

Die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel

Von

Dr. Paul Jacobs



Berlin
Verlag von Julius Springer
1914

ISBN-13: 978-3-642-47198-8 e-ISBN-13: 978-3-642-47538-2
DOI: 10.1007/978-3-642-47538-2

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

Dem Andenken meiner Eltern

Vorwort.

Die nachstehende Arbeit ist aus dem volkswirtschaftlichen Seminar des Herrn Geheimrats Prof. Dr. Sering hervorgegangen. Für die zahlreichen Anregungen, die ich, namentlich bei der Redaktion des Werkes, von Herrn Geheimrat Sering empfang, bin ich ihm zu dauerndem Dank verpflichtet. Die Beschaffung des Materials wurde mir durch das Entgegenkommen des Herrn Artur Norden, der mir sowohl sein eigenes Archiv als auch das der Handelszeitung des Berliner Tageblattes zur Verfügung stellte, erleichtert. Auch von Herrn Dr. Pinner erhielt ich manche wertvolle Anregung. Diesen Herren spreche ich hier ebenfalls meinen Dank aus.

Berlin, im Dezember 1913.

Paul Jacobs.

Inhaltsübersicht.

	Seite
1. Die volkswirtschaftlichen Funktionen der Effektenbörse	1
Einleitung S. 1. — Die Spekulation S. 3. — Der Einfluß der Großbanken auf die Börse S. 7.	
2. Die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel vor dem Gesetz von 1896	12
Die Prospekte in der Gründerperiode S. 13. — Die ersten Vor- schriften über die Publizität der emittierenden Gesellschaften S. 14. — Ähnliche Bestimmungen in Frankfurt a. M. S. 17. — Die Börsenenquete-Kommission S. 17.	
3. Die Organisation der Zulassungsstelle	17
Die Bestimmungen über die Zulassung von Wertpapieren im Börsengesetz von 1896 S. 18. — Die Bestimmungen über die Orga- nisation der Zulassungsstelle nach der Berliner Börsenordnung S. 18. — Die Zusammensetzung der Zulassungsstelle S. 19. — Der Ausschluß von Mitgliedern S. 21. — Stellvertretende Mitglieder S. 23. — Die Aufsichtsbehörde S. 24. — Der Staatskommissar S. 25.	
4. Die Vorbedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel und die Pflichten der Zulassungsstelle	25
Deutsche Reichs- und Staatsanleihen S. 27. — Einige ähnliche Pa- pierre S. 28. — Die Einzelbestimmungen über die Zulassung aller anderen Werte im Gesetz S. 29. — Die Zulassungsstelle eine Art Marktpolizei S. 31. — Der Antrag auf Zulassung S. 35. — Der Prospekt S. 37. — Die Prüfungspflicht der Emissionsbanken S. 38. — Die Veröffentlichung des Prospekts S. 42. — Prospekt- auszüge S. 44. — Die Veröffentlichung der Bilanzen S. 49. — In- formation der Aktionäre und der Presse S. 50. — Die Zulassung an den einzelnen Börsen S. 52. — Die Beschwerdeinstanz S. 53. — Die Zulassung von Kuxen und Genußscheinen S. 55.	
5. Die Verwaltungsgrundsätze der Zulassungsstelle und die Kontrolle der Regierung	59
Türkische Anleihe von 1905 S. 59. — Bulgarische Anleihe von 1910 S. 62. — Anleihe der Chicago-Milwaukee-St.-Paul-Eisenbahn S. 63. — Deutsche Erdöl-Aktiengesellschaft S. 68. — Lodzer Handelsbank S. 73. — Caja de Credito Hipotecario S. 73. — Luxemburger Unionsbank S. 74. — Tempelhoferfeld-Aktiengesell-	

	Seite
schaft S. 75. — Maschinenbauanstalt Kirchner & Co. S. 76. — „Concordia“ Chemische Fabrik auf Aktien S. 77. — Terrain-Aktiengesellschaft Müllerstraße S. 78. — Deutsche Schachtbau-Aktiengesellschaft S. 80. — Aktiengesellschaft Schaeffer & Walcker S. 81. — Deutscher Eisenhandel Aktiengesellschaft S. 82. — „Kronprinz“ Aktiengesellschaft für Metallindustrie S. 83. — Canada-Pacific-Eisenbahn S. 84. — Generaldirektion der Grafen Henckel von Donnersmarck zu Beuthen S. 85. — Sächsische Kartonagen-Maschinen-Aktiengesellschaft S. 85. — Vereinigte Lausitzer Glaswerke S. 86. — Eispalast Aktiengesellschaft S. 88. — Wiederausschluß vom Börsenhandel S. 89. — Unnotierte Werte S. 92.	
6. Zusammenfassung und Vorschläge zum Ausbau.	95
Die Einführung von Wertpapieren in den Börsenhandel S. 96. — Rückgang der Dividende nach erfolgter Zulassung S. 99. — Emissionen vor der Zulassung S. 100. — Zentralzulassungsstelle S. 102. — Verhinderung inländischer Emissionen vor der Zulassung S. 104.	
7. Anhang	107
Quellen- und Literaturverzeichnis	122

1. Die volkswirtschaftlichen Funktionen der Effektenbörse.

Die Bedeutung der Effektenbörse hat mit der Entwicklung der Kreditwirtschaft, mit dem immer größer werdenden Effektenbesitz, der sich auf alle Volksklassen verteilt, zugenommen. Ihre Preisbildung wird für die Allgemeinheit um so wichtiger, je mehr sich der Umbildungsprozeß privater Werte in Effekten vollzieht. Schmoller¹⁾ sagt bei einer kurzen Besprechung über die Bedeutung, die die notwendige Konzentration der Preisbildung der Effekten an der Börse und eine richtige Preisbildung für die ganze Volkswohlfahrt hat: „In den richtigen Kursen drückt sich die Anschauung der Sachverständigen und der öffentlichen Meinung über die einzelnen Papiere aus. Durch die Kurse kontrolliert die öffentliche Meinung die gute oder schlechte Verwaltung der Staaten, der Kommunen, der Aktiengesellschaften und anderer großer Institute. Nur das der guten oder schlechten Verwaltung entsprechende Steigen oder Fallen der Kurse kann in weiteren Kreisen über die Kapitalanlagen Aufklärung bringen und kann auf die Verwaltung den Druck ausüben, ohne den weder die definitive Klarheit über die Lage der Staaten, Korporationen und Institute geschaffen, noch Besserung und Reform in ihnen herbeigeführt wird.“ In Anbetracht dieser Wichtigkeit für das allgemeine Wohl hat die Gesetzgebung die Feststellung des Börsenpreises genau reguliert²⁾.

Die volkswirtschaftliche Funktion der Effektenbörse ist aber nicht darin erschöpft, daß sie dem heimischen Kapitalisten einen Markt bietet, auf dem ihm die Möglichkeit geboten ist, zu einem angemessenen Preise Effekten kaufen und verkaufen zu können.

¹⁾ Bericht der Börsenquete-Kommission. Einleitung.

²⁾ Vgl. § 29 des Börsengesetzes.

Vielmehr erfüllt sie internationale Aufgaben. Diese sind weniger darin zu erblicken, daß an den großen Weltbörsen einige Wertpapiere gehandelt werden, die internationalen Charakter tragen, als vielmehr darin, daß an ihnen die großen Rechnungen der verschiedenen Volkswirtschaften gegeneinander ausgeglichen werden. Die trockenen Zahlen der Wechselkurse, das heißt die Bewertung, die kurz- oder langfristige Forderungen auf das Ausland an der Börse finden, geben einen guten Anhalt für die Zahlungsbilanz einer Nation. Namentlich in Zeiten unsicherer politischer Verhältnisse, wenn die großen Notenbanken einen „Kampf um das gelbe Metall“ führen, gewinnen die Zahlen an Bedeutung, zumal sie anzeigen, ob ein Land Zufluß an Gold von einem anderen Lande zu erwarten hat oder ob es Gold an das Ausland abgeben muß. Rückt die Notwendigkeit in die Nähe, Zahlungsverpflichtungen an das Ausland durch effektive Goldsendungen zu erfüllen, so wird dies in vielen Fällen Abwehrmaßregeln, das heißt Hinaufsetzen des offiziellen Diskontsatzes, zur Folge haben. Damit wird allerdings eine Verteuerung des Geldes herbeigeführt, die auf die ganze Volkswirtschaft lähmend einzuwirken vermag, die es aber auch ermöglicht, daß anstatt mit Gold internationale Rechnungen mit Wechseln, die an der Börse gekauft wurden, bezahlt werden.

Gerade diese eminent wichtige Aufgabe der Börse wird häufig nicht genug hervorgehoben, ihr dafür aber oft auf anderen Gebieten eine Bedeutung zugemessen, die zuweilen recht problematischer Natur sein kann. Im Bericht der Börsen-Enquete-Kommission¹⁾ und in vielen Büchern²⁾, deren Verfasser diese Stelle ohne nähere Erläuterung übernommen haben, heißt es u. a.: „Die Börse vermittelt zwischen den kapitalbedürftigen Staaten, Gemeinden, Unternehmungen einerseits und dem Kapital, welches Anlage sucht, andererseits.“ Ohne nähere Begründung schließt dieser Satz bei der jetzigen Ausbildung des Bankwesens eine falsche Interpretation nicht aus. Denn häufig ist es nicht die Börse, die den kapitalsuchenden Staaten, Gemeinden, Gesellschaften oder Privatpersonen Geld gewährt, sondern es sind Banken oder zu diesem Zweck gebildete Bankenkonsortien, die

¹⁾ Bericht der Börsen-enquete-Kommission S. 8.

²⁾ Vgl. Saling, Wiedenfeld u. a.

dem Borger die gewünschten Kapitalien vorschießen. Die Bankinstitute bringen dann, unter Umgehung der Börse, durch ihre Depositenkassen die Wertpapiere unter das Publikum.

Trotz dieser Einschränkung bleibt es unbestritten, daß die Börse auch jetzt noch ein getreues Spiegelbild des Wirtschaftslebens einer Nation darbietet. Sie ist das Institut, in dem das Tauschmittel der modernen Volkswirtschaft, das Geld, durch die flüssigste Form des wirtschaftlichen Gutes, das Effekt, repräsentiert wird. Gerade diese Form ist es, die dem Gelde die Eigenschaft verleiht, vor allem dahin zu streben, wo die höchsten Zinssätze berechnet werden, wo also die größte Möglichkeit zur Vermehrung gegeben ist.

Namentlich der deutsche Kapitalist läßt sich bei der Anlage seiner Kapitalien in hohem Maße von dem Gesichtspunkt der Vermehrungsmöglichkeit seines Kapitals leiten. Deshalb sind Staatspapiere mit ihrer geringen Verzinsung wenig beliebt, und aleatorische Werte gewinnen für das deutsche Kapital an Bedeutung. Im Verkehr mit derartigen Effekten spielt aber die Spekulation eine große Rolle. Daraus ergibt sich für das deutsche Kapital die unerfreuliche Erscheinung, daß es in ganz besonderem Maße von der Spekulation beherrscht wird.

Über die wirtschaftliche Bedeutung der Spekulation gehen die Meinungen weit auseinander. Bei Erörterungen über sie muß man sich vor Augen halten, daß die Spekulation sich aus den verschiedensten Elementen zusammensetzt. Diese Verschiedenheit erstreckt sich sowohl auf die finanzielle Leistungsfähigkeit als auf moralische Eigenschaften, auf die geistige Vorbildung als auf die Weltanschauung jedes einzelnen Spekulanten.

Ein gemeinsamer Zug geht allerdings durch diese gesamte bunte Masse: Die Absicht, Gewinne zu erzielen. Ganz allein von dieser Absicht lassen sich sowohl die großen als auch die kleinen Spekulanten leiten, wodurch häufig einheitliche Handlungen vieler Spekulanten hervorgerufen werden.

Dieses einheitliche Vorgehen führt zu der Entstehung einer sogenannten Börsenstimmung. Je mehr urteilsfähige, sich auf ihre eigene Auffassung verlassende Börsenbesucher vorhanden sind, desto empfindsamer wird diese Stimmung, desto größer aber auch ihre Bedeutung, die sie sowohl für jede nationale

Volkswirtschaft im besonderen als für die Weltwirtschaft im allgemeinen hat.

Früher war es die mächtige Berufsspekulation gewesen, die infolge ihres schärferen Urteils auf die weniger selbständigen Börsenbesucher Einfluß ausübte und sich namentlich aus den Reihen der Privatbankiers zusammensetzte. Mit dem Niedergang dieses Gewerbes trat an ihre Stelle das reiche Privatpublikum, das durch seine zahlreichen Verbindungen mit der Industrie und häufig auch mit der Diplomatie über die jeweilige Situation der Industrie und der Politik im allgemeinen und über die Lage mancher Gesellschaften im besonderen oft vortrefflich unterrichtet ist. Zu ihnen gesellen sich die Direktoren der Aktienbanken, deren Institute die bankgeschäftliche Tätigkeit der Privatbankiers in weitgehendem Maße übernommen haben.

Die Spekulation bedarf zu ihren Geschäften der Mitwirkung Dritter. Sie bedient sich dazu der großen Kreise jener außerhalb der Börse stehenden und in ihren Beziehungen zu dieser wie ihrem Wesen nach äußerst verschiedenartigen Elemente, die gewöhnlich unter der Bezeichnung das „Publikum“ zusammengefaßt werden. Wenn auch das spekulierende Kapitalistenpublikum den Vorgängen innerhalb der Börse, der Preisbildung usw., nicht mehr so verständnislos gegenübersteht wie früher, so zeigen doch die vielen, zu Zeiten ungeklärter wirtschaftlicher Verhältnisse eintretenden Zusammenbrüche, daß viele Elemente am Börsengeschäft beteiligt sind, die dort nichts zu suchen haben. Sehr treffend charakterisiert Mayer¹⁾ die Tätigkeit des Publikums folgendermaßen:

„Einer der wundesten Punkte beim modernen Effektenverkehr ist wohl das Eingreifen des unreifen, wenig bemittelten Privatpublikums, das nur durch Kommissionäre seine Operationen ausführt; die Leute kommen naturgemäß mit Käufen und Verkäufen immer zu spät, ihre Ordres werden oft ausgeführt zu einer Zeit, wo sich die Verhältnisse gründlich geändert haben gegenüber den zur Zeit der Auftragserteilung bestehenden. Und Schwankungen von 10 fl. zwingen die Kommissionäre, um sich vor Verlust zu bewahren, zur Lösung der Engagements.“

Neben diesen für das Publikum schon an und für sich ungünstigen Momenten kommt noch in Betracht, daß ein großer

¹⁾ Bruno Mayer, Die Effektenbörse und ihre Geschäfte, S. 55.

Teil der außerhalb der Börse stehenden Spekulanten beim Ankauf der Papiere durchaus unüberlegt handelt. Ja man kann es in den Bureaux der Banken erleben, daß bei der Auswahl der anzukaufenden Wertpapiere der Zufall direkt herausgefordert wird. Das Haschen nach Gewinn, das namentlich zu Zeiten aufsteigender wirtschaftlicher Entwicklung zum Ausdruck kommt, nimmt die Massen oft so gefangen, daß sie erst aus ihrem Taumel erwachen, wenn die Symptome des wirtschaftlichen Niederganges oder politischer Verwicklungen deutlich sichtbar werden. Namentlich gilt dies von Leuten, die sich ein kleines Kapital erspart haben und nun mit dem von der Bank gewährten Kredit spekulieren.

Damit ist ein Thema berührt, das eins der schwierigsten des ganzen Börsenwesens genannt werden muß: Die Spekulation mit geliehenem Gelde. Als etwas anderes kann es nicht bezeichnet werden, wenn jemand, der der Bank z. B. 3000 Mark als Einschuß übergibt, dafür Papiere im Werte von 15 000 Mark erhält, die allerdings nicht in seinen Besitz übergehen, sondern unter Verschluß der Bank gehalten werden.

Schmoller¹⁾ fordert, daß hier eine Reform des Börsenwesens einzusetzen habe: „Tausende von gänzlich Urteilslosen nehmen an der Spekulation teil, und sie können es nur, weil die Banken ihnen Kredit, hauptsächlich in Reportform, zuletzt oft zu 20 bis 40 % geben, an diesem Kreditgeschäft große Gewinne machen und meist sicher sind, im entscheidenden Falle des Kursrückganges alle diese Börsenlaien mit dem Verlust hereinfallen zu lassen, sich selbst aber durch rechtzeitige Kreditkündigung oder -Verweigerung zu decken.“

In dieser Überspannung der Effektspekulation durch den Bankkredit liegt einer der dunkelsten Punkte unserer neueren Kreditentwicklung; die so geschaffenen falschen Kurse versetzen die ganze Volkswirtschaft in Fieberhitze, erzeugen falsche Vorstellungen über alle Preisbewegungen, über alle Gewinnchancen und Absatzmöglichkeiten. Hier liegt der berechtigte Punkt einer Reform des Börsenwesens, der Terminspekulation.“

Durch derartiges Spekulieren, das in letzter Zeit leider insbesondere mit Hilfe der Depositenkassen der Banken²⁾ in

¹⁾ Schmoller, Grundriß Bd. II, 1. bis 6. Auflage, S. 475.

