Damm entgegenzustellen. So hat denn der Börsenvorstand vor einiger Zeit — in richtiger Erkenntnis der zu großen Zahl der an der Börse tätigen freien Makler — den Beschluß gefaßt, eigentliche Vermittlungsmakler nicht mehr zuzulassen.

Doch ist die Wirkung dieser Bestimmung nicht so, wie man erwarten konnte: denn eine Kontrolle darüber, was die für die einzelnen Arbeitsgebiete zugelassenen Börsenbesucher in Wirklichkeit tun, kann selbstverständlich nur schwer durchgeführt werden. Wohl sträubt sich der Verkehr dagegen, mit den nur als Vermittlungsmaklern zugelassenen Börsenbesuchern eigene Geschäfte abzuschließen; aber niemand kann die als Händler oder Aufgabemakler (Spekulationsmakler) zugelassenen Börsenbesucher daran hindern, daß sie auch den Abschluß von Geschäften vermitteln, sich also als eigentliche Makler betätigen. Tatsächlich ist eine recht beträchtliche Anzahl aller Börsenbesucher dazu übergegangen, auf eigene Geschäfte und Spekulationen zu verzichten und sich auf das zwar weniger einbringende, dafür aber sichere Geschäft der Vermittlung zu beschränken. Zum Teil ist diese Entwicklung darauf zurückzuführen, daß es vielen Maklern einfach nicht mehr gelingt, sich als Aufgabe bezeichnen zu können, weil ihre Zahlungsfähigkeit beträchtlich gelitten hat. Auf diese Weise ist trotz ständiger Verschärfung der Zulassungsbedingungen die Zahl der sich in Wirklichkeit als freie Makler betätigenden Börsenbesucher immer größer geworden, so groß, daß auf der einen Seite der Wettbewerb unter den freien Maklern selbst sehr stark geworden ist, und auf der anderen Seite die amtlichen Kursmakler in der Ausübung ihrer Funktionen ebenso stark gehemmt sind.

Die Aufgabe muß daher sein: die Zahl der freien Makler auf ein vernünftiges, dem Verkehr (und dem Wesen der Börse) angepaßtes Maß wieder herabzudrücken. Doch ist dies leichter gesagt, als getan. Die Bestimmungen über den Börsenbesuch sehen eine Ausweisung von der Börse nur in den Fällen vor, daß die — persönlichen — Voraussetzungen der Zugelassenen nicht mehr gegeben sind (wozu — worauf zurückzukommen sein wird — auch die Zahlungsfähigkeit gehört).

Die Bestimmungen enthalten hingegen keine Hinweise darüber, daß die Zahl der Börsenbesucher überhaupt zu beschränken oder beschränkbar ist. Wer die Bedingungen erfüllt, kann zugelassen werden (mit der allerdings sehr wichtigen „Not“-Verordnung, daß der Börsenvorstand Gesuchen als Vermittlungsmakler nicht mehr stattgibt). Bestenfalls kann — wie in der Klammer vermerkt — eine weitere Zulassung verweigert

werden. Nicht ist es nach diesen Bestimmungen möglich, einmal zugelassene Börsenbesucher von der Börse zu verweisen, solange sie eben die Bedingungen erfüllen. (An der Londoner Börse erfolgt die Zulassung für alle Mitglieder jeweils nur für ein Jahr. Sämtliche Mitglieder müssen also von Jahr zu Jahr wieder bestellt werden.)

Nun, wir leben in der Zeit der Notverordnungen. Auch der Börsenvorstand könnte sich eine Notverordnung geben, die den Abbau von freien Maklern ins Auge faßte, und zwar in der Weise, daß ihre Geeignetheit nach der finanziellen, bzw. sachverständigen Seite geprüft werden muß, wobei dann auch wieder auf die Zeit ihrer Zugehörigkeit zur Börse Rücksicht genommen werden kann. Wir sehen ja im ganzen Umkreis von Staat und Wirtschaft ähnliche Maßnahmen, von denen viele Personen ebenso hart getroffen werden. Es kommt bei den Börsenbesuchern hinzu, daß ein Teil von ihnen aus nicht-kaufmännischen Berufen an der Börse Unterschluß gefunden hat, um sich eine Existenz zu sichern, die bei sehr kurzer täglicher Arbeitszeit (Börsenzeit etwa 12—2 Uhr) bequeme Gewinne abwirft. Schließlich enthält die unter ganz bestimmten Voraussetzungen ausgesprochene Zulassung zum Börsenbesuch nicht eine Garantie dafür, daß die Zulassung auch für den Fall fortbestehen soll, wenn sich die Voraussetzungen zur Zulassung geändert haben, bzw. durch eine Überzahl von Börsenbesuchern das richtige Funktionieren der Börse in Frage gestellt wird. Auch Göppert kommt in seinem oben erwähnten Aufsatz zu der Forderung, daß die Zahl der freien Makler nach dem Bedürfnis der einzelnen Börse zu beschränken sei.

Daß die Zahl der freien Makler zu groß ist — im Verhältnis zu dem sich an der Börse abspielenden Geschäftsverkehr —, wird von diesen auch wohl selbst anerkannt. In einem Aufsatz (Berl. Tgbl. 15. 3. 31) weist ein Mitglied des Vorstandes der Maklergemeinschaft (dem Zusammenschluß der freien Makler) auf die Notwendigkeit einer Verringerung der Zahl der freien Makler hin. Bemerkenswert ist jedoch, wie sich der Verfasser die Durchführung des erforderlichen Abbaus denkt. Es soll ein Fonds aufgebracht werden (von den Banken und dem Staat); aus diesem Fonds sollen die ausscheidenden Makler ein Abkehrgehalt in Höhe von RM. 4000 erhalten. Die Verzinsung und Tilgung des Fonds soll in der Weise erfolgen, daß die verbleibenden Makler einen bestimmten Prozentsatz ihrer Einnahmen an den Fonds abführen. Außerdem sollen neu eintretende Makler nur aufgenommen werden, wenn eine Stelle frei wird und wenn sie hierfür ein Eintrittsgeld in bestimmter Höhe an den Fonds abführen.

An diesem Vorschlag ist wichtig: die Anerkennung der Tatsache, daß die Zahl der freien Makler übersetzt ist. Man kann hinzufügen: schön, wenn es gelingt, den Fonds aufzubringen und die ausscheidenden freien Makler noch eine Zeitlang an den Einnahmen der verbleibenden

Makler zu beteiligen (darauf läuft die vorgesehene Tilgung des Fonds hinaus). Wenn es aber nicht gelingen sollte, 1. die Mittel aufzubringen, 2. die übrigbleibenden Makler zur Tilgung des Fonds zu gewinnen, so dürfte doch klar sein, daß deshalb dann die Reform nicht unterbleiben darf. Denn worauf es ankommt, ist: die Zahl der möglichen freien Makler in Übereinstimmung zu bringen mit den Möglichkeiten und Notwendigkeiten des Verkehrs.

Was dem Außenstehenden an diesem Aufsatz eines Vertreters der freien Makler noch auffällt, das ist: daß in seinen Ausführungen mit keinem Wort von den amtlichen Kursmaklern bzw. von dem Verhältnis der freien Makler zu den Kursmaklern die Rede ist. M. E. ist die Abgrenzung der Tätigkeitsgebiete zwischen beiden Maklergruppen ebenso wichtig, wenn nicht noch wichtiger, als die Sorge um die Existenz der einzelnen Angehörigen des Standes der freien Makler, natürlich auch der Kursmakler.

In diesem Zusammenhang verdient noch die Einrichtung der sog. Garantiekasse erwähnt zu werden. Aus ihr sollten 70% der Verluste gedeckt werden, die aus der Zahlungsunfähigkeit der Börsenbesucher, in erster Linie also der freien Makler, entstehen. Die Mittel des Fonds — über 500 000 R.M. — sind in der Weise aufgebracht worden, daß sämtliche Börsenbesucher einen Beitrag in Höhe einer einmaligen Jahresgebühr für den Börsenbesuch geleistet haben. In den Bestimmungen ist vorgesehen, daß ein bekannt gewordener Zahlungsverzug der Garantiekasse sofort anzuzeigen ist. Auf diese Weise sollte zugleich eine größere Pünktlichkeit der Zahlungen bzw. die schnelle Feststellung einer eingetretenen Zahlungsunfähigkeit erzielt werden. Aus einer Zeitungsnotiz (B. T. v. 28. Februar 1930) ist zu entnehmen, daß die Erwartungen, die man auf diese Wirkungen der Garantiekasse gesetzt hat, sich nicht erfüllt haben: obwohl eine große Zahl von Zahlungsrückständen eingetreten ist, sind Anzeigen an die Garantiekasse kaum erfolgt (insgesamt sollen nur etwa 15 000 R.M. an Entschädigungen ausgezahlt worden sein).

Aus dieser Zeitungsnotiz ist weiter zu entnehmen, daß sich in vielen Fällen die Zahlungsunfähigkeit schon bei sehr kleinen Beträgen (von 100—300 R.M.) ergibt. Wenn das zutrifft, dann wirft die Einrichtung der Garantiekasse doch ein grelles Licht auf die finanzielle Leistungsfähigkeit der Börsenbesucher überhaupt: Personen, die nicht einmal mehr 100 R.M. für die Begleichung ihrer Verbindlichkeiten aufbringen können, gehören nun wirklich nicht an die Börse. Das Ansehen der Börse — im Inland und Ausland — muß leiden, wenn solche Dinge bekannt werden. Für den Außenstehenden ist es verwunderlich zu sehen, daß in Fällen, wo eine offenbare Zahlungsunfähigkeit vorliegt, der Börsenvorstand nicht von seinem Recht Gebrauch macht, die Ausweisung von der Börse zu beschließen.

Wie aus der erwähnten Zeitungsnotiz noch hervorgeht, ist der Gedanke aufgetaucht, den Garantiefonds aufzulösen, und die dadurch frei werdenden Mittel als Entschädigung an solche Börsenbesucher zu verwenden, die freiwillig aus dem Börsenverband ausscheiden wollen: sicher eine bessere Verwendung als die sabotierte und nur auf dem Papier stehende Garantie<sup>1</sup>.

#### D. Die Kursmakler.

Der absolute Rückgang des Geschäfts an der Börse (und in der Zukunft) legt weiter die Frage nahe, ob dieser Veränderung nicht auch die Zahl der amtlichen Kursmakler anzupassen ist. Bei Erlaß des Börsengesetzes von 1896 belief sich die Zahl der amtlichen Kursmakler auf 76, 1914 waren es 86; die Zahl ist dann bis zum Jahre 1924 auf 114 gestiegen und stellt sich z. Z. wieder auf 80. Was bei dieser Entwicklung auffällt, das ist die nur geringe Zunahme überhaupt (im Verhältnis zu der Steigerung der Zahl der freien Makler) und der immerhin beträchtliche Rückgang seit dem Höchststande in der Inflation.