²⁾ Vgl. „Großbanken“ von Vindex im „Pan“ Nr. 43; 1912.

vermehrtem Maße erfolgte, wird Kapital an der Spekulation beteiligt, das für Sparkasseneinlagen oder aber zum Ankauf von Rententiteln geeigneter erscheint als zum Festlegen in Industriewerten.

Seit Inkrafttreten des Börsengesetzes entwickelte sich die Spekulation besonders stark am Kassaindustrieaktienmarkt. Wie weit sie hier führen kann, zeigt ein Vorfall, der sich im Mai 1912 an der Berliner Börse ereignet hat. Es waren an manchen Tagen am Kassamarkt Kurssprünge von 90 und mehr Prozent zu verzeichnen. Diese das ganze Wirtschaftsleben in Atem haltende Spekulationstätigkeit veranlaßte den Staatskommissar der Berliner Börse, Geheimrat Göppert, zu einer Zuschrift an den Börsenvorstand, in der er empfahl, Maßnahmen zu erwägen, die „wenigstens zu einer Milderung“ der Mißstände führen könnten.

Die Übertreibungen am Kassamarkt werden zum großen Teil dadurch hervorgerufen, daß das beteiligte Publikum zu leicht nervös wird. Zeigt ein Effekt an einem Tage eine etwas auffallende Kursbewegung, so liegen am anderen Tage bei den Banken zahlreiche Aufträge vor, die diese Kursbewegung des Papiers unterstützen und dadurch eine anfangs vielleicht berechnete Spekulation in eine ungesunde umwandeln. Besonders stark tritt diese Erscheinung bei Kursrückgängen zutage, denn der geringe Kapitalbesitz der meisten am Kassamarkt engagierten Personen läßt sie dann um ihren Besitz zittern, und sie versuchen zu retten, was zu retten ist.

Gerade die wilde Spekulation am Kassamarkt ist es, die es fraglich erscheinen läßt, ob die Bedenken, die seinerzeit gegen das Termingeschäft geltend gemacht wurden, heute noch zutreffen. Denn es hat sich gezeigt, daß selbst sehr wilde Ausschreitungen von seiten der Spekulation durch die Beschränkungen des Termingeschäftes nicht verhindert werden konnten. Die Spekulation, die durch diese Erschwerungen beseitigt werden sollte, hat jetzt andere Formen angenommen. Damit hat sie den Beweis erbracht, daß gegen sie gerichtete gesetzliche Maßnahmen nur temporär wirken können, auf die Dauer aber unwirksam sind. Deshalb wäre es auch falsch, nun mit Gesetzesmaßnahmen das Kassageschäft einengen zu wollen.

Daraus, daß die Spekulation ihre Geschäftsformen so leicht umwandeln konnte, ergibt sich für die Zulassung von Wert-

papieren zum Börsenterminhandel die Konsequenz, daß die Bestimmungen hierüber eine liberale Handhabung, wie sie in der letzten Zeit an der Berliner Börse zu beobachten war, verdienen.

Für die volkswirtschaftliche Bedeutung der Effektenbörse ist noch ein anderes Geschäft wichtig, nämlich das Arbitrage-Geschäft. Die Arbitrage wird als Edelmetall- und Münzen-, als Wechsel- und als Wertpapier-Arbitrage gehandhabt. Hier kommen hauptsächlich die beiden letzten Geschäftsarten in Betracht.

Die Wechselarbitrage hängt mit dem gesamten Wirtschaftsleben der Nation eng zusammen. Sie kann nur da gedeihen, wo eine rege Ein- und Ausfuhr von Waren, der Bezug oder Versand von Edelmetallen oder Wertpapieren Zinsenschulden und dergleichen große Zahlungsverpflichtungen einer Volkswirtschaft an die andere verursachen. In den letzten Jahren ist dies Geschäft an der Börse etwas vernachlässigt worden. Dies gilt sowohl für die allerdings noch am häufigsten ausgeführte Wertpapier-Arbitrage, die namentlich infolge des hohen Wertpapierstempels und der Umsatzsteuern gegen früher stark zurückgegangen ist, als auch insbesondere für die Wechsel-Arbitrage. Es könnte dies verwundern, da doch der Zahlungsausgleich Deutschlands mit dem Auslande immer lebhafter geworden ist. Eine Erklärung findet diese Erscheinung dadurch, daß die Großbanken sich zu Instituten entwickelt haben, bei denen täglich bedeutende Kauf- und Verkaufaufträge von Auslandswchseln einlaufen und bereits hier eine Ausgleichung finden. Ergibt sich dabei nach einer Seite ein Überschuß, so wird dieser meistens direkt mit befreundeten ausländischen Banken ausgeglichen.

Dieser Ausgleich der Wechselgeschäfte unter Ausschaltung der Börse hat dazu beigetragen, daß die Meinung entstehen konnte, die Börse sei im Niedergang begriffen. Insbesondere hat Glaser¹⁾ von einem Niedergang der Börse gesprochen. Er führt u. a. aus:

„Dazu kommt, daß weder die Börse noch die Spekulation im besonderen heute mehr den Einfluß auf das weite Publikum besitzen, den sie in der Vergangenheit gehabt haben. Zunächst haben zweifellos Entwicklungen wirtschaftlicher Natur zur

¹⁾ Glaser, Die Börse, S. 98.

Minderung dieser Bedeutung der Börse beigetragen. Wenn wir sehen, wie aus dem kapitalistischen Wirtschaftsleben heraus tagtäglich neue Gebilde entstehen, die in der Richtung einer planmäßigen Regelung von Produktion und Konsumtion zu wirken beginnen, wenn überall Gewerk- und Konsumvereine, Handwerkergerenossenschaften, Kartelle, Syndikate und Trusts sich dem Verkauf und Einkauf vertretbarer Güter widmen und eine planmäßige Anpassung des Angebots an den Bedarf erstreben, die da und dort zur Zurückdrängung der Warenspekulation geführt hat, so liegt der Gedanke nicht fern, daß auch auf dem Gebiete der Fondsspekulation eine ähnliche Entwicklung eintreten könne. Und in der Tat läßt sich derartige für Deutschland wenigstens infolge des riesigen Aufschwunges, den das Bankwesen in den letzten Jahren genommen hat, mit Sicherheit behaupten. Infolge des Zusammenströmens von Angebot und Nachfrage im Fondsverkehr bei den großen Banken, eines Vorganges, der durch die fortwährende Ausbreitung des Filialsystems derselben stetig an Bedeutung zunimmt, übernehmen diese nämlich gewissermaßen selbst die Funktionen der Börse, indem sie die ihnen zufließenden Kaufs- und Verkaufsaufträge einfach innerhalb ihres Organismus kompensieren und nur den nichtkompensierbaren Teil an die Börse bringen. Da aber im Laufe der Zeiten gerade der stets wachsende Umfang des Börsenverkehrs auch Macht und Einfluß der Börse bestimmt hat, so bedeutet die Konzentration im Bankwesen für die Börse eine Minderung ihrer einstigen Machtstellung. In dem Maße aber, als sich diese Machtminderung einerseits und jene Machtsteigerung andererseits vollziehen, in dem Maße werden auch die Großbanken nicht nur von der Börse unabhängig, sondern in dem Maße werden sie schließlich auch beherrschen können.“

Das hier Gesagte entbehrt nicht jeder Berechtigung. Auch in der vorliegenden Arbeit ist bereits auf eine Schattenseite des Großbankwesens hingewiesen worden (S. 5). In der Tat begünstigen die zahlreichen Filialen der Großbanken und die vielen von diesen Instituten abhängigen Provinzbankiers nicht nur die Spekulation, sondern durch sie kann in sehr erheblichem Maße auf die Börsentendenz eingewirkt werden. Daß dies geschieht, ist nicht zu leugnen. Denn was ist es anderes als ein Einwirken

auf die Börsenstimmung, wenn sämtliche Depositenkassen-
vorsteher einer Großbank und alle von dieser abhängigen Provinz-
bankiers ihrer Kundschaft zu gleicher Zeit bestimmte Papiere
empfehlen oder vom Ankauf anderer Werte abraten.

Die Großbanken sind ebenso wie die Börsen Zentralstellen
für die Nachfrage und das Angebot von Börsenpapieren. Es
findet bei ihnen allerdings keine Preisbildung statt. Dafür haben
sie aber einen großen Einfluß auf die Preisbildung der Börse,
der dadurch so bedeutend ist, weil die Vorsteher der Depositen-
kassen als ausführende Organe der Zentraleitung meistens keine
selbständigen Entscheidungen treffen, sondern ihre Direktiven
von der Direktion erhalten. Viel mehr in ihrer Organisation als
in dem Kompensieren der Kauf- und Verkaufaufträge, das erst
eine Folge dieser Organisation ist, liegt die überragende Macht
der Großbanken.

Die Tatsache, daß die Konkurrenz der großen Bankinstitute
untereinander einen gewissen Schutz vor einer Tyranisierung
der Börsenstimmung bietet, ist für den Volkswirt nur ein schwacher
Trost. Denn daß die Banken sich zusammenfinden können,
haben sie bereits mehr als einmal gezeigt. Es sei nur an die
Interventionen der Großbanken aus Anlaß der letzten Börsen-
krisen erinnert. Wenn ihr Eingreifen damals volkswirtschaftlich
nützlich war, so muß doch daran erinnert werden, daß die Tätig-
keit der Banken weniger auf allgemeine Interessen als vielmehr
auf höchst eigennützigte Erwägungen zurückzuführen war. Denn
die Großbanken haben bei den Interventionen gute Geschäfte
gemacht, und es ist kaum verständlich, wie angesehene Zeitungen
in diesen Interventionen eine „große Tat“ sehen konnten. Es
ist allerdings anzuerkennen, daß durch diese Tätigkeit der Groß-
banken der beständige Rückgang aller Kurswerte stark gehemmt,
ja zum Teil wohl beendet wurde. Aber eine beträchtliche Anzahl
mit Bankgeldern spekulierender Personen, die den Einschuß
nicht erhöhen konnte, hatte bereits die Papiere mit großem
Kursverluste an die Banken verloren. Einem weiteren Rückgang
der Kurse untätig zuzusehen, widersprach insofern den Interessen
der Großbanken, weil sie bemüht sein mußten, sich einen guten
Stamm mit relativ größerem Vermögen ausgestatteter Kunden
zu erhalten. Denn wenn auch diesem noch die Möglichkeit zu
weiterer Tätigkeit an der Börse genommen war, so fehlte den

Großbanken ein Klientelkreis, ohne den selbst das am besten organisierte Unternehmen nicht arbeiten kann.

Ferner war die Sachlage doch auch die, daß das Kursniveau der meisten Papiere bereits sehr niedrig und ein weiteres Sinken, wenn auch nicht ausgeschlossen, so doch kaum zu befürchten war. Die Großbanken sahen, daß dort selbst bei Berechnung einer angemessenen Risikoprämie eine selten günstige Kaufgelegenheit geboten war. Im Gegensatz zu den meisten anderen am Börsengeschäft beteiligten Kreisen waren sie imstande, diese Papiere einige Zeit im Tresor zu behalten. Dann aber konnten sie auch, nachdem sich die Kurse wieder etwas gehoben hatten, durch ihre Depositenkassenvorsteher leicht für die Papiere Stimmung machen und sie mit gutem Gewinn wieder abstoßen. Was lag da näher, als zu kaufen? Von besonderen Verdiensten der Großbanken, abgesehen von denen für die eigene Kasse, kann bei diesen Interventionen kaum gesprochen werden.

Die Ausbildung des Depositenkassenwesens und die andauernde Ausdehnung der Einflußsphären der Großbanken sind die Instrumente, mit denen diese die Börsenstimmung jederzeit, wenn es in ihrem Interesse liegt, bestimmend beeinflussen können, und auch in der Tat häufig mehr oder weniger beeinflussen. Daß hierunter und unter der später ausführlich zu behandelnden Ausschaltung der Börse bei neuen Emissionen die Börse für die Volkswirtschaft an Bedeutung verliert, ist nur zu wahr. Denn die Preisregulierung ist sehr häufig nicht mehr eine natürliche, sondern eine künstliche. Trotz dieser Einschränkungen darf aber der jetzige Einfluß der Börse auf das nationale und das internationale Wirtschaftsleben nicht unterschätzt werden. Denn mit der immer größer werdenden Anzahl der Effekten¹⁾ und damit der an Börsen notierten Papiere muß die Bedeutung der Börse für das Wirtschaftsleben steigen, zumal da auch die Großbanken ein Interesse, wenn auch weniger an der Börse, so doch an der offiziellen Kursfestsetzung haben. Gerade das Verbot, private Kursfeststellungen zu veranstalten, bietet heute der Börse die größte Rückenstärkung den Großbanken gegenüber; denn die meisten Privatkapitalisten, auf die doch schließlich die

¹⁾ Vgl. hierzu Schmoller, Grundriß II, S. 184, und Denkschriftenband IV. E, S. 247.

Großbank angewiesen ist, wollen keine Werte ohne offizielle Notiz kaufen. Für den Privatkapitalisten, der selbst seine Entscheidungen trifft und seine geldgeschäftlichen Transaktionen nicht durch die dem Depositenkassenvorsteher von oben her erteilten Direktiven beeinflussen läßt, ist die Börse ganz unentbehrlich. Ebenso bedarf der Privatbankier nach wie vor dieser Institution, denn er kann die ihm aufgetragenen Geschäfte selten „in sich“ machen, muß vielmehr einen ausgedehnten Markt zur Abwicklung der Geschäfte haben. Die berufsmäßige Spekulation vollends ist ohne die Börse gar nicht zu denken. Das direkte Interesse dieser drei Gruppen an einer guten Preisbildung der Börse ist es, das den Herrschgelüsten der Großbanken entgegentritt. Im Interesse einer gesunden Entwicklung der Volkswirtschaft muß dahin gestrebt werden, daß die Geldmacht der Großbanken, die schon in ihrer bloßen Existenz eine Übermacht gewährt, die anderen Interessen nicht erstickt.

Aber nicht nur die nationalen Aufgaben der Börse für die Volkswirtschaft, sondern auch die internationalen für die Weltwirtschaft sind groß. Die letzteren sind durch die engere Verknüpfung der internationalen Geldmärkte, die den Austausch der wirtschaftlichen Güter lebhafter gestalten und zahlreichen Ländern zugleich mit ihrer wirtschaftlichen Stärkung die Abhängigkeit vom internationalen Markt bringt, bedingt. Denn die Gläubigerländer haben infolge des innigen Konnexes untereinander sowie mit den Staaten, in die sie ihr Geld und ihre Waren schicken, ein großes Interesse an der ruhigen gleichmäßigen Entwicklung des internationalen Lebens. In den zum größten Teil von der Börse geknüpften engen wirtschaftlichen Verbindungen der Nationen ist ein wertvolles Pfand für die Erhaltung des Friedens gegeben. Ganz offen trat dieser friedliche Einfluß der Börse zutage bei dem Grenzkonflikt zwischen Argentinien und Chile im Jahre 1896. Infolge der ablehnenden Haltung der europäischen Börsen waren beide Länder nicht imstande, einen Krieg zu führen. Sie mußten sich dazu bequemen, das Haager Schiedsgericht anzurufen.

Die volkswirtschaftliche Funktion der Effektenbörse ist also recht vielseitig, und es ist begreiflich, daß der Staat nicht achtlos an einer so wichtigen Institution vorübergehen konnte, sondern versuchte, regulierend in die Wirksamkeit der Börse einzugreifen.

Dies ist denn auch zu jeder Zeit und überall, wo Börsen existieren, geschehen.

In Deutschland war die Regelung der Beziehungen zwischen Staat und Börse lange Zeit den lokalen Behörden überlassen. Wenn auch die Forderung eines deutschen Börsengesetzes bereits im Anschluß an die schwere Börsenkrisis des Jahres 1873 von mehreren Seiten aufgestellt worden war, so gaben doch erst die starken Treibereien im Kaffeeterminhandel und zahlreiche andere Mißstände den Reichstagsabgeordneten Gamp, Ballestrem und Cuny in der Session 1890/92 Anlaß, die Regierung zu einer reichsgesetzlichen Regelung des Börsenwesens zu veranlassen. Nach umfangreichen Ermittlungen und zahlreichen Sachverständigenvernehmungen seitens einer Börsen-Enquetekommission wurde am 22. Juni 1896 das deutsche Börsengesetz erlassen. Es bringt zum erstenmal für das ganze Reich gemeinsame Bestimmungen über die Organe der Börse. Dadurch wird eine größere Einheitlichkeit in das deutsche Börsenwesen gebracht.

Ein spezielles Organ der Börse, die Zulassungsstelle, wird in den nachstehenden Kapiteln dieses Werkes auf seine wirtschaftliche Bedeutung hin, dem Wesen sowie der Wirkung nach wissenschaftlich untersucht werden.