Die Antwort auf diese Frage hat von anderen Voraussetzungen auszugehen als bei den freien Maklern. Zunächst ist — im Gegensatz zu den freien Maklern — das Tätigkeitsgebiet der amtlichen Kursmakler genau festgelegt und abgegrenzt. Die Maklerkammer, als die offizielle Vertretung der Kursmakler, weist — im Einvernehmen mit dem Börsenvorstand — jedem Kursmakler bzw. jeder Kursmaklergruppe (es arbeiten jeweils 2 Kursmakler bei der Kursfeststellung zusammen) die Effekten zu, für die sie Kurse ermitteln und Aufträge zum An- und Verkauf entgegennehmen. Lassen die Umsätze in einzelnen Papieren nach oder nehmen sie in anderen Papieren zu, so kann ein billiger Ausgleich durch entsprechende Neuverteilung der Effekten auf die betreffenden Kursmakler vorgenommen werden. Gehen dagegen die Umsätze im ganzen zurück, wie dies in den letzten Jahren zu beobachten war, dann sinken entsprechend die Einnahmen aller Kursmakler. Wenn jedoch der Rückgang der Umsätze bei den Kursmaklern auch darauf zurückzuführen ist, daß eine steigende Anzahl von freien Maklern die Aufträge an der Börse an sich ziehen, dann ist dies nicht mehr allein eine Angelegenheit der amtlichen Kursmakler, bzw. ihrer Einnahmen, sondern weiterhin eine Angelegenheit der amtlichen Kursfeststellung, wie dies oben dargestellt worden

---

<sup>1</sup> Inzwischen ist ein Abkehrfonds in Höhe von 400 000 RM. gebildet worden. Er soll die Abfindung von etwa 100 freien Maklern mit je 4000 RM. ermöglichen. Der Betrag ist zu einem Teil aus dem Garantiefonds der Börse (zu 120 000 RM.), zum anderen Teil von amtlichen Stellen (Reichsbank, Reich und Preußen) aufgebracht worden. (Nach B. T. Nr. 95 v. 25. Februar 1932 u. B. T. Nr. 67 v. 9. Februar 1932.)

ist: inwieweit die Kursmakler unter diesen Umständen noch in der Lage sind, die ihnen vom Börsengesetz übertragenen Aufgaben zu erfüllen.

Immerhin bleibt auch bei den amtlichen Kursmaklern die Frage zu prüfen, ob es möglich und ratsam ist, ihre Zahl zu vermindern, um dem einzelnen Makler einen solchen Auftragsbestand zu verschaffen, daß er imstande ist, seine ihm vom Gesetz auferlegte Aufgabe zu erfüllen. Diese Frage dürfte auch dann bestehen bleiben, wenn es gelingen sollte, das Verhältnis zwischen freien Maklern und Kursmaklern zugunsten der letzteren zu regeln, zumal noch die Streichung einer Zahl von kleinen Kassapapieren bzw. deren Überführung in die 2-mal-Wochennotierung in Erwägung zu ziehen ist. Inzwischen vollzieht sich ein Abbau in der Weise, daß solche Stellen, deren Inhaber mit dem Tode abgegangen sind, zunächst nicht wieder besetzt werden. Es wäre hierüber hinaus zu überlegen, ob in Zukunft nicht die Einführung einer bestimmten Altersgrenze in den Dienst eines Abbaus gestellt werden könnte. Hierfür spricht auch der Umstand, daß die Tätigkeit der Kursmakler, wenn sie nicht zu einer Registrier-Schreibarbeit herabsinken soll, an die Beweglichkeit und Rührigkeit der Personen große Anforderungen stellt.

Natürlich wird von diesen Maßnahmen, die auf seiten der amtlichen Kursmakler in Betracht zu ziehen sind, eine entscheidende Änderung in ihrem Verhältnis zu den freien Maklern nicht zu erwarten sein. Wie schon erwähnt, handelt es sich nicht in erster Linie darum, den amtlichen Kursmaklern eine Steigerung ihrer Einnahmen zu gewährleisten, wenn es auch wichtig ist, daß die Kursmakler über eine gesicherte Existenz verfügen müssen, damit sie ihre Funktionen im Sinne des Börsengesetzes ausüben können. Hierbei ist der Unterschied gegenüber den freien Maklern nicht ohne Bedeutung: dem amtlichen Kursmakler ist eine Nebenbeschäftigung irgendwelcher Art gesetzlich untersagt, während die freien Makler davon völlig frei sind und auch von dieser Freiheit Gebrauch machen. Das bedeutet zugleich, daß der Kursmakler die ihm entstehenden Kosten (Hilfskräfte, Büro) nur auf dem Wege seiner amtlichen Tätigkeit hereinbringen kann.

Worauf es mehr ankommt, ist: das Funktionieren der Kursfeststellung, für die die amtlichen Makler verantwortlich sind, sicherzustellen. Dazu ist erforderlich, daß ein möglichst großer Teil der Geschäfte bei den amtlichen Kursmaklern konzentriert wird. Das bedeutet, daß ganz allgemein eine Rückwanderung der Geschäfte von den freien Maklern auf die amtlichen Kursmakler anzustreben ist. Letzten Endes ist dies nur dadurch möglich, daß die Banken und Bankiers von der bisherigen Praxis, die Aufträge den freien Maklern zu überschreiben, in gewissem Umfange abgehen. An sich wäre das durchaus möglich, da — wie schon betont — die freien Makler die gleichen Courtagesätze wie die amtlichen Kursmakler berechnen. Es müssen aber hier — auch abgesehen von der

oben erwähnten Verabredung zwischen den freien Maklern und den Bankiers — noch besondere Umstände vorliegen, die das Verhalten der Banken bestimmen. Ich bin darüber nicht informiert und kann deshalb auch nicht sagen, wie diese Praxis geändert werden könnte. An sich müßten die Banken von sich aus ein Interesse daran haben, daß die Kursfeststellung auf möglichst gesicherter Grundlage vor sich geht und dadurch das Ansehen der Börse erhöht wird. Ebenso könnte der Börsenvorstand entsprechende Empfehlungen an die Banken ergehen lassen, daß sie zu mindestens eine Art gerechter und (im Sinne einer richtigen Kursfeststellung) nützlicher Verteilung der Aufträge auf die — in Zukunft verringerte Zahl der — freien Makler und amtlichen Kursmakler vornehmen möchten. Denn darüber kann keine Auslegung hinwegtäuschen, daß die freien Makler in ihrer Funktion als reine Vermittler im Kassageschäft an sich überflüssig sind, weil hier die Vermittlung mit der amtlichen Kursfeststellung verbunden ist. Die freien Makler haben als „Aufgabe“- (Spekulations-) Makler Bedeutung im Schwankungs- und Terminmarkt, sowie im sog. Freiverkehr, wo laufende Geschäfte zu Einzelkursen abgeschlossen werden (vgl. F.). Allerdings können die freien Makler insofern bei der amtlichen Kursfeststellung eine Rolle spielen, als sie als Beauftragte oder Vertrauensleute der Banken tätig sind, sofern diese nicht eigene Vertreter entsenden. Doch sollte es möglich sein, daß auch die amtlichen Kursmakler diese Vertrauensstellung gegenüber den Banken einnehmen. Das würde also auf ein innigeres Zusammenarbeiten zwischen Banken und Kursmaklern hinauslaufen.

Ein letztes Mittel würde das Eingreifen der Aufsichtsbehörde darstellen — immer vorausgesetzt, daß der hier vertretene Ausgangspunkt als richtig übernommen wird: stärkere Konzentration der Geschäfte an der Börse überhaupt, Entartung des Kompromisses im Maklerwesen seit dem Börsengesetz von 1896 und Schutz des Einheitskurses. Es könnte ferner die Einführung einer Zusatzsteuer für alle Geschäfte in Erwägung gezogen werden, die zum Kassaeinheitskurs außerhalb der amtlichen Kursmakler abgeschlossen bzw. vermittelt werden. Diese Steuer müßte abgewendet werden können, wenn die freien Makler ihre Aufträge über die Bücher der Kursmakler laufen lassen, wo sie dann vielleicht nur den halben Courtagesatz zu entrichten hätten (ähnlich der soeben erfolgten Regelung der Kompensationsgeschäfte).

Schließlich ist bei dieser Gelegenheit noch eine andere Forderung zu erwähnen, die wiederholt gestellt worden ist: die Veröffentlichung der Umsätze. Hier handelt es sich zunächst um die Tagesumsätze im Kassageschäft, die der Kursfeststellung zugrunde liegen. Die freien Makler müßten verpflichtet werden, ihre jeweils in einem Papier gemachten Abschlüsse den betreffenden Kursmaklern mitzuteilen. Diese hätten dann unter Zuhilfenahme ihrer Maklerbücher den Gesamtumsatz für jedes

Papier zu ermitteln. Der Umsatz wäre bei jedem Kassakurs mit zu veröffentlichen.

Eine solche Umsatzstatistik würde zunächst nur die an der Börse getätigten Abschlüsse erfassen, nicht auch die innerhalb der Banken durch Kompensation erledigten Aufträge (siehe jedoch C.) und ebenso nicht die im Schwankungsmarkt bzw. Terminhandel getätigten Geschäfte. So wünschenswert es wäre, auch diese letzteren Umsätze kennen zu lernen, so braucht die Beschränkung der Umsatzstatistik auf die Kassaabschlüsse an der Börse doch kein Grund zu sein, auch auf diese zu verzichten. Im Gegenteil: sie würde ein im ganzen zuverlässiges Bild von der Marktlage — an der Börse — geben, auf Grund deren die Kassakurse tatsächlich gebildet worden sind. Erst wenn man die Umsätze kennt (und möglichst auch ihre Motive), ist es möglich, die jeweilige Höhe der Kurse und ihre täglichen Schwankungen richtig zu würdigen.

#### E. Die Kompensationen.

Was die Verfasser des Börsengesetzes von 1896 nicht vorausgesehen haben — und wohl auch nicht voraussehen konnten — das ist die starke Zunahme der Abwicklung von Aufträgen außerhalb der eigentlichen Börse.

Das Börsengesetz von 1896 brachte das Verbot des Terminhandels in Anteilen der Bergwerks- und Fabrikunternehmungen, in denen sich bis dahin die Spekulation in der Hauptsache betätigt hatte. Das an die Stelle tretende Kassageschäft erforderte zu seiner Durchführung erheblich größere bare Mittel, über die die Privatbankiers, die bis dahin in großem Umfang das Effektenkommissionsgeschäft betrieben hatten, nicht verfügten. Dazu kam das Mißtrauen gegenüber den Privatbankiers (Zusammenbrüche und Depotunterschlagungen) sowie die in den Zeitverhältnissen liegende Konzentrationsbewegung in der Wirtschaft überhaupt. Die Aktienbanken waren eher in der Lage, sich die für das Kassageschäft erforderlichen Mittel durch Erhöhung ihres eigenen Kapitals und Pflege des Depositengeschäfts zu beschaffen. Auf dieser Grundlage vollzog sich dann die weitere Entwicklung im deutschen Bankwesen: Verdrängung der Privatbankiers und der kleineren Aktienbanken durch Herausbildung einiger weniger Großbankenkonzerne mit gewaltigen Eigenmitteln und Milliarden von Depositen auf breiter dezentralistischer Grundlage (Filialen, Depositenkassen) und mit der Folge, daß in den nach Millionen zählenden Konten auch der größte Teil der Effektenkundschaft enthalten ist. Auf diese Weise ist jede Großbank in die Lage versetzt, einen großen Teil der ihr aus dem eigenen Kundenkreis zufließenden Aufträge zum Kauf und Verkauf von Effekten in sich aufzurechnen oder — wie man auch sagt: — zu kompensieren. Diese

Kompensationen kommen also nicht zur eigentlichen Börse; sie gehen der Marktbildung an der Börse verloren und gelangen auch bei der Kursfeststellung nur in beschränktem Maße zur Geltung.

Für die Banken besteht bei diesem Kompensationsgeschäft der Vorteil darin, daß sie für beide Aufträge — Kauf und Verkauf — die übliche Courtage in Anrechnung bringen, obwohl ein Makler nicht mit der Vermittlung betraut worden ist. Außerdem belasten die Banken gewöhnlich ihre Auftraggeber noch mit dem Börsenstempel für Kompensationsgeschäfte, obwohl die Erhebung von seiten des Fiskus seit dem Jahre 1923 eingestellt worden ist. Dazu kommt für beide Kunden die übliche Provision, die für die kommissionsweise Besorgung der Aufträge verabredet ist. Diesen Einnahmen sind natürlich die Aufwendungen gegenüberzustellen, die sich aus den hierbei entstehenden Arbeiten ergeben. Auch die Möglichkeit von Irrtümern ist zu berücksichtigen, die sonst — bei Weitergabe der Aufträge an die Makler — auf diese abgewälzt werden. Jedenfalls ergibt sich per Saldo aus dem Kompensationsgeschäft zweifellos für die Banken ein Gewinn.

Die Literatur ist angefüllt mit der Feststellung, daß mit der Entwicklung der Großbanken auch diese Kompensationstätigkeit in starkem Maße zugenommen hat, daß dadurch immer größer werdende Teile des Effektenhandels außerhalb der eigentlichen Börse ihre Erledigung finden, daß somit die Großbanken zu Nebenbörsen werden, von denen nur noch gewisse Spitzenbeträge an die Hauptbörse (aufgeteilt an die freien Makler und die Kursmakler) gelangen. Ja, auch bei diesen Spitzenbeträgen trachten die Banken vielfach vorher noch nach einem außerbörslichen Ausgleich, indem sie versuchen, von Büro zu Büro die Aufträge zu kompensieren — wobei sich naturgemäß auch die Ersparung der Courtage ergibt.

Dieses Kompensationsgeschäft ist zweifellos eine Erscheinung, an der man nicht vorübergehen kann, wenn von Börsenreformen die Rede ist. Will man zu einem Urteil kommen, so ist vorher noch festzustellen, daß die Banken bei ihrem Bestreben, die Makler auszuschalten, doch nicht ganz auf die Börse verzichten können. Zunächst ist erforderlich, daß sie einen amtlichen Kurs benötigen, den sie ihren internen Kompensationen zugrunde legen können und müssen. Sie haben also nicht nur ein Interesse daran, daß überhaupt ein amtlicher Kurs für dieses oder jenes Papier (in dem sie zu kompensieren beabsichtigen) notiert wird, sondern sie haben unter Umständen auch ein Interesse daran, daß der Kurs in einer bestimmten Höhe notiert wird, damit sie die Kompensation möglichst vorteilhaft für sich gestalten, d. h. eine möglichst große Zahl ihrer Aufträge kompensieren können. Besonders groß ist dieses Interesse an der Kursfeststellung, wenn bei ihnen limitierte Aufträge vorliegen, die bei dieser oder jener Höhe des amtlichen Kurses erst kompensierbar werden.

Hieraus erklärt es sich, daß die Banken durch ihre Vertreter beim Kursmachen der für sie in Betracht kommenden Papiere zugegen sind und gegebenenfalls Aufträge an den Kursmakler gelangen lassen, die den ausgesprochenen Zweck haben, jeweils im Sinne ihrer Kompensationsmöglichkeit die Kursfeststellung zu beeinflussen.

Jedenfalls steht soviel fest, daß die innerhalb der Banken kompensierten Aufträge nicht in vollem Umfang in den Büchern der Kursmakler erscheinen, also auch nicht in ihrer Gesamtheit auf die Kursfeststellung einwirken. Und ebenso gewiß ist, daß die Banken bei dieser Sachlage einen weitgehenden Einfluß auf die Kursfeststellung ausüben können. Doch muß hierzu vermerkt werden, daß mit dieser Feststellung noch keineswegs bewiesen ist, ob sich dieser Einfluß der Banken nun günstig oder ungünstig auf die Preisbildung im ganzen auswirkt. Wieder ist ein exakter Beweis in dieser Beziehung nicht zu führen; das Experiment, den Kurs das eine Mal mit und das andere Mal ohne die kompensierten Aufträge festzusetzen, läßt sich nicht gut durchführen. Vergleicht man hingegen eine Zeit, in der die Kompensationen außerhalb der Börse noch nicht in dem Maße bestanden, mit der heutigen Lage, wo die Kompensationen in den Banken eine große Rolle spielen, so wird — nach eingehenden Studien, die ich angestellt habe — der Vergleich nicht zu Ungunsten der Zeit mit Kompensationen ausfallen. Man kann dies schon daraus entnehmen, daß bei dem Kompensationsgeschäft, wie es sich innerhalb einer kleinen Zahl von Großbanken entwickelt hat, eine bewußte und weitreichende Eigenspekulation der Banken — auf Grund der eingegangenen Aufträge des Publikums — nicht mitspielt, wie dies leicht der Fall ist, wenn etwa die Kundenaufträge auf zahlreichen Wegen — Privatbankiers — an die Börse kommen, bzw. die Banken sämtliche Aufträge unter der Mitwirkung der Berufsspekulation an der Börse zur Erledigung bringen würden. (Vgl. IV. B.)

Ich stehe daher der Forderung, daß die Kompensationen verboten und die Banken verpflichtet werden müßten, alle Aufträge den Maklern zu überschreiben, mit einiger Skepsis gegenüber. Zunächst von den Banken her gesehen: es will mir zweifelhaft erscheinen, ob mit dieser Verpflichtung etwa eine wesentliche Vereinfachung und Verbilligung ihrer betrieblichen Einrichtungen — Büro, Personal, Arbeit — verbunden ist.

Wesentlich ist ferner, daß alle Kompensationen, die sich auf „Bestens“-Aufträge (Kauf und Verkauf) beziehen, an sich einen Einfluß auf die Höhe des Kurses nicht ausüben. Wohl können sie das Bild, das sich aus den verringerten Umsätzen in den Maklerbüchern ergibt, zu Ungunsten dieser Auftraggeber verschieben, insofern als hier nur ein Teil der Bestensaufträge, bei den Banken dagegen ein größerer Teil oder der Gesamtbetrag der vorliegenden Aufträge ausführbar ist. Insbesondere

kann diese Lage eintreten, wenn der Kurs sich so gestaltet, daß auch die limitierten Aufträge mit herangezogen werden können. Da überhaupt für die Höhe des Kurses die durch die Limite gebildeten Grenzkurse in der Nachfrage und in dem Angebot entscheidend sind, könnte man vom Standpunkt einer richtigen Preisbildung die Forderung aufstellen, daß zum mindesten alle limitierten Aufträge den Maklern zu übermitteln wären. Wie schon oben bemerkt, geschieht dies in gewissem Umfang auch heute schon, weil sonst die Banken leicht Gefahr laufen, bei limitierten Aufträgen selbst einspringen zu müssen, wenn sie bei einem gegebenen offiziellen Kurs nicht zu einem internen Ausgleich kommen.

Was jedoch in jedem Falle den Kompensationen anhaftet, das ist immer noch wichtig genug: sie entziehen der Börse die für sie bestimmten Aufträge und schmälern dadurch die Einnahmen der Makler, sowohl die der freien als auch die der amtlichen Makler. Insofern bilden die Kompensationen einen wichtigen Teil des oben — unter C und D — geschilderten Maklerproblems.

In recht geschickter Weise ist die soeben herausgekommene 4. Notverordnung der Reichsregierung (vom 8. Dezember 1931) den Kompensationsgeschäften im Effektenhandel zu Leibe gegangen. Sie belegt alle auf dem Wege der Kompensation — Ausgleich durch ein Gegengeschäft — erledigten Effektenkommissionsaufträge bei den Banken mit einer Zusatzsteuer von 0,30 RM. für je 100 RM., und zwar so, daß jedes der beiden Geschäfte von der Steuer getroffen wird. Weiter wird bestimmt, daß sich die Zusatzsteuer für jedes der beiden Geschäfte auf die Hälfte der für Händlergeschäfte vorgeschriebenen Steuer ermäßigt, wenn ein Kursmakler von dem Händler die Aufträge zur Vermittlung des An- und Verkaufs erhalten hat. Da die Kursmakler bei Kompensationsgeschäften nur die Hälfte der Courtage in Anrechnung bringen, so stellt sich die Bank um etwas günstiger, als wenn sie — ohne Kursmakler — die volle Kompensationssteuer zahlen würde. Die Notverordnung macht aus dem Kompensationsgeschäft wieder eine Einnahmequelle für das Reich, indem dieses an der bisher ersparten, aber der Kundschaft in Ansatz gebrachten Steuer teilnimmt. Zugleich bietet sie durch die Halbierung der Steuer einen Anreiz, die Kompensationsgeschäfte durch die Kursmakler gehen zu lassen. Auf diese Weise werden wieder mehr Geschäfte an den Kursmakler gelangen und hierdurch auch die Unterlagen für die Kursfeststellung verbessert. Voraussetzung ist natürlich, daß die Kompensationsaufträge den amtlichen Kursmaklern vor Beginn des eigentlichen Kursmachens übermittelt werden, womit freilich — wie dies aus den obigen Ausführungen hervorgeht — unter Umständen eine Umlagerung des Kompensationsumfanges von den Banken auf die Aufträge, die beim Kursmakler einlaufen, verbunden sein kann.

## F. Der Terminhandel.

Bisher ist vom Kassageschäft die Rede gewesen und nur beiläufig der Handel zu variablen Kursen (Schwankungsmarkt) bzw. der Terminhandel erwähnt worden. In den beiden letzteren Fällen handelt es sich um Papiere, für die der Kassahandel mit der Einheitskursnotierung zu eng geworden ist. Sowohl beim Handel zu variablen Kursen als auch beim Terminhandel handelt es sich um Abschlüsse zu Einzelkursen, die während der ganzen Dauer der Börse vorgenommen werden können. Die mögliche Zahl der auf diese Weise während eines Börsentages entstehenden Einzelkurse ist nahezu für jedes Papier unbeschränkt. Der Unterschied zwischen den beiden Geschäftsformen besteht lediglich darin, daß der Handel zu variablen Kursen ein Kassageschäft bleibt (lediglich für jeden Abschluß ein Mindestbetrag von 3000 M. vorgeschrieben ist), während im Terminhandel Bezahlung und Lieferung an einem späteren Termin (Ultimo) und in einem besonderen Verfahren (Liquidation) erfolgt.