2. Die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel vor dem Gesetz von 1896.

Der Handel mit Wertpapieren bewegte sich in Deutschland in früheren Jahren, obgleich durch vielerlei Gesetze reglementiert, durchaus nicht in so soliden Bahnen wie in unserer Zeit. Ebenso wie sich mit dem freien Staatsbürger als Gegensatz zum Untertanen erst das Gefühl der Staatsbürgerpflicht entwickeln konnte, so konnte auch erst mit der Verdrängung des zünftlerischen Zusammenschlusses durch die freie Konkurrenz das Gefühl der kaufmännischen Anstandspflicht in weitere Kreise eindringen, wodurch es bewirkt wurde, daß unsere Zeit vor schwindelhaften Unternehmungen mehr geschützt ist, als es frühere Jahre waren. Wenn somit eine Kontrolle darüber, welche Papiere zum Handel an der Börse zuzulassen sind, heute weniger notwendig erscheint als früher, trotzdem aber gerade erst in unserer Zeit eine solche gesetzliche Kontrolle geschaffen wurde, so darf diese Institution

nur aufgefaßt werden als Anerkennung einer durch weitsichtige Kaufleute ins Leben gerufenen Maßnahme einer Zeit, als die große Mehrzahl der kaufmännisch Tätigen sich der eben erlangten Freiheit noch nicht zu bedienen wußte.

Dennoch ist diese Institution auch in unserer Zeit nicht überflüssig, und ihre Anerkennung durch das Gesetz, das ihren kaufmännischen Charakter bestätigte, ist von guten Folgen begleitet gewesen. Günstige Ergebnisse konnten um so mehr erzielt werden, als keine gesetzlichen Fesseln die Entschlüsse der Institution, der die Entscheidung über die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel übertragen war, beengten, sondern immer flüssige, durch die Erfahrung hervorragender Männer gezogene Richtlinien für ihr Urteil maßgebend waren.

Bei einer Betrachtung der wirtschaftlichen Bedeutung dieses Organs ist es nötig, einen Rückblick auf die Verhältnisse zu werfen, die dahin drängten, daß die besseren Elemente des Kaufmannsstandes eine Änderung verlangten.

Nach dem Deutsch-Französischen Kriege gewann der Börsenhandel in Deutschland eine bis dahin nie innegehabte breite Basis. Das mit der Kriegsentschädigung zu uns gekommene Geld hatte einen ungeahnten Aufschwung der deutschen Volkswirtschaft, namentlich der industriellen Gründertätigkeit in Form der Aktiengesellschaft zur Folge gehabt, wodurch dem Börsenhandel viele neue Werte zugeführt wurden. Die neugeschaffenen Unternehmungen entbehrten jedoch nur zu häufig der Solidität, waren oft auf Schwindel basiert und bezweckten vielfach nichts anderes, als den Gründern ungeheure Gewinne zuzuführen. Um den Verkauf der Aktien zu beschleunigen, machten die Gründer anläßlich der Einführung der Papiere in den Börsenhandel durch Ankündigungen in den Zeitungen, die große Versprechungen für die Zukunft enthielten, im Publikum Stimmung für ihre Anteile. Diese Ankündigungen, die sogenannten Prospekte, schilderten in möglichst vieldeutigen Worten die Sicherheiten, mit denen glänzende Ergebnisse zu erwarten seien, und waren möglichst mit Namen, die durch ihren aristokratischen Klang Eindruck machen sollten, unterzeichnet.

Die Gefährlichkeit solcher Prospekte wurde lange Zeit nicht erkannt, zumal da ganz richtig angenommen wurde, daß der wahre Wert der Aktien durch die Spekulation ermittelt und somit

eine Prüfung der neuen Werte durch diese erfolge. Dabei war aber übersehen, daß die Spekulation zu einer ganz falschen Beurteilung gelangen mußte, wenn die Angaben, worauf sie ihr Urteil stützte, falsch waren, und ferner, daß sich bei Kursrückgängen und vollends beim Zusammenbruch der Unternehmungen die Aktien längst nicht mehr in den Händen der Gründer befanden, sondern das Publikum der geschädigte Teil war. Daher setzte in den Kreisen der Börsenbesucher eine Bewegung ein, die eine solidere Gestaltung des Börsenhandels bezweckte und vor allem eine Kontrolle über den Inhalt des Prospektes forderte.

Mit Rücksicht auf diese Tendenzen innerhalb der Kaufmannschaft beschloß der Vorstand der Berliner Börse im Jahre 1881, in Zukunft nur solche Wertpapiere zum Handel an der Börse und zur Kursnotierung zuzulassen, die hinsichtlich der Veröffentlichung des Prospektes den Anforderungen der „Sachverständigen-Kommission der Fondsbörse“ nachkamen. In dem von den Ältesten der Kaufmannschaft von Berlin erstatteten „Bericht über den Handel und die Industrie von Berlin im Jahre 1881“ wird hierüber ausgeführt: „Der stärkere Zugang neu einzuführender Papiere gab Veranlassung, den Grundsatz anzunehmen, daß ausnahmslos nur solche Effekten zur amtlichen Notierung zugelassen werden, deren Kapital sich auf mindestens 1 000 000 M. beläuft, und rücksichtlich deren die für die Bedeutung des Papiers maßgebenden Tatsachen in vollständig hinreichender Weise unter verantwortlicher Unterschrift bestimmter Personen oder Firmen durch Insertion in hiesigen gelesenen Blättern und durch Aushang an der Börse veröffentlicht worden sind. Ein Exemplar dieser Kundgebung über die für die Bedeutung des Papiers maßgebenden Tatsachen mit Unterschrift ist dem Ältestenkollegium vorzulegen. Die nämlichen Anforderungen der Publizität, welche eine wirkliche Information des Käuferkreises zu ermöglichen bezweckt, stellt auch die Sachverständigen-Kommission der Fondsbörse, ehe sie den Maklern die Genehmigung erteilt, Kurse eines Effekts im nichtamtlichen Teil des Kurszettels mitzuteilen.“

Es ist in diesen, allerdings etwas gewundenen Sätzen der gesunde, entwicklungsfähige Kern einer neuen Institution erkennbar. Aber noch ist es ein vorsichtiges Tasten, ein Suchen nach neuen Formen. In richtiger Erkenntnis, daß nur eine

wirkliche Information der Käuferkreise durch eine Veröffentlichung in gelesenen Blättern und durch Aushang an der Börse der „für die Bedeutung des Papiers maßgebenden Tatsachen in vollständig hinreichender Weise“ möglich ist, suchte der Börsenvorstand gerade auf den zu veröffentlichenden Prospekt Einfluß zu gewinnen. Zugleich war er bemüht, Werte von untergeordneter lokaler Bedeutung durch die Festsetzung eines Minimalaktienkapitals von der Berliner Börse fernzuhalten.

Allmählich wurden die Formen bestimmter, die Gestalt der neuen Institution trat schärfer hervor, und bei der neuen Redaktion der Berliner Börsenordnung im Jahre 1884 sind zum erstenmal auch für die Zulassung bestimmte Normen aufgenommen worden. In den §§ 13 und 14 der mit dem 1. Januar 1885 in Kraft getretenen Börsenordnung heißt es unter anderem: „Die Sektionen des Börsenkommissariats haben darüber zu bestimmen, in welchen neu in den Börsenhandel einzuführenden Gattungen der ihrer Abteilung zugewiesenen Handelsartikel den vereideten Maklern überhaupt gestattet ist, Geschäfte zu vermitteln.

Das Börsenkommissariat der Fondsbörse darf den Handel in einem bestimmten Effekt den vereideten Maklern nur dann gestatten, wenn in einer von ihm hinreichend befundenen Weise die für die Beurteilung des Effekts wichtigen Angaben seitens der hiesigen, das Effekt einführenden Firma durch Aushang an der Börse und Insertion in Berliner Zeitungen bekanntgemacht worden sind. Bei Zulassung von Effekten zum Handel hat das Börsenkommissariat der Fondsbörse provisorisch bis zur Entscheidung des Ältestenkollegiums diejenigen Makler zu bestimmen, welchen die amtliche Vermittlung von Geschäften in diesem Effekt zugewiesen wird.

Gegen die Anordnungen der Sektion des Börsenkommissariats findet die Beschwerde an das Ältestenkollegium statt.

Kein vereideter Makler darf in einem noch nicht zum Börsenverkehr zugelassenen Effekte Geschäfte vermitteln.

Die amtliche Kursfeststellung und die Notierung im amtlichen Kurszettel ist betreffs der Schuldverschreibungen des Deutschen Reiches und des Preussischen Staates zu bewirken¹⁾.

¹⁾ Gemeint ist, daß solche Wertpapiere ohne weiteres zugelassen werden mußten.

Den Ältesten der Kaufmannschaft bleibt vorbehalten, nach dem obwaltenden Bedürfnis zu bestimmen, auf welche anderen Gegenstände sich die amtliche Kurs- und Preisfeststellung und die Notierung in dem amtlichen Kurszettel bzw. Preiscurant erstrecken soll. Die Sektion des Börsenkommissariats der Fondsbörse ist jedoch ermächtigt, die nichtamtliche Publikation von Kursen solcher Effekten, welche zur amtlichen Notierung noch nicht zugelassen sind, für den nichtamtlichen Teil des Kurszettels zuzulassen.

Zur amtlichen und nichtamtlichen Notierung werden nur solche Effekten verstatet, bei denen der Nominalbetrag der Gesamtemission die Summe von einer Million Mark erreicht.“

Während 1881 nur eine Publizität, die eine wirkliche Information der Käuferkreise ermöglichte, gefordert wurde, verlangte die revidierte Börsenordnung von 1885, daß in einer vom Börsenkommissariat hinreichend befundenen Weise die für die Beurteilung des Effekts wichtigen Angaben durch Aushang an der Börse und Insertion in Berliner Zeitungen bekanntgemacht wurden. Dabei entschied das Börsenkommissariat, die spätere Zulassungsstelle, nicht nur darüber, ob die Veröffentlichung in hinreichender Weise erfolgte, sondern auch darüber, ob die Angaben im Prospekt mit genügender Klarheit abgefaßt worden waren, um vom Publikum verstanden zu werden. Denn daß das Börsenkommissariat auch die Angaben des Prospekts auf ihre Vollständigkeit hin prüfte, geht daraus hervor, daß sich bald gewisse Grundsätze darüber herausbildeten, welche Erfordernisse bei neuen Emissionen an den Prospekt zu stellen seien. Diese Grundsätze wurden in den sogenannten „Leitenden Gesichtspunkten“ gesammelt, die bald einen beträchtlichen Umfang erreicht hatten. Sie waren von Sachverständigen aufgestellt, jedoch nicht unbedingt bindend, sondern wurden in jedem einzelnen Fall nach dem Ermessen der Kommission mehr oder weniger verändert.

Trotz des immer noch schüchternen Vorgehens der Börsenbehörde, bei der Zuführung neuer Wertpapiere zum offiziellen Markt für eine hinreichende Information der Käuferkreise zu sorgen, konnte ein gewisser Erfolg bereits in dem Bericht über die Wirksamkeit des Ältestenkollegiums vom Mai 1885 bis Mai 1886

bekanntgegeben werden. Es heißt dort¹⁾: „Die Grundsätze, welche in der Revidierten Börsenordnung §§ 13, 14 als maßgebend anerkannt worden sind, insbesondere der ausnahmslose Zwang, daß für jedes neu einzuführende Papier ein möglichst vollständiger, alle für die Beurteilung desselben wichtigen Angaben enthaltender Prospekt durch Aushang an der Börse und durch Insertion in öffentlichen Blättern publiziert werden muß, sind dem Vernehmen nach auch von der Börsenleitung Frankfurt a. M. für den dortigen Platz akzeptiert worden.“

Eine genaue Untersuchung wurde sowohl über die „Leitenden Gesichtspunkte“ als auch über die Zulassungsstelle vorgenommen, als im Jahre 1892 die Börsenenquete veranstaltet wurde. Entsprechend dem Zweck dieser Untersuchung wurde nur der damalige, 1892 bestehende Zustand festgestellt, während weder die historische Entwicklung der Institution ergründet, noch ihre wirtschaftliche Bedeutung gewürdigt wurde. Das recht umfangreiche Material der Enquete hat daher in bezug auf das Zulassungswesen nur den Wert eines Augenblicksbildes.

Auf Grund der Arbeiten der Börsen-Enquete-Kommission wurde am 3. Dezember 1895 dem Reichstag der Entwurf eines Börsengesetzes vorgelegt, und mit dem 1. Januar 1897 trat das Börsengesetz in Kraft. Mit diesem Gesetz erhielt die Zulassungsstelle ihre gesetzliche Anerkennung.

3. Die Organisation der Zulassungsstelle.

Das Börsengesetz von 1896 war in der Hauptsache eine Folge der agrarischen Börsenreformbewegung, die sich vornehmlich gegen den Börsenterminhandel in Getreide und Mehl richtete. Es waren aber auch rechtspolizeiliche Maßnahmen mit dem Gesetz beabsichtigt, die unter anderem dahin zielten, das außerhalb der Börse stehende Publikum gegen die Gefahren des Börsenspiels zu schützen. Wenn für diesen Zweck auch hauptsächlich die Bestimmungen über das Börsentermingeschäft in Betracht kommen, so boten doch die beim Erlaß des Börsengesetzes bereits bei fast allen deutschen Börsen bestehenden Zulassungsstellen eine geeignete Handhabe, um durch Ausgestaltung dieser In-

¹⁾ Bericht über den Handel und die Industrie von Berlin, 1885, S. 170.

stitution die Zuführung ungeeigneter Werte zum Börsenhandel zu verhindern.

Die gesetzlichen Bestimmungen über die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel sind im dritten Teil des Börsengesetzes, der nach dem Wortlaut von 1896 im Anhang abgedruckt ist, enthalten. Sie stellen nur eine kurze Skizzierung der obersten Leitsätze für die Zulassung dar. Die Ausführungsbestimmungen sind dem Bundesrat vorbehalten.

Auch über die Organisation der Zulassungsstelle enthält das Gesetz nur kurze Angaben. Es ist vorgeschrieben, daß sie aus einer Kommission gebildet werden soll, „von deren Mitgliedern mindestens die Hälfte aus Personen bestehen muß, welche nicht ins Börsenregister eingetragen sind“. Im übrigen werden die Bestimmungen über die Zusammensetzung der Zulassungsstelle durch die Börsenordnungen getroffen. Die Landesregierung hat aber doch einen weitgehenden Einfluß auf die Zusammensetzung der Zulassungsstelle, denn die Börsenordnungen müssen durch sie genehmigt werden, und die Regierung kann auch die Aufnahme gewisser Vorschriften anordnen.

Die Bestimmungen der Berliner Börsenordnung über die Organisation der Zulassungsstelle zu Berlin lauten in der Fassung von 1897 im § 22 folgendermaßen:

„Die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel erfolgt durch eine Kommission von 22 Mitgliedern (Zulassungsstelle), von welchen mindestens 11 Mitglieder nicht ins Börsenregister für Wertpapiere eingetragen sind.

Die Ernennung der Mitglieder erfolgt auf die Dauer von drei Jahren durch die Ältesten der Kaufmannschaft von Berlin, welche auch die Geschäftsordnung der Zulassungsstelle festsetzen.“

Eine Änderung in den Bestimmungen über die Zusammensetzung der Zulassungsstelle erfolgte mit der Revision des Börsengesetzes im Jahre 1908. Das Börsenregister hatte sich ganz und gar nicht bewährt, es leistete der kaufmännischen Unehrenhaftigkeit in höchstem Maße Vorschub, indem Personen, die nicht ins Register eingetragen waren, Spekulationsgeschäfte abschlossen und bei einem glücklichen Ausgang des Engagements den Gewinn einstrichen, beim Verlust aber den Differenzeinwand erhoben, das heißt, die staatliche Hilfe gegen ihren Kontrahenten anriefen. Diese Zu-

stände führten mit der Änderung des Börsengesetzes im Jahre 1908 zu der Beseitigung des Börsenregisters.

Dadurch war eine Änderung der Börsenordnung nötig geworden, und im § 24 der Berliner Börsenordnung vom 7. Dezember 1908 ist denn auch entsprechend § 36 des abgeänderten Börsengesetzes vorgeschrieben, daß von den Mitgliedern der Zulassungsstelle sowie von deren Stellvertretern mindestens „die Hälfte sich nicht berufsmäßig am Börsenhandel mit Wertpapieren beteiligt“. Alle diese Bestimmungen über die Zusammensetzung der Zulassungsstelle entspringen der nur zu berechtigten Forderung, den Interessen der Gesamtheit, insbesondere des kaufenden Publikums, eine angemessene Vertretung in der Zulassungsstelle zu sichern.

Die Börsen-Enquete-Kommission hatte seinerzeit bemängelt, daß in den mit der Entscheidung über die Zulassung betrauten Organen die Börseninteressen überwiegend vertreten seien, da sie entweder ganz oder zum Teil aus Wahlen der dem Bankierstand angehörigen Börsenbesucher hervorgingen oder von den Handelsvorständen aus dem Kreise der Börsenbesucher gewählt würden. Eine derartige Zusammensetzung biete aber keine genügende Garantie dafür, daß bei der Prüfung der Zulassung die Interessen des anlagebedürftigen Publikums und die allgemeinen Interessen eine angemessene Berücksichtigung fänden. Es wäre angebracht, daß hervorragende Großindustrielle sich in der Zulassungsstelle befänden. Aber auch „die Mitwirkung hervorragender Nationalökonomen, namentlich solcher, die über die Produktions- und Absatzverhältnisse sowie die finanziellen Verhältnisse auswärtiger Staaten besonders informiert seien“, sowie von Bankiers, diesich vom Geschäft zurückgezogen hätten, könne von besonderem Wert sein.

Die Ältesten der Kaufmannschaft von Berlin hatten bereits vor dem Börsengesetz von 1897 versucht, diesem Erfordernis nachzukommen und konnten damals darauf hinweisen, daß von 26 Mitgliedern der Zulassungsstelle nur 7 bis 8 Vertreter von Emissionshäusern sich befänden. Die Heranziehung von Industriellen und anderen, völlig unparteiischen Personen habe aber deshalb nicht in der den Wünschen der Ältesten entsprechenden Weise erfolgen können, weil sich nur wenige derartige Personen bereit fänden, ihre Zeit und ihre Arbeitskräfte in den Dienst der allgemeinen Interessen zu stellen.

Bei der ersten provisorischen Berufung der Zulassungsstelle im Jahre 1896 war die Börse mit 15, die Landwirtschaft mit 8, die Müllerei mit einem, Industrie und Handel mit 4 und die Wissenschaft mit 2 Angehörigen vertreten. Gegen diese Zusammensetzung wurde namentlich von seiten landwirtschaftlicher Interessen scharfer Protest erhoben und durchgesetzt, daß bei der definitiven Konstituierung der Zulassungsstelle die Landwirtschaft in stärkerem Maße berücksichtigt wurde. Es ist bezeichnend für die damals herrschende Auffassung von den Aufgaben der Zulassungsstelle, daß für die Vertreter der Wissenschaft kein Platz mehr in dieser Institution war, denn sie setzte sich schließlich, wenn die Stellvertreter mitgerechnet sind, zusammen aus 20 Vertretern der Börse, 11 Vertretern der Landwirtschaft, einem der Müllerei und 8 Industriellen und Kaufleuten.

Im Jahre 1913 wurde die Zulassungsstelle aus 28 Mitgliedern und 8 stellvertretenden Mitgliedern gebildet. Darunter befanden sich 20 Bankiers oder gewesene Bankiers, 7 Vertreter der Industrie, 4 Kaufleute bzw. Rentiers, 3 Vertreter der Produktenbörse und des Metallmarktes und 2 Beamte.

Die Forderung, daß von den Mitgliedern der Zulassungsstelle und deren Stellvertretern mindestens die Hälfte nicht berufsmäßig am Börsenhandel mit Wertpapieren beteiligt sein soll, richtet sich namentlich gegen die Vorstandsmitglieder großer Bankhäuser. In der Begründung des Entwurfs eines Gesetzes betreffend Änderung des Börsengesetzes wird (S. 16) ausgeführt: „Ihrem Zweck, den Einfluß der Emissionshäuser einzuschränken, entsprechend wird nunmehr verlangt, daß ein bestimmter Teil der Mitglieder aus Kreisen gewählt werden muß, die sich nicht berufsmäßig am Börsenhandel mit Wertpapieren beteiligen. Damit schließt sich der Entwurf an die seinerzeit im § 36 des Entwurfs eines Börsengesetzes vorgeschlagene Regelung an, geht jedoch insofern über sie hinaus, als er nicht nur die gewerbsmäßige, sondern auch die berufsmäßige Beteiligung als Ausschließungsgrund bezeichnet, denn die Beschränkung muß auch für die Vorstandsmitglieder der mit dem Wertpapierhandel befaßten juristischen Personen gelten.“ Aufsichtsratsmitglieder der Banken als solche gelten dagegen nach einer Erklärung des Regierungsvertreters in der Kommissionsberatung¹⁾ nicht als berufsmäßig

¹⁾ Bericht der XV. Kommission, S. 11.

am Börsenhandel mit Wertpapieren beteiligt. Eine genaue Erklärung dafür, was als „berufsmäßige Beteiligung“ am Wertpapierhandel anzusehen ist, wird weder in der Begründung des Entwurfs noch im Kommissionsbericht gegeben. Hervorzuheben dürfte sein, daß die Zulassung zum Börsenbesuch hier kein Kriterium bilden kann, denn es ist sehr wohl denkbar, daß jemand berufsmäßig am Wertpapierhandel beteiligt ist, ohne daß er seine Zulassung zum Börsenbesuch beantragt. Andererseits können wiederum Personen regelmäßig die Börse besuchen, ohne sich am Handel mit Wertpapieren zu beteiligen, z. B. Journalisten usw.

Inwieweit die Forderung, daß von den Mitgliedern der Zulassungsstelle mindestens die Hälfte nicht berufsmäßig am Börsenhandel mit Wertpapieren beteiligt sein soll, auch für die Beschlußfähigkeit der Zulassungsstelle bindend ist, wird im Gesetz nicht gesagt. Auch in der Geschäftsordnung der Berliner Zulassungsstelle vom 10. Februar 1909 und in der Börsenordnung von Berlin vom 7. Dezember 1908, die nur besagt, daß die Zulassungsstelle beschlußfähig ist, wenn neun Mitglieder anwesend sind, werden keine Angaben hierüber gemacht. Es darf aber angenommen werden, daß jene Bestimmung nur für die Zusammensetzung der Zulassungsstelle als solcher maßgebend sein soll, denn in der Geschäftsordnung der Berliner Zulassungsstelle vom 4. Juni 1903 bestimmte § 4: „Die Zulassungsstelle ist beschlußfähig, wenn neun Mitglieder einschließlich der einberufenen Stellvertreter anwesend sind, von denen mindestens fünf nicht im Börsenregister für Wertpapiere eingetragen sind“. Wenn die neue Geschäftsordnung einen entsprechenden Passus nicht zu verzeichnen hat, so wird dies nicht auf eine Fahrlässigkeit, sondern auf Absicht zurückzuführen sein.

Das Gesetz beschränkt sich in der Wahrung der allgemeinen Interessen jedoch nicht auf Bestimmungen über die Aufnahme von Mitgliedern in die Zulassungsstelle, sondern es schreibt auch vor, unter welchen Umständen gewisse Mitglieder von ihrer Tätigkeit auszuschließen sind. Es bestimmt nämlich im § 36: „Von der Beratung und Beschlußfassung über die Zulassung eines Wertpapiers zum Börsenhandel sind diejenigen Mitglieder ausgeschlossen, welche an der Einführung dieses Wertpapiers in den Börsenhandel beteiligt sind.“

Was unter einer „Beteiligung“ zu verstehen ist, wird im Gesetz nicht gesagt. Ein Vertreter der Regierung erwähnte¹⁾ in der Kommissionsberatung, daß „die an der Emission des in Frage kommenden Papiers interessierten Mitglieder für die betreffende Beratung auszuschneiden hätten.“ Aber auch diese Wendung läßt viele Deutungen zu. Etwas genauer wird der Begriff „Beteiligung“ in der Geschäftsordnung der Berliner Zulassungsstelle von 1909 ausgedrückt. Dort heißt es im § 3, daß diejenigen Mitglieder von der Beratung und Beschlußfassung ausgeschlossen werden, die direkt oder als Konsortialbeteiligte an dem einzuführenden Effekt interessiert sind, und: „Als an der Einführung eines Wertpapiers beteiligt gelten auch die Mitglieder des Aufsichtsrats von Gesellschaften, deren Wertpapiere zum Börsenhandel zugelassen werden sollen, sowie solcher Gesellschaften, welche die Zulassung zum Börsenhandel beantragt haben.“ Um aber alle Beteiligten bzw. Interessierten von der Beratung auszuschließen, heißt es weiter: „Werden Bedenken erhoben, ob ein Mitglied wegen eines sonstigen Grundes als befangen anzusehen ist, so entscheidet darüber die Versammlung.“ In einer älteren, von der Zulassungsstellen-Kommission empfohlenen Fassung war noch eingefügt: „Hat ein Mitglied der Zulassungsstelle Bedenken, ob es wegen eines anderen als der vorstehend bezeichneten Gründe bei der Beratung und Beschlußfassung über einen Antrag anwesend sein darf . . . so entscheidet die Zulassungsstelle endgültig.“ Dieser Passus ist mit Recht in der neuen Geschäftsordnung deshalb fortgelassen, weil es selbstverständlich sein sollte, daß ein durch so großes Vertrauen auf diesen Posten berufenes Mitglied unter den hier skizzierten Voraussetzungen ohne weiteres erklären wird, befangen zu sein.

Sehr wichtig ist in der Geschäftsordnung der Zulassungsstelle die Bestimmung, daß Mitglieder des Aufsichtsrats von Gesellschaften, deren Wertpapiere zum Börsenhandel zugelassen werden sollen, sowie solcher Gesellschaften, welche die Zulassung zum Börsenhandel beantragt haben, von der Beratung und Beschlußfassung ausgeschlossen sind. Die Bestimmungen der Berliner Zulassungsstelle betreffend den Ausschluß interessierter Mitglieder von der Beratung und Beschlußfassung gehen somit

¹⁾ Bericht der XV. Kommission, S. 11.

bedeutend weiter als die vom Gesetz aufgestellten Erfordernisse.

Nach § 36 des Börsengesetzes sind für die von der Beratung und Beschlußfassung eines Antrages ausscheidenden Mitglieder Stellvertreter nach näherer Bestimmung der Börsenordnung zu berufen. Die Berliner Börsenordnung vom 26. Dezember 1896 bestimmte in § 22: „... Zu diesem Zweck werden 8 Stellvertreter auf die Dauer von drei Jahren gewählt.“ Aus dieser Fassung könnte herausgelesen werden, daß die Institution der Stellvertreter im Wesen verschieden ist von der der Mitglieder, von denen verlangt wurde, daß die Hälfte nicht ins Börsenregister eingetragen sein durfte. Seit 1903 forderte aber die Berliner Börsenordnung, daß auch von den Stellvertretern mindestens die Hälfte nicht ins Börsenregister eingetragen sei. Diese Bestimmung ist mit einer sinngemäßen Änderung in die Berliner Börsenordnung von 1908 aufgenommen worden. Daraus ergibt sich, daß die Stellvertreter ohne weiteres als Mitglieder anzusehen sind und dem Wesen nach somit kein Unterschied zwischen den beiden Kategorien besteht. Diese Ansicht wird in den Kommentaren zum Börsengesetz ganz allgemein vertreten, und die Geschäftsordnung der Zulassungsstelle in Berlin spricht auch von „stellvertretenden Mitgliedern“, so daß zur Berechnung der nicht berufsmäßig am Börsenhandel beteiligten Hälfte, im Gegensatz zu der Gepflogenheit in Berlin, die Zahl der Mitglieder und der Stellvertreter zusammengezählt werden kann. Es ist somit zulässig, daß sämtliche Stellvertreter am Börsenhandel teilnehmen, wenn eine entsprechend größere Zahl der Mitglieder nicht daran beteiligt ist.

Die Stellvertreter werden nach den in Berlin geltenden Vorschriften zu allen Sitzungen der Zulassungsstelle eingeladen. Sie „sind zur Teilnahme an den Beratungen berechtigt, zur Teilnahme an den Abstimmungen jedoch nur, wenn sie einberufen sind“. Über die Frage, wann eine solche Einberufung zu erfolgen habe, sind im Gesetz keine genauen Angaben gemacht.

Außer den Mitgliedern der Zulassungsstelle wohnt den Sitzungen in der Regel als juristischer Beirat ein Syndikus bei. Dieser war anfangs von den Ältesten der Kaufmannschaft zu Berlin, dann von der Handelskammer zu stellen und fungiert jetzt als Syndikus der Zulassungsstelle. Der früher in der Ge-

schäftsordnung der Berliner Zulassungsstelle erwähnte Protokollführer ist seit 1909, seitdem das Protokoll vom Vorsitzenden vollzogen wird, überflüssig geworden.

Allen Sitzungen der Zulassungsstelle darf ferner beiwohnen der Staatskommissar.

In den Börsenordnungen von 1897 und 1903 wird die Zulassungsstelle als eine „Kommission“ bezeichnet. Diese Benennung kann zu der Annahme verleiten, daß sie eine Kommission des Börsenvorstandes ist. Eine solche Ansicht wäre falsch. Vielmehr ist die Zulassungsstelle ein selbständiges Börsenorgan. Dies geht mit aller Deutlichkeit aus § 40 der Börsenordnung von 1908 hervor. Es heißt dort: „Zu allen Sitzungen des Börsenvorstandes, seiner Abteilungen und der Zulassungsstelle ist der Staatskommissar einzuladen.“ Wäre die Zulassungsstelle eine Kommission des Börsenvorstandes, so hätte die Börsenordnung sie nicht besonders aufgeführt. Ferner ist in der Börsenordnung von 1908 das Wort Kommission vermieden und damit dargetan, daß es sich bei dieser Institution nicht um einen Appendix irgend eines anderen Organs handelt.

Die Zulassungsstelle ist als Teil eines Gesamtorganismus der über diesem stehenden Aufsichtsbehörde unterstellt. Während nach der Berliner Börsenordnung von 1897 den Ältesten der Kaufmannschaft von Berlin die unmittelbare Aufsicht über die Börse zu Berlin und die „Ernennung“ der Mitglieder der Zulassungsstelle zustand, sind diese Befugnisse seit 1903 der damals geschaffenen Handelskammer übertragen worden. Seit dieser Zeit hat auch die „Wahl“ der Mitglieder der Zulassungsstelle zu erfolgen. Die Ältesten der Kaufmannschaft von Berlin legten gegen diese Bestimmung bei der Berliner Handelskammer und beim Preußischen Handelsminister Verwahrung ein¹⁾.

Das Verhältnis der Zulassungsstelle zu den Ältesten der Kaufmannschaft von Berlin ist seit dieser Zeit nur lose. § 2 der Börsenordnung bestimmt u. a.: „Die finanzielle Verwaltung der Börse steht nach Maßgabe des Korporationsstatuts den Ältesten der Kaufmannschaft von Berlin zu, die dem Börsenvorstand und der Zulassungsstelle die für die Erledigung ihrer Geschäfte er-

¹⁾ Vgl. „Korrespondenz der Ältesten der Kaufmannschaft von Berlin“, Jahrgang 1903, S. 152.

forderlichen Beamten mit Ausnahme der von der Handelskammer zu stellenden Syndici überweisen.“ Außerdem bestimmt noch § 25 der Börsenordnung von 1903, daß mindestens sechs Mitglieder der Zulassungsstelle zugleich Mitglieder der Ältesten der Kaufmannschaft sein müssen.

Die Handelskammer ist seit 1903 die unmittelbar übergeordnete Behörde der Zulassungsstelle und gleichzeitig Beschwerdeinstanz.

Die Geschäftsordnung wird von der Zulassungsstelle selbst erlassen, muß jedoch von der Handelskammer genehmigt werden. Bis 1903 wurde die Geschäftsordnung von den Ältesten der Kaufmannschaft zu Berlin festgesetzt.

Die Beziehungen der Zulassungsstelle zum Staatskommissar und damit zur Landesregierung sind ganz allgemein in § 2 des Börsengesetzes festgelegt, wo u. a. bestimmt wird, daß die Staatskommissare die Befolgung der in bezug auf die Börse erlassenen Gesetze und Verwaltungsbestimmungen nach näherer Anweisung der Landesregierung überwachen sollen und berechtigt sind, den Beratungen der Börsenorgane beizuwohnen und sie auf hervorgetretene Mißbräuche aufmerksam zu machen. Den Staatskommissaren ist nur eine überwachende und vermittelnde Tätigkeit zugewiesen. Aus der Tatsache, daß sie nicht in den Gang der Verhandlungen eingreifen oder Gebote bzw. Verbote an die Zulassungsstelle erlassen dürfen, geht hervor, daß die Beschlüsse der Zulassungsstelle ganz unabhängig von den staatlichen Behörden gefaßt werden können. Inwieweit der Regierung gegen diese Beschlüsse ein Einspruchsrecht zusteht, wird später¹⁾ zu erörtern sein.

4. Die Vorbedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel und die Pflichten der Zulassungsstelle.

Bei der gesetzlichen Regelung von Fragen, durch die gewisse Geschäfte ermöglicht werden sollen, ist vom Gesetzgeber gewöhnlich genau bestimmt, was im einzelnen zu tun ist, oder es wird angegeben, was im einzelnen verboten ist. In beiden Fällen werden bereits im Gesetz ganz genau die Voraussetzungen für den rechtsverbindlichen Abschluß solcher Geschäfte fixiert. Die

¹⁾ Vgl. 5. Kapitel.

Festsetzung derartiger Bedingungen schließt in sich, daß ein gewisser Schematismus bei den Geschäften Platz greift und möglich ist. Stellt es sich heraus, daß das Wesen der betreffenden Geschäfte ein Schematisieren nicht verträgt, dann würde der Gesetzgeber mit der Aufstellung von Voraussetzungen für derartige Geschäfte zugleich ein Verbot aussprechen.