Aus dieser kurzen Charakterisierung folgt zunächst, daß hier die Makler eine andere Rolle spielen als im eigentlichen Kassageschäft. Im Großkassageschäft (zu variablen Kursen) wie im Terminhandel kommt es weniger auf eine Vermittlung (im eigentlichen Sinne) als auf den sofortigen Abschluß zu einem bestimmten Kurse an. Die Personen, die sich an der Börse in diesem Handel betätigen, müssen die Angebote zu festen Preisen übernehmen, also sich als Kontrahenten einschalten. Selbst wenn sie hierbei die Absicht haben, die gekauften Effekten im nächsten Augenblick wieder zu verkaufen, bzw. die verkauften Effekten bald wieder zurückzukaufen, so sind sie doch für eine Zeitlang als Händler mit einem Risiko belastet. Aus dem reinen „Vermittlungs“-Makler ist der sog. Spekulationsmakler geworden. Diese Bezeichnung ist so zu verstehen, daß sich der Spekulationsmakler wirtschaftlich als Vermittler betrachtet, obwohl er rechtlich zum Händler mit eigener Haftung geworden ist. Für diese Spekulationsmakler wie für jeden, der in diesen Märkten Geschäfte abschließen will, ist es von Bedeutung, daß er als vollwertiger Kontrahent angesehen wird, oder — wie man auch sagt — seine Person als „Aufgabe“ genommen wird. Hier greifen all die Maßnahmen ein, die dazu beitragen sollen, die Sicherheit der von den freien Maklern eingegangenen Verpflichtungen zu gewährleisten: entsprechende Gestaltung der Zulassungsbestimmungen (s.S. 26), Nachweis eines Vermögens in bestimmter Höhe, Zugehörigkeit zu einer angesehenen Maklerfirma (früher: Maklerbank), Mitglied der Liquidationskasse.

Was insbesondere die Liquidationskasse an der Berliner Börse anlangt, so kann nur festgestellt werden, daß sie sich durchaus bewährt hat. Sie ist nach Beendigung der Inflation errichtet worden, zu einer

Zeit, als es ganz unmöglich war, die Vermögensverhältnisse der Börsenbesucher zu übersehen und die Zahlungsfähigkeit derselben richtig einzuschätzen. Indem die Liquidationskasse die Garantie für die abgeschlossenen Geschäfte übernimmt, tritt das ein, was in der Natur der Börse liegt: neben den Effekten, den Geschäftsbedingungen, werden nunmehr auch die Personen „versachlicht“, soll heißen, daß die individuelle Zahlungsfähigkeit vereinheitlicht und vertretbar gemacht wird. Die Entwicklung hat gezeigt, daß trotz der großen Kursschwankungen (Kursrückgänge) die eingetretenen Differenzen bisher bezahlt worden sind. Im Wesen der Liquidationskasse liegt es, daß die Spekulation ihrer Mitglieder in gesunder Weise eingeschränkt wird (im Rahmen der bei der Kasse hinterlegten Sicherheiten). Das mag vielleicht von dem einzelnen Mitglied hin und wieder als eine Hemmung seines Betätigungsdranges angesehen werden, für die Börse im ganzen kann eine solche Begrenzung der Spekulation nur von Vorteil sein. Was wäre wohl geschehen, wenn die Liquidationskasse nicht bestanden hätte, angesichts der starken Kursrückgänge in den letzten Jahren?

Um so verwunderlicher ist es, wenn davon gesprochen wird, die Liquidationskasse wieder aufzuheben (um den beteiligten Personen die hinterlegten Sicherheiten als „Betriebskapital“ zurückzugeben). M. E. sollte gerade das Gegenteil geschehen: die Zulassung zum Börsenbesuch müßte von der Zugehörigkeit zur Liquidationskasse abhängig gemacht werden.

Im Handel zu variablen Kursen wie im Termingeschäft treten die amtlichen Kursmakler zurück. Dennoch ist ihnen vom Gesetz eine besondere Aufgabe zugeteilt worden: der erste Kurs aller auf Termin und Schwankung gehandelten Papiere soll von ihnen um 12 Uhr offiziell notiert werden. Zu diesem Zweck nehmen die Kursmakler Aufträge zum ersten Kurs entgegen. Auch in dieser Tätigkeit sind die Kursmakler durch die Entwicklung der letzten Jahre zurückgedrängt worden. Die Zahl der ihnen zum ersten Kurs übertragenen Aufträge ist sehr gering geworden, so daß häufig bei ihnen Material für eine Kursnotierung überhaupt nicht vorliegt. In diesen Märkten sind in besonderem Maße die freien Makler tätig, sei es für fremde oder für eigene Rechnung (Spekulationsmakler). Etwas anderes ist es hinsichtlich der Festhaltung und Notierung der sich im Schwankungs- bzw. Terminmarkt ergebenden Einzelkurse. Hierzu bedarf es besonderer Veranstaltungen, die bestimmten Organen zu übertragen sind. Wenn in Berlin die amtlichen Kursmakler für diese Zwecke eingeschaltet worden sind, so sind dafür drei Gründe maßgebend gewesen: 1. sie wirken bei der Veröffentlichung der Schwankungs- und Terminkurse mit: Anfangskurse, Höchst- und Niedergrenzen- und Schlußkurse; 2. sie stellen in denselben Papieren die Kassakurse fest, die in fortwährender Verbindung mit den laufenden Kursen zu 1. stehen, und 3. sie stellen — zu bestimmter Zeit —

im Terminhandel den sog. ersten Kurs und den Schlußkurs fest nach den gleichen Regeln wie beim Kassaeinheitskurs. Diese offiziellen „Ersten“ und „Schluß“-Kurse gelten für alle Geschäfte, die zum ersten bzw. Schlußkurs abgeschlossen werden. Für die letztere Maßnahme war der auch beim Kassa-Einheitskurs an die Spitze gestellte Vorteil (vgl. III. B.) bestimmend, dem Außenstehenden eine leichte und zuverlässige Kontrolle über die Ausführung seiner Aufträge in die Hand zu geben. Während sonst der Kommissionär in der Lage ist — ohne natürlich die rechtliche Grundlage dafür zu haben —, aus einer größeren Zahl von Einzelkursen einen beliebigen Kurs herauszugreifen, den er seinem Auftraggeber in Rechnung stellt, ist ihm diese Wahl bei Aufträgen zum ersten bzw. Schlußkurs unmöglich gemacht. Es ist deshalb auch hier zu wünschen, daß die Kursmakler wieder wie früher in die Lage versetzt werden, daß sie diese Kurse ordnungsmäßig notieren können. Dazu gehört, daß ihnen entsprechende Aufträge überschrieben werden. Wie aus einer Pressenotiz hervorgeht, hatten die Kursmakler den freien Maklern das Angebot gemacht, die Geschäfte, die den Kursmaklern zum ersten Kurs übertragen wurden, den freien Maklern zum halben Courtagesatz abzurechnen. Diesem Angebot ist ein Erfolg nicht beschieden gewesen, obwohl die freien Makler mit Vorteil davon Gebrauch hätten machen können (bequeme Herbeiführung eines Gegen Geschäfts bei vorherigem Abschluß am Markt). Ein besonderes Interesse daran, daß die Mitwirkung der Kursmakler nicht verloren geht, sollten dagegen die Banken haben, die die offiziellen Kurse — Erst- und Schlußkurse — für ihre Abrechnungen mit der Kundschaft benötigen. Auch hier sollte es möglich sein — und im Interesse der Börse zu wünschen —, ein besseres Zusammenwirken zwischen den Banken und amtlichen Kursmaklern herbeizuführen. Daß die Mängel der amtlichen Kursfestsetzung im Terminhandel an der Börse selbst erkannt worden sind, geht aus einer Bestimmung des Börsenvorstandes hervor, wonach sich die Emittenten eines Papiers, für das die Zulassung zum Terminhandel beantragt wird, verpflichten müssen, einen Mindestbetrag dieser Effekten zum ersten Kurs bestens zu geben oder zu nehmen, wenn Aufträge ohne entsprechende Gegenaufträge vorliegen.

Was die sonstigen Reformen im Schwankungs- bzw. Terminhandel anlangt, so ist oben schon erwähnt worden, daß es erforderlich ist, 1. die Effekten daraufhin anzusehen, ob sie auch unter den veränderten Verhältnissen noch für diese Märkte geeignet sind (Höhe des Aktienkapitals der betr. Gesellschaften) und 2. dafür Sorge zu tragen, daß sich wieder eine Schicht potenter und angesehener Zwischenhändler (Berufsspekulation) an der Börse bilden kann, wobei es nicht auf Masse sondern auf Qualität ankommt.

Im übrigen ist nur noch die Feststellung zu machen, daß sich die

durch das Börsengesetz von 1896 bzw. durch die Börsengesetznovelle von 1908 geschaffene Ordnung des Terminhandels im allgemeinen bewährt hat, daß also Änderungen der gesetzlichen Bestimmungen über den Terminhandel (z. B. Terminhandelsfähigkeit der Personen) nicht erforderlich sind. Im Wesen des Terminhandels liegt es, daß er seine günstigen Seiten besonders in Zeiten geordneten Börsenverkehrs zu entwickeln vermag, daß er jedoch bei außergewöhnlichen Vorgängen leicht die Lage verschärfen kann. So wird man gut daran tun, seine Wiederzulassung nur dann ins Auge zu fassen, wenn sich wieder einigermaßen stabile Verhältnisse in Wirtschaft und Politik eingestellt haben.

In diesem Zusammenhang ist noch kurz der sog. Freiverkehr zu erwähnen. (Nicht zu verwechseln mit dem sog. freien Verkehr des Kassageschäfts, bzw. dem Verkehr zu schwankenden Kursen.) Im Freiverkehr werden die nicht zum offiziellen Börsenhandel zugelassenen Effekten gehandelt. Hier gibt es keine offiziellen, d. h. amtlich festgestellten Kurse, daher auch keine amtlichen Makler, die vermitteln (wenn auch der Freiverkehr in dem Gebäude der Börse stattfindet.) Auch sonst nimmt der Freiverkehr an keinen amtlichen Einrichtungen der Börse teil; Kurslisten dürfen nicht veröffentlicht werden. Dennoch wird er als eine halboffizielle Einrichtung angesehen, insofern als es sich nach der sehr starken Ausdehnung während der Inflation notwendig erwiesen hatte, gewisse Bestimmungen zur Regelung des Verkehrs einzuführen. Hin und wieder werden Stimmen laut, die darauf hinweisen, daß auch für den Freiverkehr eine straffere Ordnung eingeführt werden müsse, so z. B. hinsichtlich der Zulassung von Personen zur Teilnahme an diesem Handel, Zulassung von (nicht offiziell zugelassenen) Effekten, Veröffentlichung von Kurslisten u. a. m.