Diese oder ähnliche Erwägungen mögen es gewesen sein, die bei der Abfassung des Entwurfs zum Börsengesetz die Regierung veranlaßten, die Voraussetzungen der Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel dem Bundesrat zu überlassen.

In der Begründung zum Entwurf eines Börsengesetzes wird nämlich auf Seite 38 ausgeführt: „Die sachlichen Voraussetzungen für die Zulassung und das Verfahren vor der Zulassungsstelle reichsgesetzlich festzulegen, erschien nicht angebracht, weil dieselben von wechselnden Bedürfnissen abhängig sind. Immerhin aber bedarf es der Einheitlichkeit in den wichtigsten Grundsätzen um deswillen, weil die Zulassung von Wertpapieren an der einzelnen Börse ihre Wirkungen meist weit über die mit dieser in direktem Verkehr stehenden Kreise hinaus äußert und sogar das gesamte Wirtschaftsgebiet des Reiches beeinflussen kann. In dieser Erwägung überweist der § 40 dem Bundesrat die Befugnis, Anordnungen zu erlassen, durch welche die Aufgaben der Zulassungsstelle und die Voraussetzungen der Zulassung näher bestimmt werden.“

Die Reichstagskommission hat anscheinend diesem Gedanken- gang nicht folgen können, denn sie hat trotzdem einige Bestimmungen betreffend die Voraussetzung der Zulassung, die wörtlich aus dem Bericht der Börsen-Enquete-Kommission herausgenommen sind, in das Gesetz aufgenommen. Dies wurde noch dazu in recht ungeschickter Weise gemacht, so daß im Gesetz, da diese Fassung vom Reichstag angenommen wurde, schließlich die Voraussetzungen der Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel in durchaus unlogischer, unübersichtlicher und zum Teil unverständlicher Weise in die Bestimmungen über die Zusammensetzung der Zulassungsstelle hineingeschoben worden sind. Wenn im nachstehenden die Vorbedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel näher betrachtet werden, so ergab sich für die Reihenfolge, daß Abweichungen von dem Börsengesetz unerläßlich waren.

Zunächst ist zu betonen, daß deutsche Reichs- und Staatsanleihen eine gesonderte Stellung einnehmen und deshalb vorweg zu behandeln sind. In der Fassung des Gesetzes von 1897 war im § 36 Absatz 5 bestimmt worden: „Die Zulassung deutscher Reichs- und Staatsanleihen darf nicht versagt werden.“ Der § 38 setzte in Ergänzung hierzu fest, daß vor der Zulassung von deutschen Reichs- und Staatsanleihen kein Prospekt veröffentlicht zu werden brauchte. Was im Sinne des Gesetzes als „deutsche Reichs- und Staatsanleihen“ aufgefaßt werden sollte, war nicht angegeben. In der Begründung zum Entwurf eines Gesetzes betreffend Änderung des Börsengesetzes wird hierüber auf Seite 17 gesagt: „Etwaige im einzelnen Falle hervortretende Zweifel, ob es sich um eine Staatsanleihe handelt, wird der Börsenvorstand zu entscheiden haben. Daß seine Entscheidung der Abänderung im Aufsichtsweg unterliegt, ergibt sich ohne weiteres aus § 1 Absatz 2 des Gesetzes.“ Die Praxis hat inzwischen diese Bestimmung derart interpretiert, daß das Reich oder der Einzelstaat für den ausgegebenen Betrag Selbstschuldner sein muß. Es genügt demnach nicht, daß das Reich oder ein Bundesstaat die Garantie für eine Anleihe übernimmt.

Die Fassung des § 36 Absatz 5 des Börsengesetzes von 1897 gab zu lebhaften Erörterungen Anlaß¹⁾. Es wurde nämlich von manchen Schriftstellern gefordert, daß für deutsche Reichs- und Staatsanleihen ein Antrag auf Zulassung zum Börsenhandel zu stellen sei, und über diesen Antrag von seiten der Zulassungsstelle Beschluß gefaßt werden müsse. Nach der Fassung des Gesetzes von 1897 war diese Forderung möglich, wengleich nach dem Sinn des Gesetzes, der bei der Beratung vor der Kommission zutage trat, jede Förmlichkeit bei der Zulassung von deutschen Reichs- und Staatsanleihen ausgeschlossen werden sollte.

Bei der Änderung des Börsengesetzes wurde deshalb Absatz 5 des § 36 gestrichen und dafür im § 39 des abgeänderten Börsengesetzes bestimmt: „Deutsche Reichs- und Staatsanleihen sind an jeder Börse zum Börsenhandel zugelassen. Zum Zwecke der Einführung an der Börse sind dem Börsenvorstande die Merkmale der einzuführenden Wertpapiere mitzuteilen; die Veröffentlichung eines Prospektes ist nicht erforderlich.“

¹⁾ Vgl. insbesondere: Dove: „Die Funktionen der Zulassungsstelle“.

Die deutschen Reichs- und Staatsanleihen haben somit lediglich zur Voraussetzung der Zulassung, daß die „Merkmale“, das heißt der Zinssatz, die Zinstermine, die Stückelung, Reihen und Nummern, die Rückzahlungsbedingungen und der Termin der Rückzahlung, dem Börsenvorstand mitgeteilt werden. Diese Bedingung ist deswegen gestellt, weil zur Einrichtung der Kursnotiz die Kenntnis dieser Merkmale erforderlich ist. Der Betrag der Anleihe ist dagegen für die Feststellung der Notierung unerheblich und braucht dem Börsenvorstande nicht mitgeteilt zu werden¹⁾.

Eine ähnliche Stellung wie die deutschen Reichs- und Staatsanleihen nehmen seit 1908 nach § 40 des abgeänderten Börsengesetzes noch einige andere Wertpapiere ein. § 40 lautet: „Für Schuldverschreibungen, deren Verzinsung und Rückzahlung von dem Reiche oder einem Bundesstaat gewährleistet ist, und für Schuldverschreibungen einer kommunalen Körperschaft, Kreditanstalt einer solchen Körperschaft, einer kommunalständischen Kreditanstalt oder einer unter staatlicher Aufsicht stehenden Pfandbriefanstalt kann die Landesregierung (§ 1) anordnen, daß es der Einreichung eines Prospektes nicht bedarf. Mit dieser Anordnung gilt die Zulassung zum Börsenhandel als erfolgt.“

Zum Zwecke der Einführung an der Börse sind dem Börsenvorstand der Betrag und die Merkmale der einzuführenden Wertpapiere mitzuteilen; bei den Pfandbriefen und gleichartigen Schuldverschreibungen einer kommunalständischen öffentlichen Grundkreditanstalt oder einer unter staatlicher Aufsicht stehenden öffentlichen Pfandbriefanstalt bedarf es der Angabe des Betrages nicht.“

Es war bereits im alten Börsengesetz vorgesehen, daß die Landesregierung anläßlich der Börsen-Einführung außer bei Staatsanleihen auch bei gewissen anderen Papieren die Emittenten von der Einreichung eines Prospektes entbinden durfte. Wenn hiergegen schon manches eingewendet werden konnte, so fordert die Fassung des § 40 des Börsengesetzes von 1908 direkt zum Widerspruch auf. Denn bei dem früheren Zustand fand immer noch eine Prüfung der Papiere ohne Prospekt durch die Zulassungsstelle statt, und es wurde auch ein Beschluß dieser Institution

¹⁾ Vgl. Bericht der XV. Kommission, S. 6—8.

gefaßt. Diese Funktionen der Zulassungsstelle fallen nun fort, und die Regierung übernimmt mit ihrer Anordnung der Prospektbefreiung zugleich die Funktion der Zulassungsstelle. Aber noch ein anderer Grund spricht gegen diese Bestimmung. Bereits im Jahre 1905 hatten sich die Berliner Börsenbehörden gegen eine formlose Neuausgabe von landschaftlichen Pfandbriefen gewendet. In einem Rundschreiben an die Direktionen sämtlicher Landschaften wurde darauf aufmerksam gemacht, daß für alle nach dem 1. April 1905 ausgestellten Pfandbriefe die Zulassung nachgesucht und ein ausführlicher Prospekt veröffentlicht werden müßte. Der Minister hatte sich damals auf die Seite der Börsenbehörden gestellt, jedoch den Landschaften auf ihre Beschwerde empfohlen, sich rechtzeitig an ihn zu wenden, damit er eventuell die Prospektbefreiung aussprechen könne.

Eine solche Prospektbefreiung, namentlich wenn sie auf ganze Kategorien von Werten ausgedehnt ist, hat insbesondere die Nachteile, daß manche Kommune, Landschaft usw. sich eher entschließt, eine Anleihe aufzunehmen, wenn sie weiß, daß ihre finanziellen Verhältnisse nur der vorgesetzten Behörde zu präzisieren sind, als wenn sie den routinierten Mitgliedern der Zulassungsstelle manche heikle Frage beantworten müßte. Außerdem hat das Verfahren der Prospektbefreiung den Nachteil, daß die durch die Veröffentlichung des Prospektes dem Publikum und insbesondere der in Deutschland so gut ausgebildeten ernststen Finanzpresse gebotene Möglichkeit, sich über die betreffenden Werte ein Urteil zu bilden, fortfällt. Die Befreiung von der Veröffentlichung eines Prospektes widerspricht der ganzen Tendenz, welche die Schaffung einer Zulassungsstelle bewirkte, und es ist im Interesse der Allgemeinheit nur zu wünschen, daß die Landesregierungen möglichst wenig Gebrauch von dem ihnen zustehenden Recht der Prospektbefreiung machen werden.

Für die Zulassung aller anderen Wertpapiere zum Börsenhandel stellt das Gesetz lediglich folgende allgemeine Bedingungen auf.

(§ 36, 3) „Die Zulassungsstelle hat die Aufgabe und die Pflicht:

- a) die Vorlegung der Urkunden, welche die Grundlage für die zu emittierenden Wertpapiere bilden, zu verlangen und diese Urkunden zu prüfen;

- b) dafür zu sorgen, daß das Publikum über alle zur Beurteilung der zu emittierenden Wertpapiere notwendigen tatsächlichen und rechtlichen Verhältnisse soweit als möglich informiert wird, und bei Unvollständigkeit der Angaben die Emission nicht zuzulassen;
- c) Emissionen nicht zuzulassen, durch welche erhebliche allgemeine Interessen geschädigt werden, oder welche offenbar zu einer Übervorteilung des Publikums führen.

(§ 37, 2) „Der Antragsteller hat anzugeben, ob das Gesuch um Zulassung bereits bei einer anderen Börse eingereicht ist oder gleichzeitig eingereicht wird. Ist dies der Fall, so sollen die Wertpapiere nur mit Zustimmung der anderen Zulassungsstelle zugelassen werden.

(§ 38, 2) „Vor der Einführung an der Börse ist ein Prospekt zu veröffentlichen, der die für die Beurteilung der einzuführenden Wertpapiere wesentlichen Angaben enthält. Das gleiche gilt für Konvertierungen und Kapitalerhöhungen. Wird der Antrag gestellt, ein an einer deutschen Börse eingeführtes Wertpapier an einer anderen Börse zuzulassen, so kann die Landesregierung auf Antrag der Zulassungsstelle genehmigen, daß von der Veröffentlichung eines Prospektes abgesehen wird.

(§ 41, 2) „Die Zulassung von Anteilscheinen oder staatlich nicht garantierten Obligationen ausländischer Erwerbsgesellschaften ist davon abhängig, daß die Emittenten sich auf die Dauer von fünf Jahren verpflichten, die Bilanz sowie die Gewinn- und Verlustrechnung jährlich nach Feststellung derselben in einer oder mehreren von der Zulassungsstelle zu bestimmenden deutschen Zeitungen zu veröffentlichen.“

Neben diesen allgemeinen, im Börsengesetz festgelegten Bestimmungen hat der Bundesrat auf Grund des § 44 des Börsengesetzes von 1908 die näheren Bedingungen festgesetzt, unter denen Wertpapiere zum Börsenhandel zuzulassen sind. Die jetzt für die Zulassung geltenden Voraussetzungen wurden in einer Bekanntmachung des Reichskanzlers vom 4. Juli 1910 veröffentlicht und traten an die Stelle der Bestimmungen vom 11. Dezember 1896 bzw. 20. November 1900. Der Wortlaut dieser Bestimmungen ist im Anhang mitgeteilt.

Die Revision der Zulassungsbedingungen war durch die Änderung des Börsengesetzes äußerlich veranlaßt worden. In

den neuen Bestimmungen wurden die seit dem Bestehen des Börsengesetzes gesammelten Erfahrungen der Zulassungsstellen verwertet. Sie entspringen im Grunde denselben Ideen, auf die zur Zeit der älteren Marktverfassung das Nebeneinanderstellen gleicher Gewerbeprodukte oder später die Warenschau zurückzuführen ist. Sie stellen einen Teil einer Marktordnung dar und bezwecken vor allem, das Publikum vor offener Übervorteilung zu schützen. Die Zulassungsstelle kann als eine Art Marktpolizei aufgefaßt werden, die den Verkäufer zwingt, genaue Angaben über die Qualität der neu an den Markt zu bringenden Waren, in diesem Falle der Effekten, zu machen, und die Zulassung der Wertpapiere zum offiziellen Markt verhindert, wenn nach ihrer Ansicht die gebotenen Informationen für eine Aufklärung des Käuferkreises nicht genügen.

Wie die ältere und auch die moderne Warenschau nichts zu tun hatte mit der Preisbildung, so hat auch die Zulassungsstelle nichts mit der Kursgestaltung zu tun. Allerdings unterscheidet sich die Zulassungsstelle von den modernen Warenschauämtern: der Physikalisch-Technischen Reichsanstalt, den Beschußanstalten, den Materialprüfungsämtern usw., wesentlich dadurch, daß die Zulassungsstelle nicht die Qualität von Produkten erforscht, sondern versucht, von den realen Unterlagen eines Versprechens (Einlösung von Obligationen, Zahlung von Zinsen und Dividenden usw.) ein möglichst genaues Bild zu geben. Dieses Bild gestattet meistens ein Urteil über die wirtschaftliche Entwicklungsfähigkeit des die Werte herausgebenden Unternehmens und schließt häufig ein solches Urteil ein. Ein derartiges Urteil kann aber immer nur unter Vorbehalt abgegeben werden und nur soweit es einem Kreis von Sachkennern möglich ist. Während auf der einen Seite eine Prüfung stattfindet, die ein ganz objektives Urteil zuläßt, muß das der Zulassungsstelle immer ein subjektives Urteil bleiben. Deshalb gibt sie jedem Interessenten durch die Veröffentlichung des Prospektes die Möglichkeit, dieses Urteil nachzuprüfen, und überläßt dem Käufer die Verantwortung für den Erwerb des Effekts selbst.

Die Börsen-Enquete-Kommission, der doch wohl ein maßgebendes Urteil über die Tätigkeit der Zulassungsstelle zuerkannt werden muß, drückt sich hierüber in ihrem Bericht Seite 48 folgendermaßen aus:

„Hiermit soll den Börsenorganen nicht die Verpflichtung auferlegt werden, in eine Prüfung darüber einzutreten und ein Urteil abzugeben, ob die einzuführenden Effekten sicher sind und ein Kapitalverlust bei ihnen nicht zu erwarten ist. Eine derartige Verpflichtung würde die Börsenorgane mit einer Verantwortlichkeit belasten, die sie zu tragen außerstande sind, und würde auch in dem Publikum den Glauben erwecken, daß es selbst einer jeden Prüfung überhoben sei. Die Prüfung soll sich vielmehr vor allem darauf erstrecken, ob in dem Prospekt alle Tatsachen mitgeteilt, bzw. ob keine Tatsachen verschwiegen sind, deren Kenntnis für die Beurteilung des Unternehmens und seines Wertes nötig ist. Dagegen muß in der Hauptsache dem Publikum selbst die Prüfung und somit die Verantwortlichkeit dafür, ob es eine Anlage in den einzuführenden Werten in seinem Interesse für vorteilhaft erachtet, allein überlassen werden. Der Prospekt hat nur den Zweck, diese Prüfung dem Publikum zu erleichtern.“

Kurz darauf äußert sich die Kommission noch präziser, indem sie betont: „Diese Prüfung soll mithin eine Gewähr dafür bieten, daß der Prospekt in der Tat allen berechtigten Anforderungen auf die Richtigkeit und Vollständigkeit seiner Angaben entspricht.“

Die hier von der Börsen-Enquete-Kommission der Zulassungsstelle zugewiesenen Aufgaben, namentlich die Pflicht der Zulassungsstelle, auch die Richtigkeit der im Prospekt enthaltenen Angaben nachzuprüfen, werden nicht allgemein anerkannt. Thorwart¹⁾ führt z. B. in einem Aufsatz unter anderem folgendes aus: „Das Börsengesetz und die Bestimmungen des Bundesrats vom 11. Dezember 1896 haben eine nicht kleine Reihe von Fragen ganz genau umschrieben, über welche der Prospekt und die diesem beizufügenden Belege Auskunft geben sollen. Die Zulassungsstelle hat auf deren genaue Erfüllung zu bestehen; damit ist aber auch ihre Pflicht beendet. Zu untersuchen, ob alle Angaben der Wahrheit entsprechen, alle Zahlen richtig sind, alle Taxen den wirklichen Werten gleichkommen, dazu hat sie weder Zeit, noch Gelegenheit, noch Sachkenntnis. Die Vertretung dafür muß sie dem Emittenten bzw. dem Emissionshause überlassen. Zudem — und dies ist der ausschlaggebende Gesichtspunkt —

¹⁾ Thorwart: „Die Zulassungsstelle“.

punkt — würde die Zulassungsstelle sich mit einer Verantwortung belasten, die sie weder übernehmen kann noch will. Sobald sie über die formale Prüfung des Prospektes hinaus in dessen materielle Untersuchung eintreten wollte, würde sie sich eine Funktion anmaßen, zu welcher sie unmöglich berufen ist.“

Thorwart bestreitet demnach auch die Sachkenntnis der Zulassungsstelle. Wenn dieser Einwand zutreffen würde, dann allerdings wäre ganz klar, daß eine Prüfung auf die Richtigkeit der im Prospekt gemachten Angaben von seiten der Zulassungsstelle zu unterbleiben hätte. Dem muß aber entgegengehalten werden, daß in der Zulassungsstelle Personen sitzen, die lange Jahre in der Praxis gestanden haben bzw. noch stehen, und denen sicherlich nicht ein solches Amt übertragen worden wäre, wenn sie nicht von ihren Berufsgenossen als gute Kenner der geschäftlichen Verhältnisse angesehen würden. Dafür aber, daß sich die Zulassungsstelle aus Elementen möglichst verschiedenartiger Berufe zusammensetzt, ist, wie oben bereits gezeigt wurde, Vorsorge getroffen. Der Vorwurf, daß die Zulassungsstelle nicht sachverständig für die Beurteilung der Richtigkeit der im Prospekt enthaltenen Angaben ist, kann demnach nicht aufrecht erhalten werden.

Eine ähnliche Stellung wie Thorwart nimmt Dove in einem Aufsatz ein. Er schreibt¹⁾: „Weiterhin muß stets daran festgehalten werden, daß die Angaben des Prospektes nicht Mitteilungen der Zulassungsstelle, sondern der den Prospekt unterzeichnenden Firmen sind. Eine Nachprüfung der Richtigkeit dieser Angaben, soweit dazu nicht der Inhalt der bei dem Antrag auf Zulassung beizubringenden Urkunden Anlaß gibt, gehört weder zu den Aufgaben der Zulassungsstelle, noch steht sie ihr zu. Sie würde die Verantwortlichkeit für die Richtigkeit der Angaben, welche nach § 43 des Gesetzes diejenigen, welche den Prospekt erlassen haben, sowie diejenigen, von denen der Erlaß des Prospektes ausgeht, zu tragen haben, zum Teil auf die Zulassungsstelle übertragen — zwar nicht die juristische, wohl aber die moralische Verantwortung. Überhaupt liegt es nicht in den Aufgaben der Zulassungsstelle begründet, den materiellen Inhalt des Prospektes in einer bestimmten Tendenz

¹⁾ Dove: „Die Funktionen der Zulassungsstelle“.

zu beeinflussen. Das Verlangen, Angaben zu streichen, die zur Reklame dienen, enthält eine unberechtigte Einmischung in die Geschäftstätigkeit der den Prospekt Erlassenden. Reklamemachen, d. h. zur Zeichnung zu bewegen durch Hervorhebung der günstigen Chancen, ist ja der Zweck des Prospekts. Der Zulassungsstelle ist durch keine gesetzliche Bestimmung das Recht eingeräumt, dieser berechtigten Tendenz aus Bevormundungssucht den Abschreckungszweck zu substituieren.“

Auf die Kritik der Fachpresse, namentlich der „Handelszeitung des Berliner Tageblattes“ und der „Frankfurter Zeitung“, hin hat sich Dove allerdings gezwungen gesehen,¹ die hier gebrauchten Ausdrücke zum Teil etwas abzuschwächen. Im Kommentar zum Börsengesetz von Rehm usw. erkennt er auf Seite 155 an, daß „die in der Polemik von mir gebrauchte Wendung, daß ‚Reklamemachen, d. h. zur Zeichnung zu bewegen durch Hervorheben der günstigen Chancen‘, Zweck des Prospekts sei, leicht mißdeutet werden kann.“

Die hier wiedergegebenen Anschauungen können nicht als dem Sinne des Gesetzes entsprechend bezeichnet werden. Nach den von Thorwart und Dove der Zulassungsstelle überwiesenen Aufgaben wäre ihre Tätigkeit mit der eines Bücherrevisors zu vergleichen, der fast niemals seine Zustimmung zu den von ihm nachgeprüften Bilanzen verweigert. Dieser geht den Zahlen und Bewertungen nie auf den Grund, er sieht vielmehr nur darauf, daß die Konten unter sich richtig sind und alle Zahlen übereinstimmen. Damit ist auch seine Aufgabe erledigt, denn von ihm kann nicht verlangt werden, daß er für Klarheit der Bilanzen sorgt. Von einem ganz anderen Gesichtspunkt aus muß aber die Zulassungsstelle ihre Aufgabe betrachten. Sie muß danach streben, daß entsprechend dem Sinne des Gesetzes der Prospekt wirklich erschöpfend die Verhältnisse der Gesellschaft klarlegt, und muß sich bemühen, das Bilanzbild und die Gewinn- und Verlustrechnung durch entsprechende Ergänzungen zu detaillieren und klarzumachen.

Sie soll auch keineswegs nur, wie Thorwart und Dove annehmen, direkt in die Augen fallende Übervorteilungen verhindern. Wäre sie darauf beschränkt, so kämen Ablehnungen von Prospekten nicht vor. Denn keine Bank oder Bankfirma würde mit einem Prospekt vor die Öffentlichkeit treten oder die

Zulassung von Wertpapieren unter solchen Modalitäten beantragen, wobei die Übervorteilung des Publikums klar zutage tritt. Das Börsengesetz schreibt nicht bloß vor, daß Emissionen nicht zuzulassen sind, die „offenbar“ zu einer Übervorteilung des Publikums führen, sondern stellt darüber hinaus die Ablehnung in das freie Ermessen der Zulassungsstelle. In der Wirkung ist es auch ganz gleich, ob die Übervorteilung klar zu erkennen ist, oder ob die Zulassungsstelle auf Grund ihrer Erfahrungen, ihrer Prüfungen und ihres eingehenden Studiums zu der Überzeugung kommt, daß bei einer Zulassung tatsächlich eine Übervorteilung des Publikums eintreten würde.

Die Prüfung des Prospekts von seiten der Zulassungsstelle geschieht in der Regel derart, daß ein Mitglied der Zulassungsstelle, der sogenannte Referent, die Entscheidung durch das Plenum vorbereitet. Der Referent prüft alle Angaben der Gesellschaften nach, fordert Ergänzungen, zieht Erkundigungen bei Fachleuten ein und sucht auf jede ihm möglich erscheinende Art, sich ein Bild über die finanziellen und wirtschaftlichen Grundlagen der neuen Werte zu machen, während die anderen Mitglieder der Zulassungsstelle die freiwillig von der Gesellschaft gemachten Angaben im Prospekt, der in Berlin z. B. in 60 Exemplaren einzureichen ist, prüfen. Auf der Tätigkeit und Sorgfalt des Referenten liegt somit bei der Entscheidung über den Antrag das Schwergewicht, und es wird daher bei der jeweiligen Auswahl der Referenten Rücksicht darauf genommen, ob sie mit dem Geschäftszweig der emittierenden Gesellschaft besonders vertraut sind. Gelangt die Zulassungsstelle in ihren geheim geführten Verhandlungen zu der Überzeugung, daß gegen die Emission keine Einwände zu erheben sind, so genehmigt sie die Zulassung.

Wenn sich die Gesellschaft weigert, die vom Referenten als erforderlich erachteten Angaben zu machen, oder wenn andere Gründe gegen eine Zulassung sprechen, so lehnt die Zulassungsstelle diese ab.

Von den einzelnen Vorbedingungen für die Zulassung eines Wertpapiers zum Börsenhandel ist die erste die Einreichung eines Antrags.

Das Gesetz spricht im § 37 Absatz 2 vom „Antragsteller“, hat aber weder vorher noch nachher erwähnt, daß ein Antrag zu stellen ist, und wer ihn stellen darf. Die Börsenordnung von

Berlin von 1908 bestimmt in Übereinstimmung mit den Beschlüssen der Zulassungsstellen-Kommission vom 4. und 5. November 1907 im § 36: „Zur Stellung des Antrags auf Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel sind nur in Berlin oder in einem seiner Vororte ansässige Firmen berechtigt.“ In den Berliner Börsenordnungen von 1896 und 1903 war bestimmt worden, daß ein Antrag auf Zulassung solcher Wertpapiere zum Börsenhandel, die gemäß § 38 Absatz 3 des Börsengesetzes vom 22. Juni 1896 vom Prospektzwang entbunden sind, nicht deshalb abgelehnt werden darf, weil der Antragsteller nicht zu den Besuchern der Börse gehört oder nicht in Berlin wohnt. Eine ähnliche Bestimmung ist in der jetzt geltenden Börsenordnung nicht festgesetzt worden. Vielmehr wird bei derartigen Papieren entgegen der Handhabung vor 1908 überhaupt kein Antrag eingereicht, sondern es werden ausschließlich dem Börsenvorstand mit dem „Antrag auf Notierung“ die Merkmale dieser Werte mitgeteilt.

Im § 5 der Bekanntmachung des Reichskanzlers von 1910 wird einheitlich für das ganze Reich den an der Börse vertretenen Bankfirmen das Monopol zum Stellen des Antrages übertragen. Dies ist auf früher beobachtete Mißstände zurückzuführen. In einigen Fällen und gerade da, wo es sich um die Aktien finanziell schwacher Unternehmungen handelte, war sowohl der Prospekt als auch der Antrag auf Zulassung zur Börse von dem Unternehmen, dessen Werte zur Börse kommen sollten, selbst unterzeichnet worden. Auf diese Weise hatten sich die beteiligten Banken jeglicher Haftpflicht entzogen. Jetzt aber besteht eine Haftpflicht, da nach einer Reichsgerichtsentscheidung der Antragsteller ebenso haftet wie der Prospektunterzeichner¹⁾.

Der Antrag auf Zulassung von Wertpapieren muß nach § 38 Absatz 1 des Börsengesetzes unter Bezeichnung des Antragstellers, des Betrages sowie der Art der einzuführenden Wertpapiere veröffentlicht werden. Über den Zweck dieser Veröffentlichung heißt es in den Verhandlungen des provisorischen Börsenausschusses Seite 181: „Die Veröffentlichung des Antrags soll das große Publikum darauf aufmerksam machen, daß irgendeine in großen Umrissen bezeichnete Emission von einem zu be-

¹⁾ Siehe Entscheidungen des Reichsgerichts, Bd. 80, S. 196 ff.

nennenden Emittenten beabsichtigt werde, um in geeigneten Fällen aus dem großen Publikum heraus Nachrichten, welche für die Beurteilung der Werte wichtig sind, zu erlangen.“ Der von der Zulassungsstelle zu veröffentlichende Antrag müßte, falls dieser Zweck wirklich erreicht, das heißt, falls wirklich aus dem großen Publikum Nachrichten erlangt werden sollten, eine Aufforderung an Interessenten enthalten, zweckdienliche Angaben zu machen. Bei der jetzigen Form der Veröffentlichung des Zulassungsantrags wird er außer von der Zulassungsstelle nur noch von der Handelspresse näher kritisch beachtet. Aber auch die letztere befaßt sich nur mit den Anträgen bekannter Gesellschaften, wenn sie über diese bereits Material zur Beurteilung besitzt und glaubt, Einwendungen gegen die Zulassung erheben zu müssen. Aus diesem Grunde ist der Veröffentlichung des Antrags eine große Bedeutung nicht beizumessen.

Dem Antrag ist außer dem im § 9 der Bekanntmachung des Reichskanzlers bezeichneten Nachweise ein Prospekt beizufügen. Der Prospekt muß von denen, die ihn erlassen, unterzeichnet sein. Der Antragsteller muß zu den Unterzeichnern gehören.

Von der Börsen-Enquete-Kommission wurde betont, daß durch den Prospektzwang die Anonymität des einführenden Bankhauses beseitigt werden sollte. Diese Funktion kann dem Prospekt kaum noch beigemessen werden, denn, abgesehen von der mit der Veröffentlichung des Zulassungsantrags erfolgten Bekanntgabe der Emissionsfirma, ist es bei der heutigen Konzentration im Bankgewerbe kaum möglich, den Namen der Emissionsfirma geheim zu halten, da der Kreis der Emissionshäuser nicht sehr groß und im allgemeinen bekannt ist, welche Bankhäuser den industriellen Unternehmungen nahestehen und auch deren Kredit besorgen. Bei größeren Neuemissionen bildet sich gewöhnlich unter der Führung einer Berliner Großbank bzw. dem Zweiggeschäft einer solchen Bank ein Bankenconsortium, für dessen Tätigkeit vom kaufenden Publikum der leitenden Firma die moralische Verantwortung beigemessen wird. Deshalb ist dieses Bankhaus auf die Erhaltung seines Emissionskredits bedacht und nimmt seine Emissionstätigkeit in breiter Öffentlichkeit vor.

Als weiteren Vorteil des Prospektzwanges hebt die Börsen-Enquete-Kommission hervor, daß „in dem Prospekt alle Tat-

sachen zur Kenntnis des anlagebedürftigen Publikums gebracht werden, deren Kenntnis für die Beurteilung des fraglichen Unternehmens möglich und von Wert ist.“ Die hierauf bezüglichen, in der Bekanntmachung des Bundesrats vom 4. Juli 1910 in den §§ 6, 7 und 8 aufgezählten Punkte, über die der Prospekt Angaben enthalten muß, sind als Minimum anzusehen; von der Zulassungsstelle kann die Aufnahme anderer ihr erforderlich erscheinender Angaben in den Prospekt verlangt werden. Die Berechtigung zu einer solchen Forderung ist vom Bundesrat in § 13 Absatz 2 besonders hervorgehoben und findet ihre Stütze in § 36 Absatz 3 a, b, des abgeänderten Börsengesetzes.

Ferner bietet der Prospektzwang dem Publikum die Sicherheit, „daß die Prüfung, ob in dem Prospekt alle Tatsachen richtig und vollständig angegeben sind, deren Kenntnis für die Beurteilung des Unternehmens von Wert ist, durch eine mit den Verhältnissen vertraute sachverständige Behörde erfolgt.“

Die Zulassungsstelle muß bei der Beurteilung der zum Handel an der Börse beantragten Wertpapiere aber nicht nur die im Prospekt gemachten Angaben prüfen, sondern sie soll auch die Lage der Industrie, zu der die emittierende Gesellschaft gehört, in Betracht ziehen. Namentlich muß sie darauf achten, ob die Erträge in diesen Industrien starken Schwankungen unterworfen sind, sei es infolge ihrer Abhängigkeit von der Mode, von der Witterung, oder sei es, daß die von der Industrie hergestellten Waren leicht entbehrlich sind. Bei Gesellschaften, die mit solchen Faktoren zu rechnen haben, muß die Zulassungsstelle darauf achten, daß für genügende Rückstellungen, insbesondere aus Konkursgewinnen usw., Vorsorge getroffen ist. Ferner ist aber auch im Prospekt auf die Unsicherheit einer Ertragsberechnung und die schwankenden Erträge in der Art hinzuweisen, daß die Gewinne mehrerer Jahre zum Vergleich angegeben werden müssen.

Eine wesentliche Unterstützung in der Prüfung des Prospekts findet die Zulassungsstelle bei den großen, gut renommierten Emissionshäusern. In Berlin stehen fast alle großen Banken und Bankhäuser in einem innigen Konnex mit der Zulassungsstelle, in der sie zum größten Teil durch ein Mitglied vertreten sind. Durch diese Mitglieder werden sie genau über die Handhabung der Bekanntmachung des Reichskanzlers und über die darüber hinausgehenden, von der Zulassungsstelle an den Prospekt ge-

stellten Erfordernisse unterrichtet. Bei eigenen Anträgen sorgt deshalb die Emissionsbank nach Möglichkeit dafür, daß allen Wünschen der Zulassungsstelle nach Aufklärung und Erläuterung nachgekommen wird. Entwirft die Bank den Prospekt aber nicht selbst, sondern wird er von dem geldbedürftigen Unternehmen bzw. Staat abgefaßt, so fordert die Emissionsfirma von diesen alle ihr notwendig erscheinenden Angaben und Belege. Ganz besonders achten die großen Bankhäuser darauf, daß entsprechend den bei der Zulassungsstelle in Berlin herrschenden Anschauungen im Prospekt keine reklamehaften Anpreisungen gemacht, sondern rein tatsächliche Mitteilungen gegeben werden.