Man muß solchen Bestrebungen skeptisch gegenüberstehen: indem hier eine 2. Zulassung ausgesprochen wird, würde sofort ein neuer 3. Markt für nichtzugelassene Werte entstehen, wie dies an anderen Börsenplätzen auch zu beobachten gewesen ist. Eher könnte man folgern, daß es mit Rücksicht auf die Tätigkeit der Zulassungsstelle für den offiziellen Börsenhandel besser wäre, die Trennungslinie zwischen letzterem und dem sog. (eigentlich nur geduldeten) Freiverkehr schärfer zu ziehen. Eine andere Frage wäre, ob es sich nicht empfehlen könnte, gewisse Papiere erst dann zum offiziellen Handel zuzulassen, wenn sie sich im Freiverkehr schon als Börsenpapiere bewährt haben.

Worauf es aber in diesem Zusammenhang ankommt, das ist, daß — da der Freiverkehr von den „offiziellen“ Einrichtungen der Börse ausgeschlossen ist — hier die freien Makler ein uneingeschränktes Feld für ihre Tätigkeit finden. Sie haben hier sogar die Möglichkeit durch intern-organisatorische Arbeit eine Art Nebenbörse zu schaffen, die sich in ihrer Aufgabe der eigentlichen Börse organisch angliedert.

## IV. Die große Reform.

### A. Die Umgestaltung der Börsenorganisation.

Nachdem in Vorstehendem versucht worden ist, solche Reformen zu kennzeichnen, die im Rahmen der bestehenden, bzw. vom Börsengesetz von 1896 gewollten Verfassung liegen, ist es noch erforderlich, einen Blick auf die „große“ Reform zu werfen: zu fragen, ob die Organisation der Berliner Börse, so wie sie unter dem Börsengesetz sich herausgebildet hat, im ganzen geändert bzw. verbessert werden kann und soll. Hier entsteht die Vorfrage: Was ist die beste Organisation einer Börse überhaupt und wie stellt sich diese beste Organisation für die deutschen Verhältnisse dar? Einleitend (vgl. I) ist schon von einer Idealorganisation und ihrer Verwirklichung in Paris und London die Rede gewesen. An diese Ausführungen ist hier noch einmal anzuknüpfen.

Der Ausgangspunkt ist: die Zusammenführung des Angebots und der Nachfrage nach Effekten an einer Stelle. Nennen wir diese Stelle zunächst: Börse. Dann entsteht die erste organisatorische Notwendigkeit: da es zahlreiche Effekten gibt, ist eine mehr oder weniger große Zahl von Personen erforderlich, die das Angebot und die Nachfrage in dieser Stelle zusammenführen. Nennen wir diese Vermittler: Makler (ohne uns um den Sprachgebrauch und das Recht zu kümmern, die beide mit dem Begriff „Makler“ einen bestimmten Inhalt verbinden), dann können diese Makler „eigentliche“ Makler sein, indem sie nur vermitteln, nicht abschließen, nicht als Selbstkontrahent, bzw. als Händler auftreten, sondern lediglich Käufer und Verkäufer zusammenbringen. Eine eigene Spekulation dieser Vermittler kommt also nicht in Betracht. Wer diese Enthaltbarkeit für wertvoll ansieht, muß einer solchen Organisation zustimmen. Wer es dagegen als ein wesentliches Merkmal der Börse betrachtet, daß die an der Börse zusammenlaufenden Aufträge auf eine Händlerschicht stoßen, die mit den einlaufenden Aufträgen eine eigene Handelstätigkeit verbindet (Spekulation), muß in einem solchen Falle für eine Änderung oder für eine Ergänzung sorgen.

Die Änderung kann darin bestehen, daß diese — Makler genannten — Personen eben auch Händler oder Händler schlechthin sind, wie dies für die jobber der Londoner Börse zutrifft (und die deshalb einer sehr strengen Ballotage unterworfen sind, wenn sie Mitglieder der Aktiengesellschaft Londoner Börse werden wollen). Die Ergänzung hingegen besteht darin, daß der Zutritt zur Börse jedermann frei ist und jeder Börsenbesucher die Möglichkeit hat, durch den Abschluß von Geschäften dauernd in die Vermittlungstätigkeit der Makler einzugreifen, wie dies an der Pariser Börse möglich ist. Wobei natürlich die Gefahr entsteht, die tatsächlich an der Pariser Börse ständig eine Rolle spielt, daß sich innerhalb der Börsenbesucher sozusagen kleine oder große Neben-

börsen entwickeln, wo die gleichen — oder auch andere nicht offiziell zugelassene — Papiere gehandelt werden. Die französischen agents de change — 70 an der Zahl mit entsprechenden Hilfskräften (bis zu 6) — sind staatlich angestellte, vereidete Organe, die eine Art von Vermittlungsmonopol — Recht zur Besorgung von Geschäftsabschlüssen an der Börse — besitzen (dafür aber auch die Garantie für die vermittelten Geschäfte übernehmen), während neben ihnen noch die sog. coulisse tätig ist. Nach langen Kämpfen ist zwischen beiden Organen eine Art Arbeitsteilung zustande gekommen: der coulisse ist eine bestimmte Anzahl von Papieren zugewiesen worden, in denen sie handeln kann. Doch müssen die coulissiers sich hierbei auch der Vermittlung der agents de change bedienen (Nachlaß auf die Courtage). Im übrigen lauten die Berichte dahin, daß das Syndikat der coulisse seit dem Kriege keine Mitglieder mehr aufnimmt<sup>1</sup>.

Die zweite organisatorische Frage ist: Auf welchen Wegen gelangen die Aufträge an die Zentralstelle (Börse) und hier an die Makler (reine Vermittler oder Händler)? Grundsätzlich kommen zwei Wege in Betracht. Der erste: jedermann hat Zutritt zur Börse und wendet sich unmittelbar an den Makler, wie es für die Pariser Börse gezeigt worden ist. Dieser Weg schließt ein, daß diejenigen, die selbst nicht die Börse aufsuchen wollen oder können, ihre Aufträge auf schriftlichem Wege an die Makler gelangen lassen, was tatsächlich auch für die Pariser Börse gilt. Damit übernehmen die agents de change in Wirklichkeit die Aufgaben eines Kommissionärs. Der zweite Weg ist: die Aufträge können nur durch besondere Vermittler, die wir zum Unterschied von den Maklern jetzt Kommissionäre nennen wollen (wiederum ohne Rücksicht auf Sprachgebrauch und Recht), an die Börse gebracht werden, und zwar so, daß die Kommissionäre zu diesem Zweck das Recht haben, die Börse zu besuchen. An der Londoner Börse sind dies die broker, die wie die jobber Mitglieder der Börse sind und für die die gleichen Aufnahmebedingungen gelten. Für sie wie für die jobber gilt, daß sie ein anderes Gewerbe nicht betreiben dürfen; sie können also nicht gleichzeitig etwa jobber oder Bankier sein. Daraus folgt, daß die englischen Banken oder Bankiers nicht Mitglieder der Börse sind, und daß alle Aufträge zum An- und Verkauf von Effekten über die broker an die Börse gehen. Die broker können natürlich auch Aufträge vom Publikum entgegennehmen (wie die agents de change an der Pariser Börse).

Nach dieser eingehenderen Darstellung einer Börse an sich und der Organisation der Londoner und Pariser Börse wird deutlich, wie recht Göppert<sup>2</sup> hat, wenn er sagt, daß diese beiden Börsen in erster Linie nach

<sup>1</sup> Vgl. N a u c k, Organisation und Geschäfte der Pariser Börse. Leipzig 1931.

<sup>2</sup> A. a. O.

der Idee der Börse, als eines besonderen Marktes, organisiert sind. Die Frage ist nun: Wie müßte die Berliner Börse umgestaltet werden, wenn sie in gleicher oder ähnlicher Weise „reformiert“ werden soll? In der Tat ist eine solche Reform hier und da schon diskutiert worden. Insbesondere sind es die Privatbankiers, die glauben, daß sie von einer solchen Umgestaltung für ihren Beruf Vorteile haben werden.

Aus Vorstehendem ergibt sich, daß die jetzige Organisation der Berliner Börse sozusagen einen dritten Fall darstellt: kein Vermittlungsmonopol der Makler wie in Paris, keine Arbeitsteilung zwischen Bank und Börse wie in London, vielmehr neben amtlichen Kursmaklern (für ein bestimmtes Gebiet) an der Berliner Börse vertreten: Banken und Bankiers als Händler für eigene oder fremde Rechnung, sonstige Händler als Berufsspekulanten, sowie freie Makler als eigentliche Vermittlungsmakler und als Spekulationsmakler (Aufgabe). Eine Reform könnte also nach zwei Richtungen hin erfolgen: 1. die Stellung der amtlichen Kursmakler würde — im Sinne der *agents de change* — ausgebaut: sie erhalten das Vermittlungsmonopol, alle Geschäfte müßten durch sie vermittelt werden. Ob hierbei die „Voll“makler mit der Garantie für die von ihnen vermittelten Geschäfte belastet werden müßten, bleibt zunächst offen. Wie das Pariser Beispiel zeigt, wären hierbei Nebenmärkte, die sog. *coulisse* — also private Vermittler und Händler — nicht ganz zu vermeiden. Aber es wäre eine deutliche Abgrenzung und sicherlich eine Einschränkung in der Zahl derjenigen Börsenbesucher (von heute) notwendig, die bei einer solchen Organisation als *coulisse* in Betracht kämen. (Die Zahl der Mitglieder der *coulisse* an der Pariser Börse wird mit 265 Personen angegeben.) Oder 2. die Vermittler sind zugleich Händler, wie im Falle der Londoner Börse (wobei zu bemerken ist, daß das Verbot von eigenen Geschäften von den *agents de change* der Pariser Börse nicht so wörtlich genommen wird). Für die Berliner Börse würde das bedeuten, daß die amtlichen Kursmakler nicht nur eine äußerliche, sondern auch eine innere Umgestaltung erfahren müßten: sie würden zu Effekthändlern und müßten zu diesem Zweck über eigenes Kapital sowie über Verbindungen zu den Geldgebern und Emittenten der Effekten (Banken) verfügen.

Wenn bei einer solchen Reform die jetzt tätigen Händler: Banken, Bankiers, Berufsspekulanten, Spekulationsmakler die Rolle der „Börsenhändler“ übernehmen, dann wären noch drei Dinge zu regeln:

a) die Auswahl der Personen (rigorose Zulassungsbedingungen nach englischem Muster oder Begrenzung der Zahl nach New Yorker Muster), um eine Gewähr für den richtigen Ablauf des Verkehrs an der Börse zu haben.

b) die Verbindung mit der Außenwelt (Publikum), die in London arbeitsteilig durch die *broker* erfolgt. Aus gelegentlichen Veröffentlichungen geht hervor, daß hierfür in Deutschland die Privatbankiers in

Vorschlag gebracht werden. Man argumentiert so: die Privatbankiers werden durch die Entwicklung der Großbanken immer mehr aus dem Effektenkommissionsgeschäft herausgedrängt; nicht alle Privatbankiers wollen das Risiko eines Börsenhändlers übernehmen; die Tätigkeit als broker kann ihnen eine neue Existenzgrundlage bieten. So ist es zu verstehen, daß für sie die „Börsenreform“ in diesem Sinne darin besteht, daß sie das Monopol für die Übertragung der Aufträge an die Börsenhändler erhalten, was bedeuten würde, daß auch hierfür wiederum nur eine beschränkte Zahl von Personen in Betracht käme und daß vor allem die Großbanken von dem Besuch der Börse ausgeschlossen wären. Darauf ist zurückzukommen.

c) Müßte die Frage der Kursfeststellung geregelt werden: hierbei wäre wieder zu fragen, ob für das Kassageschäft der Einheitskurs beizubehalten ist oder lediglich Einzelkurse notiert werden sollen. Wie man sich auch zu dieser Frage stellen mag, es bliebe auf jeden Fall erforderlich, daß entweder die Makler (nach französischem Muster) oder die Börsenhändler (nach englischem Muster) auch für die Feststellung und Notierung der Kurse verantwortlich gemacht werden müßten, was bedeuten würde, daß in beiden Fällen diese Personen sozusagen daneben auch amtliche Aufgaben zu erfüllen hätten. Man sieht schon aus diesen Andeutungen, was eine „Reform in grundsätzlichem Sinne“ für die Berliner Börse alles besagen würde.