Eine Prüfung der im Prospekt enthaltenen Angaben nehmen die Emissionshäuser schon deshalb vor, weil sie als Unterzeichner des Antrages auf Börseneinführung nach § 45 des Börsengesetzes für die darin enthaltenen Angaben regreßpflichtig gemacht werden können. Es wird daher vielfach von einer Prüfungspflicht der Emissionshäuser gesprochen. Über die Frage, wieweit sich diese Prüfung erstrecken muß, hat das Kammergericht in Berlin in einem Regreßprozeß wegen Prospekthaftung im März 1912 folgendes entschieden¹⁾: „Wenn auch nicht als Pflicht des Emissionshauses statuiert werden soll, daß vor der Veröffentlichung des Prospekts bezüglich der in ihm enthaltenen Bilanz eine Inventur und im Zusammenhang damit auch eine neue Bilanzziehung durch das Emissionshaus stattfinden muß — wengleich mit dieser Verpflichtung dem Emissionshaus nicht einmal übergroße Bürde auferlegt würde, selbst wenn der Betrieb des betreffenden Unternehmens auf einige Tage in einzelnen Teilen stillgelegt werden sollte — so muß im Interesse der auf Grund des Prospekts Aktien kaufenden Personen, die als Aktionäre einer Gesellschaft nicht die geringste Möglichkeit einer Nachprüfung der in ihm mitgeteilten Angaben über das Unternehmen haben, von dem Emissionshaus verlangt werden, daß die zu veröffentlichende Bilanz an der Hand der Bücher der betreffenden Gesellschaft eingehend von ihm nachgeprüft wird, damit gleichzeitig eine Feststellung darüber getroffen wird, ob sämtliche Bücher bei der Gesellschaft geführt werden, die ein ordnungsgemäßer Betrieb dieser Branche fordert.“ „Die Beklagte kann sich auch nicht damit ent-

¹⁾ „Handelszeitung des Berliner Tageblattes“ vom 17. Juni 1912.

schuldigen, daß angesehene Männer dem Aufsichtsrat angehört hätten, von denen eine besondere Kommission stets eine Prüfung der Bücher und des Warenlagers vor der Bilanz vorgenommen hätte; von der ihr als Emissionshaus obliegenden Pflicht der Nachprüfung wird die Beklagte dadurch nicht befreit, daß andere, wenn auch zuverlässige Persönlichkeiten die Fälschungen nicht entdeckt haben. Sie ist ja nicht einmal in eine Prüfung an Ort und Stelle vor Veröffentlichung des Prospekts eingetreten, sondern hat den ihr übergebenen Angaben einfach vertraut. Weiter kann sich die Beklagte nicht darauf berufen, daß die Zulassungsstelle den Prospekt genehmigt habe. Würde man dieser Ansicht folgen, so wäre jede Prospekthaftung des Emissionshauses hinfällig. Die Zulassungsstelle hat nicht die Aufgabe, den Prospekt in seinen Einzelheiten nachzuprüfen und gerade diese, dem Emissionshaus obliegende Pflicht ihm abzunehmen.“

Dieser Entscheidung des Kammergerichts, der eine große prinzipielle Bedeutung zukommt, wird nicht in allen Punkten beigepflichtet werden können. Namentlich muß vor einer Überschätzung der Prüfung der Bücher gewarnt werden, denn aus den Geschäftsbüchern wird sich kaum ergeben, ob die Grundstücke, die Maschinen, die Vorräte usw. richtig bewertet sind. Bei einer solchen Revision wäre der Prüfende zum großen Teil auf die Auskunft der Angestellten des Unternehmens angewiesen. Dennoch darf eine solche Prüfung nicht ohne weiteres von der Hand gewiesen werden, nämlich in den Fällen nicht, wo der Verdacht vorhanden ist, daß Unregelmäßigkeiten oder gar Fälschungen in der Bilanz enthalten sind. Zu einem derartigen Verdacht wird aber gerade das Emissionshaus zuerst kommen können, denn in Wirklichkeit wird ein Emissionsvertrag nicht von heute auf morgen abgeschlossen, sondern das Emissionshaus steht gewöhnlich schon lange mit der Gesellschaft in geschäftlichem Verkehr. Macht sich bei der Gesellschaft das Begehren, eine Anleihe aufzunehmen, geltend, so tritt sie zuvor mit ihrem Bankhaus in unverbindliche Verhandlungen, wobei die Höhe der Anleihe, der Zinsfuß, die Sicherheiten, die Tilgungsweise usw. eingehend beraten werden. Führen diese Unterhandlungen zu einer vorläufigen Einigung, so geht jetzt die Emissionsbank daran, eingehend die geschäftlichen und finanziellen Verhältnisse der Gesellschaft nachzuprüfen. Hierzu bietet sich ihr Gelegenheit in dem von jeder

Emissionsbank angelegten Archiv, wo sich ein großes Material an Geschäftsberichten, Bilanzen und Zeitungsausschnitten über jede bedeutendere Gesellschaft findet. Besonders eingehend wird dabei untersucht, in welchem Verhältnis die Gesellschaft zu anderen Unternehmen steht. Gerade dies ist wichtig für die Beurteilung der finanziellen Grundlage einer Gesellschaft, denn durch solche Beteiligungen an anderen Geschäften, an Syndikaten usw. erscheint oft das ganze Unternehmen finanziell gestärkt oder geschwächt, je nachdem, welche Vorteile oder Nachteile ein derartiges Interesse gewährt. Fällt die Untersuchung zuungunsten der Gesellschaft aus, so tritt jede reelle Bank entweder ganz von dem Geschäft zurück oder sie fordert solche Auskunft, die ihre Zweifel an der Zuverlässigkeit der Gesellschaft zerstreut. Eine Einsicht in die Bücher wird sehr selten verlangt, da die Gesellschaften nicht gern fremden Personen, die mit ihrem Betriebe direkt nichts zu tun haben, einen Einblick in ihren inneren Organismus gestatten.

In einem ähnlichen Sinne sprach sich Justizrat Ernst Springer aus über die Art und den Umfang, in denen nach der Auffassung und der Praxis maßgebender Bankkreise Emissionshäuser, die einen Prospekt über die Börsenzulassung von Aktien einreichen, eine Prüfung der Verhältnisse des betreffenden Unternehmens vorzunehmen pflegen. In einem dem Königlichen Landgericht I in Berlin erstatteten Gutachten faßt Springer seine Ansicht folgendermaßen zusammen:

„Es besteht keine allgemein geübte Gepflogenheit der großen Berliner Emissionshäuser, vor dem Antrage auf Zulassung von Aktien zur Berliner Börse die zur Aufnahme in den Prospekt bestimmten Angaben des betreffenden Unternehmens hinsichtlich ihrer Richtigkeit einer selbständigen eingehenden Prüfung, insbesondere an der Hand der Geschäftsbücher, zu unterziehen.

Es haben sich keine festen Regeln oder allgemeinen Gepflogenheiten dafür herausgebildet, in welchen Fällen und bis zu welchem Grade des Eindringens, sowie mit welchen Mitteln die in dem Prospekt enthaltenen Angaben des Unternehmens durch das Emissionsinstitut selbständig geprüft werden. Die Handhabung ist vielmehr je nach der konkreten Lage des Falles eine verschiedene und wird unter anderem auch durch folgende Momente

beeinflußt: Ansehen und geschäftliche Erfolge des Unternehmens, Vorfälle im laufenden Geschäftsverkehr, Bemerkungen in den Geschäftsberichten, auffällige Posten in der Bilanz, Fehlen näherer Beziehungen zwischen dem Unternehmen und dem Emissionsinstitute.

Eine Prüfung an der Hand der Geschäftsbücher, namentlich eine Revision der in dem Prospekt abzdrukenden Bilanz in bezug auf ihre Richtigkeit, bildet die Ausnahme und pflegt nicht ohne besondere Veranlassung, welche sie erforderlich oder dringend erwünscht macht, von dem Emissionsinstitute gefordert und vorgenommen zu werden.“

Auch die Berliner Handelskammer erstattete in bezug auf die Prüfung der Bücher ein ähnliches Gutachten. In ihrem Jahresbericht von 1906 bringt sie folgende Meinung zum Ausdruck: „Es hat sich ein Handelsbrauch darüber nicht gebildet, in welchem Umfange das Emissionshaus, welches die Aktien einer bestehenden Aktiengesellschaft an der Börse einführt und zu diesem Zwecke einen Prospekt mit der letzten Bilanz dieser Aktiengesellschaft veröffentlicht, zur Prüfung der Bücher und Bestände der letzteren verpflichtet ist.“

Wenn die Zulassungsstelle in der Prüfung der im Prospekt enthaltenen Angaben auch in den Emissionshäusern eine wertvolle Unterstützung findet, so muß doch betont werden, daß diese Prüfung immerhin von Personen ausgeführt wird, die direkt oder indirekt an der Emission beteiligt sind. Deshalb darf diese Prüfung der Prospekte durch die Emissionshäuser und deren geschäftliches Ansehen die Zulassungsstelle nicht entscheidend beeinflussen, sondern sie muß bei allen Anträgen auf Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel die gleichen strengen Erfordernisse stellen. —

Nach § 38 des Börsengesetzes muß der Prospekt vor der Einführung der Wertpapiere an der Börse veröffentlicht werden, nach § 16 der Bestimmungen des Bundesrats ist er in denselben Zeitungen mit Ausnahme des Reichsanzeigers zu veröffentlichen, in denen der Antrag auf Zulassung veröffentlicht worden ist, und nach § 17 dürfen die Wertpapiere frühestens am dritten Werktag nach dem Tage des Zulassungsbeschlusses und dem Tage, an dem der Prospekt zuerst veröffentlicht worden ist, an der Börse eingeführt werden.

Was bei der Veröffentlichung als Prospekt zu gelten hat, konnte strittig sein. Das Börsengesetz sagt nur, daß „ein Prospekt“ zu veröffentlichen ist. Die Bundesratsbestimmungen haben dies näher dahin interpretiert, daß „der von der Zulassungsstelle genehmigte Prospekt“ veröffentlicht werden muß. Nun ist es sehr wichtig, wo die Veröffentlichung dieser Prospekte geschieht. Nach den Bestimmungen des Bundesrats kommen dafür mindestens zwei inländische Zeitungen in Betracht, wovon eine am Börsenplatz und, wenn es sich um Anteile oder Schuldverschreibungen einer inländischen Gesellschaft handelt, eine in dem engeren Wirtschaftsgebiet, dem die Gesellschaft angehört, erscheint. Die Wahl bleibt der Zulassungsstelle überlassen.

In Berlin waren lange Zeit hindurch zwei Blätter, die „Berliner Börsenzeitung“ und der „Berliner Börsen-Courier“, bestimmt, in denen alle Veröffentlichungen von Prospekten zu erfolgen hatten. Dies muß als durchaus dem Sinne des Gesetzes entsprechend bezeichnet werden. Denn jeder, der an der Neueinführung von Werten zum Börsenhandel interessiert war, wußte genau, wo er sich über die neuen Wertpapiere eingehend unterrichten konnte. Gegen diese Art der Veröffentlichung der Prospekte erhoben andere Blätter Einspruch. Sie verlangten eine Änderung mit der Begründung: das Interesse der Allgemeinheit würde durch das Monopol der beiden Zeitungen, da sie beide die Interessen der Börse vertreten und nur eine verhältnismäßig geringe Abonnentenzahl hätten, geschädigt.

Diese nicht ohne weiteres als unberechtigt zu bezeichnenden Einwände gegen die Veröffentlichung der Prospekte und andauernde Vorwürfe gegen die Zulassungsstelle hatten schließlich den Erfolg, daß sich diese zu einer Änderung ihrer bisherigen Praxis herbeiließ. Unter dem Druck der fortdauernden scharfen Angriffe setzte die Zulassungsstelle fest, daß künftig in sechs Berliner Tageszeitungen, nämlich der „Berliner Börsenzeitung“, dem „Berliner Börsen-Courier“, dem „Berliner Tageblatt“, dem „Berliner Lokal-Anzeiger“, der „Täglichen Rundschau“ und der „Vossischen Zeitung“, die Veröffentlichung der Prospekte zu erfolgen habe. Da aber für jeden Prospekt höchstens zwei Blätter in Betracht kommen, wurde angeordnet, daß die für die Veröffentlichungen zuständigen Zeitungen monatlich abwechseln sollten, jedoch in der Weise, daß die zuerst genannten beiden Blätter

von Monat zu Monat abwechseln, während die letzten vier Zeitungen in einem viermonatigen Turnus benutzt werden. Der der Zulassungsstelle maßgebliche Gesichtspunkt war, die Prospekte einem möglichst großen, alle Volksklassen und Parteirichtungen umfassenden Leserpublikum zugänglich zu machen. Das wurde allerdings erreicht. Aber nicht alle Volksklassen sind Interessenten für Emissionsprospekte, und für die Privatkapitalisten war es bald nahezu unmöglich, alle Neuemissionen zu verfolgen. Früher brauchte der Interessent nur eine von den beiden zuerst genannten Zeitungen zu abonnieren, um immer auf dem Laufenden erhalten zu bleiben, und noch nach Monaten, ja selbst nach Jahren war es leicht, sich den Prospekt irgendeines Wertpapiers zu beschaffen. Heute sind die Verhältnisse wesentlich anders. Denn es wird schwerlich einen Privatmann geben, der wenigstens die beiden Zeitungen mit monatlichem Turnus abonniert, nur um bald in dieser, bald in jener einmal einen Prospekt veröffentlicht zu finden. Sollte dies selbst hin und wieder vorkommen, so ist doch ohne weiteres klar, daß das große Publikum, zu dessen Information die Prospekte nach dem Willen des Gesetzgebers dienen sollen, bei diesem Veröffentlichungsmodus den kürzeren gezogen hat. Der Kapitalist kann durch die Prospektveröffentlichungen einen Überblick über sämtliche Neueinführungen an der Börse nicht gewinnen. Besonders schwierig ist ferner die Beschaffung eines Prospekts längere Zeit nach seiner Veröffentlichung. Es bleibt in den meisten Fällen nur übrig, sich direkt an die Börse zu wenden, wo die Erlaubnis ausgewirkt werden kann, den Prospekt einsehen zu dürfen.

Diese recht verworrene, durchaus unzulängliche Methode der Veröffentlichung hat dazu geführt, daß die Emissionshäuser, denen selbst an einer möglichst großen Verbreitung der Prospekte gelegen ist, diese in vermehrtem Maße auch in anderen als den vorgeschriebenen Zeitungen veröffentlichen. Hiergegen ist natürlich nichts einzuwenden, solange der von der Zulassungsstelle genehmigte Prospekt vollständig zum Abdruck gelangt. Aus Sparsamkeitsrücksichten aber, wie noch gezeigt wird¹⁾, teilweise auch aus anderen Gründen wurden bereits in früheren Jahren in diesen anderen Blättern meist nicht die vollständigen Prospekte veröffent-

¹⁾ Vgl. S. 47.

licht, sondern vielmehr Auszüge aus dem genehmigten Prospekt. Dies ist äußerst gefährlich, da die Kürzung des Prospekts den Emissionshäusern selbst überlassen war und diese ein Interesse daran hatten, das neue Wertpapier in einem möglichst vorteilhaften Licht erscheinen zu lassen.