Zwei Gesichtspunkte sind jedoch ausschlaggebend: 1. die oben erwähnte Frage: Soll der Einheitskurs im Kassageschäft geopfert werden oder nicht? Mit aller Vorsicht ausgedrückt: es liegt kein zwingender Grund vor, den mit großer Mühe aufgebauten und im ganzen vorteilhaften Berliner Einheitskurs aufzugeben. Im Gegenteil: es ist durchaus ungewiß, ob die Preisbildung durch die „große“ Reform an Güte gewinnen würde, selbst wenn es möglich wäre, die — oben angedeuteten — organisatorischen und personellen Umgestaltungen durchzuführen. Und 2.: die Stellung der Großbanken. Nach dem broker-Prinzip müßten sie aus dem engeren Börsenverband ausscheiden. Hier zeigt sich die Besonderheit der deutschen Kreditorganisation, die es nicht zuläßt, daß ausländische Vorbilder einfach auf die deutschen Börsen übertragen werden. Die deutschen Großbanken sind die Emittenten der Effekten; sie führen die Konten der Effektschuldner und sind vielfach durch Aufsichtsratsposten mit ihnen verbunden; sie verfügen fast ausschließlich über die Effektenkundschaft und das Effektenkommissionsgeschäft. Unter solchen Umständen zu verlangen, daß die Banken auf den Besuch an der Börse und auf eine eigene Betätigung an derselben verzichten sollen, das könnte doch nur in Frage kommen, wenn die „große“ Börsenreform wirklich dringlich oder erforderlich ist. Davon kann nach den Ausführungen in dem ersten Teil nicht die Rede sein.

Etwas anderes wäre es, wenn aus besonderen Gründen eine Abtrennung des Effektengeschäfts von dem eigentlichen Kreditgeschäft (nach englischem oder amerikanischem Muster) in Frage käme: dann würden eben weniger die verbleibenden Depositenbanken als die abgetrennten Effektenbanken in dieser oder jener Weise wieder an der Börse vertreten sein. Ob aber eine solche radikale Aufteilung der deutschen Banken möglich oder gar empfehlenswert ist, will mir sehr zweifelhaft erscheinen; (doch soll dies hier nicht weiter verfolgt werden). Sicherlich wird — wie in der deutschen Wirtschaft überhaupt — so auch auf dem Gebiete des Bankwesens mit einer gewissen Rückbildung der Großbanken und der Aktienbanken überhaupt zu rechnen sein, so daß es wohl möglich ist, daß der Privatbankier wieder stärker in das Börsengeschäft hineinwächst. Doch sollte hierbei die Trennung der beiden Funktionen — nach den schlechten Erfahrungen der früheren Zeit — nicht außer acht gelassen werden: der Privatbankier als Berater und Kommissionär seiner Kundschaft und der „Privatbankier“ als berufsmäßiger Effektenhändler an der Börse. Eine Voraussetzung für die Pflege des Kommissionsgeschäfts von seiten der Privatbankiers würde ferner sein, daß sie — wenigstens in gewissem Umfange — auch das Kreditgeschäft (an die effektenkaufende Kundschaft) betreiben müßten, wozu sie allerdings erhebliches Eigenkapital benötigen — und auf die Refinanzierung durch die Großbanken angewiesen wären. . . .

Nimmt man alles in allem, so scheidet die „große“ Börsenreform einstweilen aus den Sorgen der Jetztzeit aus.

#### B. Das Selbsteintrittsrecht.

Im Bereiche der „großen“ Reform verdient eine Frage besonders betrachtet zu werden: das Selbsteintrittsrecht der Kommissionäre, das bis jetzt als etwas Gegebenes behandelt worden ist. Bekanntlich gestattet das deutsche Handelsgesetzbuch dem Kommissionär, den ihm von einem Dritten übertragenen Auftrag in der Weise auszuführen, daß letzterer das Geschäft mit sich selbst macht, d. h. durch Selbsteintritt zur Erledigung bringt. Voraussetzung hierfür ist, daß ein amtlicher Markt- und Börsenpreis vorliegt, der dem Kommittenten in Rechnung zu stellen ist. Diese Voraussetzung ist bekanntlich im Effektenkommissionsgeschäft im weiten Umfang gegeben, und die Folge ist, daß die deutschen Banken und Bankiers ausdrücklich in ihren Bedingungen vorsahen, daß sie bei Erledigung der ihnen kommissionsweise übertragenen Effektenan- und -verkaufsgeschäfte grundsätzlich und ausnahmslos von dem ihnen zustehenden Selbsteintrittsrecht Gebrauch machen. Es verdient nochmals betont zu werden, daß den agents de change der Pariser Börse ausdrücklich der Selbsteintritt untersagt ist, und daß an der Londoner Börse durch die Arbeitsteilung zwischen broker und dealer auch praktisch da-

für gesorgt ist, daß der Kommissionär (broker) die Aufträge an den dealer weitergibt.

Für die deutschen Banken und Bankiers bedeutet das Selbsteintrittsrecht folgendes:

1. Sie können selbstverständlich die kommissionsweise erhaltenen Aufträge an der Börse zur Ausführung bringen. In diesem Falle hat die trotzdem beibehaltene Form: Ausführung mit Selbsteintritt, nur die Bedeutung, daß die Bank als Kommissionär zugleich Gegenkontrahent sowohl nach Seiten des Käufers hin als auch nach Seiten des Abschlusses an der Börse hin ist. Nach beiden Seiten haftet die Bank wie aus einem Eigengeschäft. Doch kennt hierbei weder der Kunde der Bank noch der Gegenkontrahent an der Börse den Namen des wirklichen Käufers und Verkäufers. Das Geschäftsgeheimnis der vermittelnden Bank wird hierdurch bestens gewahrt.

2. Mit dem Selbsteintrittsrecht läßt sich in gleicher Weise die Kompensation innerhalb der vermittelnden Bank kaschieren: auch hierbei erscheint die Bank nach beiden Seiten hin als Selbstkontrahent. Zugleich bietet sich für die Bank der Vorteil, daß sie die Courtage für den Makler an der Börse spart, die sie trotzdem ihren Auftraggebern — nach beiden Seiten hin — in Anrechnung zu stellen berechtigt ist. (Über die inzwischen wieder eingeführte Kompensationssteuer vgl. oben III E.) Es unterliegt keinem Zweifel, daß die Einrichtung des Selbsteintrittsrechts einen starken Anreiz zur Verbreiterung der Kompensationsgeschäfte ausübt. Hier ergibt sich die weitere Eigentümlichkeit, daß diese Kompensationen zugleich die Voraussetzungen beeinträchtigen, die für die Schaffung des Selbsteintritts maßgebend war: die Unantastbarkeit der amtlichen Börsenkurse. Oben ist dargestellt worden, wie die Kompensationen „in sich“ den Verkehr an der Börse blutleer machen und der offizielle Kassaeinheitskurs darunter leiden muß. Das wird sich ändern, wenn es gelingt, die Aufträge wieder mehr bei den amtlichen Kursmaklern zu konzentrieren.

3. Entscheidend: die Banken und Bankiers können schließlich von dem Selbsteintrittsrecht auch in der Weise Gebrauch machen, daß sie nicht als eigentliche Kommissionäre einen Gegenkontrahenten — sei es an der Börse oder in der Kompensation mit anderen Aufträgen — suchen, sondern nun auch von dem Selbsteintrittsrecht in echter Weise Gebrauch machen, d. h. daß sie selbst der Gegenkontrahent sind. In diesem Falle verkaufen sie selbst an die Kundschaft, wenn diese kauft, bzw. kaufen sie von der Kundschaft, wenn diese verkauft — und alles dies, ohne daß die Kundschaft von diesen Vorgängen Kenntnis erhält. Bei diesem echten Selbsteintritt verbinden die deutschen Banken mit dem von ihnen gepflegten Kommissionshandel einen regelrechten Eigenhandel, sei es, daß sie aus ihren Beständen Effekten abgeben (auf diese Weise Effekten-

emittieren) oder zur Kursregulierung vorübergehend Effekten aufnehmen. Sie können aber auch die Effekten in spekulativer Absicht kaufen und verkaufen; dann treten sie als Gegenspieler zu ihrer Kundschaft auf, woraus sich natürlich leicht Interessenkonflikte zwischen einer unparteilichen Beratung der Kundschaft und dem eigenen Spekulationsvorteil ergeben können.

Ich habe in meinem Buche über die Preisbildung an der Wertpapierbörse (siehe Vorwort) die tatsächlichen Begebenheiten geschildert, die sich in den Jahren 1880—1896 (Börsengesetz) an der Berliner Börse zutragen haben, als noch die zahlreichen Privatbankiers das Kommissionsgeschäft in den Händen hatten und im Zusammenhang hiermit selbst die größten Spekulanten an der Börse waren. Sie waren wirklich die Gegenspieler des Publikums und hatten dabei noch den Trumpf in der Hand, daß sie zugleich auch die Kreditgeber für das spekulierende Publikum waren. Daß durch eine solche Verquickung von Beratung und Kreditgewährung auf der einen Seite und Eigenspekulation auf der anderen Seite der ganze Unterbau des Börsenverkehrs unsolide wurde, braucht nicht näher ausgeführt zu werden. Ich vertrete den Standpunkt, daß mit dem Übergang des Kommissionsgeschäfts und der hiermit im Zusammenhang stehenden Kreditgewährung an die Großbanken die Verhältnisse — also nach 1896 — bedeutend besser geworden sind, weil — wie ich dies schon an anderer Stelle betont habe — die Großbanken keine systematische, gegen die Kundschaft gerichtete Eigenspekulation betreiben (und die Angestelltenspekulation — verglichen mit der früheren Bankiersspekulation — nur in begrenztem Ausmaß möglich ist).

Es ist daher die Frage, ob es für den Börsenverkehr und für die Preisbildung vorteilhafter wäre, wenn unter den gegenwärtigen Umständen den Kommissionären das Selbsteintrittsrecht genommen würde. Wenn die Banken verpflichtet würden, alle Aufträge an der Börse zur Ausführung zu bringen, dann würde dies zur Voraussetzung haben müssen, daß die Berliner Börse in etwa nach der „großen“ Reform umzugestaltet wäre, zum mindesten in der Richtung, daß an der Börse ein geschlossener Stand potenter und verantwortungsvoller Börsenhändler geschaffen würde, der — ähnlich den Londoner dealer — die Gewähr dafür trägt, daß Ausschreitungen der Spekulation und der Kursbildung vermieden werden. Diese Gewähr ist bei dem jetzigen Zustand der sog. Börsenfreiheit an den deutschen Börsen nicht gegeben.

Es dürfte von Interesse sein, einen besonderen Sachkenner des Börsenwesens zur Frage des Selbsteintrittsrechts zu hören. In seiner Broschüre: Börse und Publikum<sup>1</sup> kommt Göppert ausführlich auf das Selbsteintrittsrecht zu sprechen, von dem die deutschen Banken allge-

---

<sup>1</sup> Berlin: Julius Springer 1930.

meinen Gebrauch machen. Göppert beklagt sehr, daß die an sich gegebene Organisation einer Börse durch das Selbsteintrittsrecht durchbrochen wird; er macht dieses Selbsteintrittsrecht für folgende Dinge verantwortlich: 1. für die Schrumpfung des Verkehrs an der Börse, 2. für die Konzentration des Kundengeschäfts bei den Großbanken, 3. für die Diskreditierung der Börse in der Öffentlichkeit wegen der Verquickung von Kommissionspflichten und Eigenspekulation, 4. daß sich infolge des Selbsteintrittsrechts nicht ein Stand reiner Börsenkommissionäre bilden konnte. Trotz dieser Mängel, die dem Selbsteintrittsrecht anhaften, kommt Göppert zu dem resignierenden Schluß: „Nachdem seit einem Jahrhundert der Wertpapierhandel sich auf Grund des Selbsteintrittsrechts organisiert hat, wird kaum die Rede davon sein können, an diesem Recht etwas zu ändern. Aber auf die Folgen muß doch hingewiesen werden.“

## V. Die Außenseiter.

Wenn man über Börsenreform spricht, dann ist es schließlich noch erforderlich, der Kreise zu gedenken, für die eigentlich die Börse da ist (was man leicht übersieht!): 1. Der Stellen, die Effekten ausgeben und an die Börse bringen, um sich auf diese Weise für bestimmte Zwecke die erforderlichen Geldkapitalien zu beschaffen, als da sind öffentliche und private Wirtschaftsbetriebe (Aktiengesellschaften) und 2. Der Stellen und Personen, die für ihre für kürzere oder längere Zeit verfügbaren Geldkapitalien eine Anlage in diesen Effekten suchen bzw. eine Änderung oder einen Wechsel an ihrem Effektenbesitz vorzunehmen wünschen. Diese letzteren Kreise können wieder öffentlich-rechtliche Körperschaften (Sparkassen, Sozialversicherung), private Wirtschaftsbetriebe (Versicherungsgesellschaften, Handels- und Industriebetriebe, Banken), wie endlich „private“ Personen sein, die in der Börsensprache das Publikum heißen.

A. Was zunächst die *E m i t t e n t e n* anlangt, so könnten sie insofern zur Reform des Börsenverkehrs beitragen, als sie sich wieder darüber klar werden müssen, daß sie gegenüber ihren Kindern, die sie in die Welt setzen, auch Pflichten zu erfüllen haben. In zweierlei Beziehung: 1. Daß sie nur dann Effekten an den Markt bringen sollen, wenn sie sicher sind, daß sie — sozusagen als Schuldner — auch ihren Verpflichtungen in Zukunft nachzukommen vermögen. Nichts rächt sich mehr, als einen günstigen Augenblick der eigenen Lage oder einen solchen des allgemeinen Kapitalmarktes zu benutzen, um Anleihen oder Aktien an den Markt und an den Mann zu bringen. Nicht nur wird der einzelne Erwerber die Verluste, die ihm auf diese Weise entstanden sind, nicht so leicht vergessen, sondern auch das Ansehen der gesamten Börse kann

darunter in empfindlicher Weise leiden, wenn eine solche „gerissene“ Emissionspolitik überhand nimmt. Die Emittenten sollen mehr als bisher daran denken, daß die Börse eine Einrichtung ist, die es ihnen ermöglicht, die Kapitalien überhaupt aufzubringen, die sie zur Erfüllung ihrer Aufgaben oder Verfolgung ihrer Zwecke benötigen. Die Emittenten sollten wissen, daß die Börse ihnen den Weg zum allgemeinen Kapitalmarkt öffnet und daß daher die Börse als eine volkswirtschaftliche Einrichtung ihre besondere Aufmerksamkeit verdient. Also mehr Verantwortung der Börse gegenüber und gegenüber den dahinter stehenden Personen und Gesellschaften, die sich bei der Anlage ihrer Kapitalien der Börse anvertrauen!

Zum anderen: Die Emittenten werden in Zukunft bei der Ausgabe ihrer Papiere in besonderem Maße Rücksicht auf die Bedürfnisse des Börsenverkehrs zu nehmen haben. Das gilt sowohl für die technische Ausgestaltung der zu begebenden Effekten, die frei von allen Künsteleien sein sollte, als auch für Menge und Zeitpunkt der beabsichtigten Emissionen. Ohne einer strikten Planwirtschaft des Kapitalmarktes das Wort reden zu wollen, wird es zunächst wohl kaum ohne Verständigung der beteiligten Banken als Emissionsstellen möglich sein, die Reorganisation des deutschen Kapitalmarktes durchzuführen. Auf jeden Fall erwächst hier der Zulassungsstelle eine große Aufgabe: die Emittenten zu einer größeren Verantwortung gegenüber einem zukünftigen Börsenverkehr zu erziehen. Man wird zu der Zulassungsstelle dieses Vertrauen nach wie vor haben können, zumal sich herausgestellt hat, daß Mängel, die sich in jüngster Zeit, z. B. im Prospektwesen gezeigt haben, nicht der Zulassungsstelle sondern den Emittenten zur Last gefallen sind.

Ein sehr wichtiges und nicht leicht zu handhabendes Kapitel ist die Kurspflege. Insbesondere in der ersten Zeit — bis die Papiere allein laufen können — sollte sich jeder Emittent — selbst oder durch eine Bank — um die Kursgestaltung seiner Papiere kümmern und zwar in der Weise, daß Kursschwankungen aus Zufallsaufträgen oder Zufallsmarktlagen verhindert oder gemildert werden. Hierbei kommt es auf ein vertrauenswürdiges Zusammenarbeiten der Emittenten mit den Banken bzw. der Banken mit den Kursmaklern an. Das gilt insbesondere auch für die öffentlichen Stellen: Reich, Preußen, ferner Reichsbahn und Reichspost, deren Anleihen ausschlaggebend für den gesamten Anleihemarkt sind und schließlich die Rangordnung für den öffentlichen Kredit Deutschlands in der Welt abgeben. Es müßte oberstes Ziel einer — zukünftigen — Finanzpolitik aller dieser Stellen sein, durch Anlegung von Tilgungsfonds Mittel in die Hand zu bekommen, um den Anleihemarkt von hier aus zu beeinflussen. Aber nicht in bürokratischer Weise, sondern unter Mitwirkung von sachverständigen Stellen: Banken und Kursmaklern.

Wie schwierig die Kurspflege im einzelnen zu handhaben ist, zeigt die jüngste Entwicklung am Anleihe- und Aktienmarkt, die dazu geführt hat, daß aus einer beabsichtigten „kleinen“ Nachhilfe schließlich große Interventionskäufe geworden sind, durch die die Emittenten große Teile ihrer Anleihen und Aktien zurückerworben haben. Doch sollte man hierbei nicht ganz übersehen, daß diese Entwicklung der Börsenkurse eine Krise doppelter Natur (und Stärke) widerspiegelt: einen empfindlichen Konjunkturrückschlag verbunden mit einer Neuorientierung des allgemeinen Geldwertes, die einen Bruch mit den bisherigen Wertvorstellungen bedeutet. Es ist anzunehmen, daß in absehbarer Zeit wieder eine Stabilität des Geldwertes (soweit man von einer solchen überhaupt sprechen kann) eintreten wird und damit auch die Kursgestaltung auf einer stabileren Grundlage vor sich gehen kann.

Eine besondere Empfehlung ist noch an die Adresse der Aktiengesellschaften zu richten, die die Börse für ihre Kapitalbeschaffung in Anspruch nehmen. Sie sollten wissen, daß die Aktie beim kapitalanlegenden Publikum stark in Mißkredit gekommen ist. Mit und ohne Schuld der Verwaltungen der Aktiengesellschaften. Selbstverständlich können die Gesellschaften nicht für den — von keiner Seite für möglich gehaltenen — katastrophalen Zusammenbruch der Kurse der deutschen Aktien verantwortlich gemacht werden. Ein Zusammenwirken verschiedener Ursachen: Weltwirtschaftskrise, Reparationen, Politik haben dieses Chaos herbeigeführt (und kann auf die Dauer gesehen auch nur wieder eine Änderung herbeiführen). Aber dennoch bleibt eine Menge übrig, was das Vertrauen zur Aktie erschüttert hat: die willkürliche Dividendenpolitik in den Jahren 1927—1929, eine undurchsichtige Selbstfinanzierung mit unkontrollierbaren Kapitalfehlleitungen, eine kaum noch zu überbietende Selbstherrlichkeit in den Konzernen und ganz zu schweigen von den in den großen Prozessen bekannt gewordenen Verstößen gegen kaufmännische Sorgfalt und Gesetz.

Im Augenblick stehen die Aktiengesellschaften zudem vor der schweren Aufgabe, eine Neuanpassung ihrer Betriebe an den volkswirtschaftlichen Bedarf und den gestiegenen Geldwert vorzunehmen. Das bedeutet in technischer Beziehung: Konzentration der Kapazitäten auf ein geringeres Maß, in kalkulatorischer Beziehung: Erstellung der Preise mit Rücksicht auf den neuen Bedarf und den neuen Geldwert, in finanzieller Beziehung: Bereinigung der Bilanz von Kapitalverlusten und Wiederherstellung einer brauchbaren Kapitalgrundlage — alles Maßnahmen, die deshalb so schwierig sind, weil im Augenblick noch alles im Fluß ist und ein festes Fundament für den Neubau noch nicht vorhanden ist. Auf jeden Fall bedeuten diese Maßnahmen auch für die Aktionäre entsprechende Umstellungen in seinen Wertvorstellungen und Einbußen

an seinem nominellen und effektiven Vermögenswerten. Seine Vorliebe für die Aktien wird durch diese Vorgänge nicht erhöht. . . .

So werden die Verwaltungen der Aktiengesellschaften gut daran tun, mehr auf die berechtigten Interessen der Aktionäre Rücksicht zu nehmen, als dies bisher geschehen ist, wenn sie wieder in Fühlung mit denen kommen wollen, deren Geld es schließlich ist, mit dem die Aktiengesellschaften arbeiten wollen. Deshalb wird der Schwerpunkt in der mit größter kaufmännischer Sorgfalt auszustattenden Leistung der Aktiengesellschaften zu liegen haben, die sich fernzuhalten hat von großmannssüchtigen Finanzspekulationen und Draufgängertum. Diesem ersten Erfordernis gegenüber tritt die Bedeutung der Neuordnung der gesetzlichen Vorschriften, wie sie die geplante Aktienrechtsreform vorsieht, zurück: auch die an sich begrüßenswerten neuen Vorschriften über die Bilanzen der Aktiengesellschaften vermögen kein Vertrauen zu schaffen, wenn nicht von innen her eine Wandlung erfolgt. Bedeutungsvoller sehe ich die Aufgaben der neuen Einrichtung der öffentlich bestellten Wirtschaftsprüfer an, die auf Grund der Pflichtrevision Einblick in die inneren Verhältnisse der Aktiengesellschaften erhalten und sich hierbei zu wirklichen Treuhändern der Öffentlichkeit entwickeln können.

Von der Börse aus gesehen, werden alle Wirtschaftsbetriebe (und nicht nur die Aktiengesellschaften) in Zukunft zunächst danach trachten müssen, wieder eine gesicherte Existenzgrundlage zu finden, was wohl im allgemeinen nur auf dem Wege mühevoller Kleinarbeit möglich sein wird. In weiterer Folge werden die erfolgreichen unter ihnen bestrebt sein müssen, sich durch allmähliche Gewinnanreicherung die Reserven anzusammeln, die sie bedürfen, wenn sie nicht den Konjunkturschwankungen zum Opfer fallen wollen. Diese Zukunftsbetrachtungen lassen nicht gerade auf eine besondere Lebhaftigkeit des Börsenverkehrs in der nächsten Zeit schließen, selbst wenn die zahlreichen enttäuschten Aktionäre das ihnen zugefügte Unrecht mal wieder vergessen haben sollten. . . . Doch es ist ein Glück, daß gerade in Börsendingen das alte Wort gilt: erstens kommt es anders, zweitens als man denkt. . . .

B. Schließlich — doch nicht zuletzt — ist, wenn von Börsenreformen die Rede ist, noch an das Publikum — das sind die Außenseiter der Börse — zu denken, das für die Börse ebenso wichtig ist, wie es die Emittenten (A) sind. Nicht nur, daß dieses Publikum (im weitesten Sinne) die zahllosen Arten von Effekten kaufen, in diesen Effekten seine Ersparnisse anlegen soll, sondern dieses Publikum hat für den Börsenverkehr noch die weitere Bedeutung, daß es als Mit- und Gegenspieler der berufsmäßigen Effektenhändler (Spekulation) eine nicht zu unterschätzende Rolle spielt. Man kann dies gegenwärtig wieder einmal an den beweglichen Klagen der Börsenleute und der ihnen nahestehenden

Presse erkennen: immer wieder wird darauf hingewiesen, daß die Aufträge des Publikums fehlen und daß keine „ordentliche“ Bewegung in Gang kommen kann, weil die Aufträge des Publikums ausbleiben. Übrigens eine alte Erscheinung — die im Verlauf von allen Börsenkonzunktoren damit endet, daß helle Freude aufkommt, wenn endlich das Publikum eingreift. . . . Das ist ja schließlich auch der Sinn der Börse: dieses Publikum soll die Effekten zur Kapitalanlage kaufen und muß auch die Börse benutzen, wenn es seine Kapitalanlage wechselt. Ob aber das Publikum so bald wieder die Aktie als ein bevorzugtes Mittel der Kapitalanlage ansehen wird, muß nach den Erfahrungen der letzten Jahre bezweifelt werden. Jedenfalls bedarf es hierzu einer umfangreichen Wiederaufbauarbeit aller beteiligten Stellen: Emittenten, Banken, Verwaltungen der Aktiengesellschaften — und nicht zuletzt der Börse selbst, wenn sich dieses Publikum in gewohnter Weise wieder den Aktien zuwenden soll.

Aber dieses Publikum kauft und verkauft nicht nur Effekten, um sie als Kapitalanlage zu benutzen, sondern es beteiligt sich auch gern an der auf die Erzielung von Kursgewinnen abzielenden Spekulation und zwar in der gleichen Weise wie es die Berufsspekulation tut, indem es sich die Mittel hierzu auf dem Kreditwege über die Banken beschafft. Diese Spekulation ist eine seit Bestehen der Börsen zu beobachtende Begleiterscheinung des Effektenhandels, ja sie wird von Börsenkennern als ein wesentliches Merkmal des Börsenverkehrs überhaupt hingestellt (wodurch sich die Börse vom Markt unterscheiden soll). In der Tat bedeutet die Berufs- und Gelegenheitsspekulation, daß der Markt der einzelnen Papiere auf eine breitere Grundlage gestellt wird und dadurch die Börse insgesamt besser befähigt wird, neugeschaffene Effekten unterzubringen, bzw. den Umsatz von Effekten reibungslos zu ermöglichen.

Wenn man sich ein Bild von der zukünftigen Bedeutung der Spekulation machen will, so ist folgendes in Rechnung zu stellen: 1. daß die Entwicklung der Volkswirtschaften der einzelnen Länder immer mehr — und noch trotz aller Abschließungsabsichten — von der Gestaltung der Weltwirtschaft und der großen Politik abhängig sein wird. Dazu kommt, daß — insbesondere in Deutschland — die Herausbildung großer Konzerne auf der einen Seite und eine unvermeidbare aktive Wirtschaftspolitik des Staates auf der anderen Seite die Grundlagen für eine weitsichtige Spekulation der einzelnen Personen immer mehr verengen wird, soll heißen: daß auch der Schwerpunkt der Börsenentwicklungen außerhalb der eigentlichen Börsenkreise liegen wird. Das bedeutet für die Spekulation Verzicht auf eigene Kombinationen, also Mitläufer bei Vorgängen, die von außen her zur Börse kommen, oder Beschränkung auf die sog. Tagesspekulation, die darin besteht, daß

sich die Geschäfte auf den täglichen Umsätzen an der Börse aufbauen und darin zugleich ihr Ende finden sollen.

Zweitens darf damit gerechnet werden, daß die starke spekulative Einstellung der Bevölkerung überhaupt, die nicht nur in Deutschland sondern auch in anderen Ländern das Kennzeichen der Wirtschaftsbetätigung der letzten Jahre gewesen ist, eine Reaktion erfahren wird. Dem Haussetaumel und den hohen Kursen (in der ganzen Welt) sind Verluste und Ernüchterungen gefolgt. Man hat gelernt, daß es immer nur wenige sind, die — auf die Dauer gesehen — an der Börse zu Reichtum zu gelangen vermögen; die große Masse der Spekulanten und insbesondere der Außenseiter, also das Publikum, hat das Schicksal, Effekten zu den höchsten Kursen zu kaufen und darauf sitzen zu bleiben. So auch in der gegenwärtigen Börsenkrise. Da auch sonst große Antriebsmittel für eine plötzliche Steigerung des Börsengeschäfts (wie Rationalisierung und Auslandskredite) nicht zu entdecken sind, so wird sich die Publikumsspekulation in engeren Grenzen halten als bisher — was auch zu wünschen wäre.

Wenn jemand bei der Anlage seiner Ersparnisse auch solche Aktien berücksichtigt, bei denen in der Zukunft auf eine steigende Dividende gerechnet werden kann, dem Erwerber also eine höhere Rente oder einen Kursgewinn in Aussicht stellen, so läßt sich gegen ein solches Handeln ebensowenig etwas einwenden als gegen solche vorspekulativen Käufe, die von sachverständigen und kapitalkräftigen Personen kommen. Liegen diese Voraussetzungen nicht vor, wie es zum großen Teil bei der Masse des Publikums der Fall ist, dann artet die berechtigte und erwünschte Spekulation zum verderblichen Börsenspiel aus. Hier setzt die verantwortungsvolle Aufgabe der Banken und Bankiers ein: bei ihrer Beratung der Kundschaft auch auf die Gefahren der unüberlegten Spekulation hinzuweisen, insbesondere wenn letztere auch noch mit den Mitteln des Bankkredits betrieben werden soll. Ich weiß, was die Banken mir auf diese Empfehlung erwidern werden: den Spekulanten geht es so wie dem jungen Mädchen, das den Onkel wegen ihres Verehrers mit den Worten befragt: rate mir gut, aber rate mir nicht ab! Und dennoch sollten die Banken als Berater sich die Mühe nicht verdrießen lassen.

## VI. Zum Schluß:

Im vorstehenden ist von Reformen die Rede gewesen, die sozusagen an dem technischen Apparat der Börse vorzunehmen sind. Sie sollen dafür sorgen, daß die Börse als solche wieder funktioniert, wenn sie ihrer eigentlichen Aufgabe: dem Massenumsatz für Effekten zu dienen, gerecht werden will. Mit diesen Reformen kann natürlich dieser Massenumsatz nicht hervorgezaubert werden; er ist von anderen Faktoren ab-

hängig, wie dies im Vorwort ausdrücklich betont worden ist. (Und trotzdem gibt es Stimmen, die da meinen, daß Börsenreform und Kurssteigerungen dasselbe seien.)

Hier — am Schluß der Darstellung — ist noch ein anderes zu betonen: die Apparatur: Börse, die reformiert werden soll, ist aus der Vorstellung gewonnen, daß es sich um eine Börse handelt, die in etwa den gegenwärtigen Verhältnissen der deutschen Volkswirtschaft entspricht. Nun ist es klar, daß die Entwicklung dieser Volkswirtschaft in der Zukunft noch gänzlich unübersehbar ist. Wird die Weltwirtschaftskrise etwa in der Weise liquidiert, daß die Weltwirtschaft auseinanderfällt und noch nationale Volkswirtschaften in gewollter oder ungewollter Autarkie ihr Leben fristen? Oder kommt es schließlich doch noch zu größeren Wirtschaftsverbänden — mit einheitlichen Märkten und Börsen von zentraler Bedeutung? Tritt in dem einen oder anderen Falle an die Stelle des bisherigen individuellen (und quasi-individuellen) Kapitalismus ein privater Plan- oder staatlicher (bzw. genossenschaftlicher) Gemeinkapitalismus? Wie beim Übergang zum Staatskapitalismus die Börse ihre Bedeutung als Kapitalbeschaffungs- und -anlagestelle verlieren wird, so kann eine Entwicklung der nationalen Börsen zu Weltbörsen einsetzen, wenn eine neue Art von Weltwirtschaft aus der gegenwärtigen Krise hervorgehen sollte. . . . Alles offene Fragen, über die nichts gewisses ausgesagt werden kann, es sei denn dies: daß Kräfte in gigantischem Ausmaß am Werke sind, die Entwicklung in die eine oder andere (vielleicht nicht einmal genau erkannte) Richtung zu bringen.

Für die Börse bedeutet dies, daß auch ihre letzte Entwicklung noch völlig im dunkeln liegt. Das wird man im Auge behalten müssen. Mit den Reformen wird man so lange nicht warten können. Sie betreffen die Gegenwart und die nächste Zukunft. Die verantwortlichen Stellen haben die Aufgabe, die sich aus den inneren Umwandlungen der Wirtschaft ergebenden Rückwirkungen auf die Börse zu verfolgen und danach den Fortgang der Reformen zu bestimmen.

---