Dennoch fand diese auszugsweise Veröffentlichung Verteidiger. Dove z. B. schreibt¹⁾: „Prospekt im Sinne des Gesetzes ist nur der von der Zulassungsstelle geprüfte, in den Pflichtblättern veröffentlichte Prospekt. Wenn Auszüge aus ihm in anderen Blättern publiziert werden, sei es um die betreffenden nach Ansicht des Emissionshauses genügenden Tatsachen zur Kenntnis des Publikums zu bringen und dieses zur Zeichnung zu animieren, sei es, um durch Stillung des Inseratenhungers ungünstiger Beurteilung in der Presse vorzubeugen, so ist das ein die Zulassungsstelle nichts angehender Schritt des Emissionshauses. Auch dadurch, daß es der Anzeige die äußere Form und Überschrift des Prospektes gibt, wird jene nicht zu einem Prospekt im Sinne des Gesetzes, d. h. zu einem der Kritik der Zulassungsstelle unterstellten Gegenstand. Werden etwa gerade die Dinge fortgelassen, deren Aufnahme in den Prospekt die Zulassungsstelle verlangt hat, so wird auch dadurch nichts geändert. Das Emissionshaus ist vielleicht anderer Ansicht als die Zulassungsstelle, welcher ja keine Unfehlbarkeit beiwohnt. Irrt sie sich, so wird die absichtliche Weglassung wahrer, wirklich erheblicher Tatsachen bei einem künftigen aus dem Gesichtspunkte der durch Unterdrückung wahrer Tatsachen hervorgerufenen Irrtumserregung angestellten Ersatzprozeß in Betracht kommen; aber das berührt die Zulassungsstelle nicht, die keine Polizei-, sondern eine entscheidende Behörde ist.“

Um die Konsequenz des hier Gesagten einigermaßen übersehen zu können, ist es angebracht, einen vom Emissionshaus gekürzten Prospekt mit dem von der Zulassungsstelle genehmigten gegenüberzustellen. Artur Norden gibt darüber ein recht interessantes Beispiel²⁾. Es handelte sich dabei um die Aktien einer Brauerei, deren Subskription mit einem gewissen Mißtrauen entgegengesehen worden war, weil sie früher Beziehungen zu zwei

¹⁾ Dove: „Die Funktionen der Zulassungsstelle.“

²⁾ „Handelszeitung des Berliner Tageblattes“ vom 26. November 1904.

in Konkurs geratenen Gesellschaften gehabt hatte. Von der Zulassungsstelle war die Forderung aufgestellt worden, daß diese Beziehungen im Prospekt klar zum Ausdruck kommen sollten, der auch vom Emissionshaus nachgekommen worden war. Norden fährt fort: „Nun vergleiche man aber den Prospekt mit dem Prospektauszuge, wie er dem Inseratenteil des „Berliner Tageblatts“, der „Vossischen Zeitung“ und anderer großer Blätter zur Veröffentlichung übergeben wurde. Ein Passus lautete zum Beispiel:

im Prospekt:

Das Grundkapital war ursprünglich M. 3 000 000, dasselbe wurde im Jahre 1899 zwecks Erwerbung der Brauerei W. Kühnemann erhöht auf M. 3 200 000,—. Im Jahre 1901 waren der Gesellschaft Schwierigkeiten entstanden durch Wechselverbindlichkeiten, welche sie im Auftrag und für Rechnung der Vorbesitzer mit der Leipziger Bank eingegangen war. Zu deren Beseitigung und gleichzeitig zu umfassenden Abschreibungen auf verschiedene Immobilisationen und auf zweifelhafte Forderungen war eine durchgreifende Reorganisation der Gesellschaft nötig, welche in der Weise erfolgte, daß das Aktienkapital von M. 3 200 000 auf M. 1 000 000,— zusammengelegt wurde und M. 1 000 000,— neue Aktien zur Ausgabe gelangten. Diese neuen Aktien wurden an ein Bankenkonsortium zum Nennwerte über-

im Prospektauszuge:

Das Grundkapital war ursprünglich M. 3 000 000,—; dasselbe wurde im Jahre 1899 zwecks Erwerbung der Brauerei W. Kühnemann erhöht auf M. 3 200 000.

Im Jahre 1901 wurde das Aktienkapital von M. 3 200 000 auf M. 1 000 000,— zusammengelegt und M. 1 000 000,— neue Aktien zur Ausgabe gebracht. Diese neuen Aktien wurden an ein Bankenkonsortium zum Nennwert überlassen unter Ausschließung des im § 282 des Handelsgesetzbuches den Aktionären eingeräumten Bezugsrechts. Der aus dieser Maßnahme entstandene Buchgewinn einschließlich des Betriebsgewinnes für 1900/1901, der zirka M. 411 000,— betrug, ist zu Abschreibungen und Rückstellungen verwendet worden.

lassen unter Ausschließung des im § 282 des Handelsgesetzbuches den Aktionären eingeräumten Bezugsrechtes. Der aus dieser Maßnahme entstandene Buchgewinn einschließlich des Betriebsgewinnes für 1900/01, der zirka M. 411 000,— betrug, ist zu nachstehenden Abschreibungen und Rückstellungen verwendet worden.

Hier fehlen in einem und demselben Absatz alle Stellen, die auf die Verbindungen mit der Trebertrocknungsgesellschaft bzw. der Leipziger Bank hindeuten. Ferner sind in der Zusammenstellung des Prospektauszuges alle übrigen Absätze vollständig herausgelassen worden, die auf jene Beziehungen hindeuten. Diese Kürzungen sind nicht aus Sparsamkeitsrücksichten vorgenommen. Das ergibt sich daraus, daß der Prospektauszug alle formellen Angaben ungekürzt enthält, und ihm sogar die gesamte Bilanz per 30. September 1903 beigelegt ist. Dagegen fehlt wieder die Mitteilung, daß die Gesellschaft Verpflichtungen hat, die aus der Bilanz nicht ersichtlich sind.“

Diese kurze Zusammenstellung zeigt, daß der mit der Veröffentlichung der Prospekte vom Gesetzgeber verfolgte wirtschaftliche Zweck durch die Publizierung von Prospektauszügen nicht erreicht wird. Vielmehr ergibt sich mit einer durchschlagenden Beweiskraft, daß durch die Veröffentlichung derartig gekürzter Prospekte wie in dem angeführten Fall die finanzielle Sicherheit der Kapitalanlage in ein falsches Licht gerückt wird. Diese Täuschung tritt um so mehr ein, wenn dem Prospektauszug noch äußerlich das Aussehen eines Originalprospektes gegeben wird. Deshalb ist der Meinung Doves nicht beizupflichten, und es erhebt sich die Frage, wie dem berechtigten Bedürfnis der interessierten Kreise nach genauer Information entgegengekommen werden kann. Die zunächstliegende Antwort auf diese Frage wäre, daß der frühere Zustand wiederhergestellt werden müsse. Bei genauerer Betrachtung erscheint es aber nicht angebracht, die frühere Praxis nochmals aufzunehmen, da dann wieder alle die Vorwürfe gegen die Zulassungsstelle erhoben werden

könnten, die eine Änderung in dem Veröffentlichungsmodus der Prospekte herbeiführten.

Es käme weiter in Betracht, die Prospekte derart zu kürzen, daß sie allen Zeitungen, die Berichterstatter an der Börse haben, zur Veröffentlichung übergeben werden könnten. Diese Forderung ist bereits häufiger namentlich von den Seiten gestellt worden, die betonen, daß der ausführliche, von der Zulassungsstelle genehmigte Prospekt vom Publikum fast gar nicht gelesen und noch seltener verstanden wird. Dem muß aber entgegengehalten werden, daß jemand, der den ausführlichen Prospekt nicht liest und damit die Gelegenheit, sich selbst ein Urteil über die Sicherheit der neuen Kapitalanlage zu bilden, verpaßt, sicherlich nicht den schwerer verständlichen kürzeren Prospekt eingehend studieren wird. Vielmehr wird sich dieser Teil des Kapitalistenpublikums in beiden Fällen auf das Urteil anderer verlassen, und zwar vornehmlich auf das Urteil seines Bankiers oder auf die in seiner Fachzeitung vertretene Meinung. Diesen beiden für die Beurteilung neuer Wertpapiere sehr wichtigen Faktoren würde es aber sehr erschwert werden, sich eine einigermaßen zutreffende Ansicht zu bilden, wenn ihnen nur die gekürzten Prospekte zur Verfügung stehen würden. Auf jeden Fall würde bei der Veröffentlichung eines gekürzten Prospektes die Gefahr bedeutend näher gerückt sein, daß sich eine falsche Meinung über ein neu einzuführendes Wertpapier bildet, und deshalb erscheint es nicht angebracht, diesen Vorschlag zu verwirklichen.

Ein dritter Ausweg wäre, daß § 16 der Bundesratsbestimmung vom 4. Juli 1910 folgende Fassung erhalte: „Der von der Zulassungsstelle genehmigte Prospekt ist im „Reichsanzeiger“ zu veröffentlichen und an der Börse zum Aushang zu bringen.“

Die Vorteile dieser Handhabung wären kurz folgende:

1. Der Prospekt könnte bedeutend ausführlicher gehalten werden, ohne den Emissionshäusern ungebührliche Lasten durch Insertionskosten aufzuerlegen. Dadurch wäre jedem Interessenten Gelegenheit gegeben, sich eingehender als jetzt über die Unterlagen der neuen Wertpapiere zu informieren und sich dementsprechend ein sicheres Urteil zu bilden.
2. Die Prospekte aller in Deutschland neu an die Börse gebrachten Werte werden an einer Zentralstelle gesammelt,

und ein Überblick über die an den deutschen Kapitalmarkt gestellten Anforderungen würde erleichtert werden.

3. Es wäre viel leichter ein Vergleich möglich über die Handhabung der Bundesratsbestimmungen bei den verschiedenen Zulassungsstellen.
4. Wenn den Emissionshäusern diese Publizität nicht genügend erscheinen sollte, so bliebe es ihnen unbenommen, den Prospekt in anderen Zeitungen zum Abdruck zu bringen. In diesem Fall müßte aber gefordert werden, daß auch dort der vollständige, von der Zulassungsstelle genehmigte Prospekt veröffentlicht würde. Eine eigenmächtige Kürzung durch das Emissionshaus wäre zu untersagen.

Wenn auf diese Weise die Veröffentlichung des Prospektes geregelt würde, so dürfte allen billigen Anforderungen betr. die Information des Publikums anlässlich der Einführung neuer Werte zur Börse entsprochen sein. —

Die Zulassungsstelle hat aber nicht nur das Recht und die Pflicht, für Klarheit und genügende Einzelheiten im Prospekt zu sorgen, sondern sie kann der geldbedürftigen Gesellschaft auch gewisse Bedingungen auferlegen. Hierher gehört vor allem, daß die Verwaltung der Gesellschaft das Publikum über den Geschäftsgang und die Ergebnisse genügend unterrichtet. Vielfach ist es Sitte geworden, daß Aktiengesellschaften ihre Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnungen im „Reichsanzeiger“ und in den Tageszeitungen in abgekürzter Form bekanntgeben, so daß sie wenig durchsichtig sind und kein klares Bild über den finanziellen Stand der Gesellschaft gewähren. Gegen diese Unsitte hat sich die Berliner Zulassungsstelle bereits gewendet, indem sie folgende Bekanntmachung erlassen hat: „Es ist wahrgenommen worden, daß einzelne Gesellschaften, deren Wertpapiere zum Börsenhandel zugelassen sind, ihre Bilanzen nicht in der der Generalversammlung vorgelegten und von dieser genehmigten, sondern in einer abgekürzten Form veröffentlichen. Die diesbezügliche, der Zulassungsstelle gegenüber von den Gesellschaften übernommene Verpflichtung ist jedoch dahin zu verstehen, daß der Rechnungsabschluß und das Gewinn- und Verlustkonto so bekanntzumachen sind, wie sie der Generalversammlung vorgelegt und von ihr genehmigt worden sind. Da für die Erwerber der Wertpapiere nicht nur die Endziffern der Bilanz, sondern auch deren sonstige Einzelheiten,

namentlich die Abschreibungsbeträge, von Wichtigkeit sind, muß die Zulassungsstelle darauf bestehen, daß in allen Fällen die vollständige Veröffentlichung in dem gekennzeichneten Umfange erfolgt.“

Hierzu ist zu bemerken, daß die Veröffentlichung der von der Generalversammlung genehmigten Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung im allgemeinen wohl allen billigen Ansprüchen des Publikums genügen dürfte. Bei einer Aktiengattung hat der Reichskanzler bereits ein Schema, wie die Bilanzen aufzustellen und zu veröffentlichen sind, festgesetzt. In den im Anhang wörtlich mitgeteilten „Bestimmungen für die von inländischen Kreditbanken zu veröffentlichenden Bilanzübersichten“ werden bestimmt präziserte Grundsätze über die Aufmachung der sogenannten Zweimonatsbilanzen der Kreditbanken aufgestellt. Die meisten Berliner Großbanken sind den dort erhobenen Forderungen nachgekommen, nur die Berliner Handelsgesellschaft hat sich bisher zu der zweimonatlichen Veröffentlichung ihrer Bilanz nicht verstellen können. Dieser Widerstand gegen eine genügende Unterrichtung des Publikums wird aber in dem Augenblick von der Gesellschaft aufgegeben werden müssen, wenn sie sich zwecks Beschaffung neuer Mittel an den Kapitalmarkt wenden muß, denn andernfalls würde die Berliner Zulassungsstelle die neuen Wertpapiere nicht zum Handel an der Berliner Börse zulassen. Es ist nötig, hierbei darauf hinzuweisen, daß der Wert derartiger zweimonatlicher Veröffentlichungen der Bilanzen, insbesondere der Bankbilanzen, nicht überschätzt werden darf. Denn namentlich die Banken sind in der Lage, die Bilanzen derart zu frisieren, daß bei Nichtfachleuten ein beabsichtigter Effekt erzielt wird. Daher messen Fachleute diesen Veröffentlichungen nur geringen Wert bei.

Für eine jährliche die Finanzlage der Gesellschaften betreffende Unterrichtung des Publikums ist durch das Handelsgesetzbuch nach Möglichkeit Sorge getragen. Aber dies genügt in Wirklichkeit nicht, denn der Aktionär will auch im Verlauf des Jahres über die Gestaltung des Geschäfts authentische Nachrichten haben, und zwar um so mehr, wenn sich auffällige Kursschwankungen einstellen oder Gerüchte über die Gesellschaft, an der er beteiligt ist, verbreitet werden. Um diesem berechtigten Verlangen nachzukommen, geben viele Verwaltungen von Zeit zu Zeit

über die Tätigkeit der Gesellschaft sogenannte Communiqués an die Redaktionen der Finanzzeitungen. Die Leiter anderer Gesellschaften geben auf besondere Anfrage jedem Aktionär Auskunft, wie sich das Unternehmen im Geschäftsjahr entwickelt hat usw. Diese Auskünfte werden aber nicht immer mit der nötigen Sorgfalt erteilt, und es ist häufig zu beobachten, daß auf diese Weise Meldungen in die Presse gebracht werden, die der Wirklichkeit sehr wenig nahe kommen.

Es erhebt sich übrigens die Frage, ob die Verwaltung einer Aktiengesellschaft berechtigt ist, auf das Verlangen eines einzelnen Aktionärs diesem allein Auskunft zu erteilen, denn die Verwaltung vertritt die Gesamtheit der Aktionäre und darf nicht einen Aktionär bevorzugen, auch wenn andere weniger sorgfältig sind. Erteilt sie die gewünschte Auskunft dem anfragenden Aktionär allein, so bietet sie selbst die Hand dafür, daß auf Grund solcher Spezialinformationen in den Aktien ihrer Gesellschaft manipuliert wird. Außer den durch tendenziöse Mitteilungen der Verwaltungen hervorgerufenen falschen Pressemeldungen können aber auch auf eine andere Art falsche Notizen in die Zeitungen gelangen. Es muß dabei auf die Gefahr aufmerksam gemacht werden, die darin liegt, daß Zeitungen ihre Aufgaben wenig ernst auffassen und Meldungen veröffentlichen, die ihnen von durchaus unzuständiger, ja häufig an einer falschen Information des Publikums interessierter Seite zugehen. Vielfach kommt es auch vor, daß die Verwaltungen auf direkte Anfragen von Aktionären bzw. der Presse sich ablehnend verhalten und jede Mitteilung über die Geschäftslage verweigern, häufig mit dem Hinweis darauf, daß die Verweigerung der Auskunft aus Rücksicht auf die Konkurrenz geschehe.

Um nun einerseits den berechtigten Forderungen der Aktionäre und der Presse zwecks Auskunft zu entsprechen, andererseits aber jeden Mißbrauch mit den Erklärungen der Verwaltung zu verhindern, wäre es nötig, daß die Zulassungsstelle die Gesellschaften, die die Zulassung ihrer Wertpapiere zum Handel und zur Notierung an der Börse beantragen, verpflichtet, in bestimmten, von der Zulassungsstelle im voraus festgesetzten Zwischenräumen Auskunft über den Verlauf des Geschäftsjahres zu geben. Die Veröffentlichung dieser Erklärungen könnte durch Aushang an der Börse erfolgen oder dadurch, daß die Verwaltung ver-

pflichtet wird, allen Redaktionen, die Vertreter zur Börse senden, diese Erklärungen gleichzeitig zuzuschicken. —

Die hier erörterten Voraussetzungen der Zulassung zum Börsenhandel können nur Erfolg haben, wenn die an die Emittenten gestellten Anforderungen an allen deutschen Börsen gleich streng sind. Dieser Gesichtspunkt findet auch im Börsengesetz seinen Ausdruck, und zwar darin, daß der Bundesrat nach § 44 dieses Gesetzes die Bestimmungen über die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel für ganz Deutschland einheitlich regelt. Es bleibt aber den Zulassungsstellen an den einzelnen Börsen, dem Wesen ihrer Aufgabe entsprechend, eine sehr große Freiheit in der Auslegung dieser Bestimmungen, und es hat sich gezeigt, daß trotz den für das ganze Reich einheitlichen Bestimmungen des Bundesrats die Anforderungen, die von den einzelnen Zulassungsstellen an die Emittenten gestellt werden, nicht gleichmäßig sind. Als streng gilt die Zulassungsstelle in Berlin, die in großem Umfange Ergänzungen der ihr freiwillig von den Gesellschaften vorgelegten Materialien verlangt und, wie oben bereits erwähnt, auch besonderen Wert auf eine größere Publizität legt. In der Praxis hat sich allmählich die Ansicht durchgerungen, daß die Zulassung an anderen Börsen mit weniger großer Sorgfalt betrieben wird. Dies kommt äußerlich darin zum Ausdruck, daß die Prospekte der an anderen deutschen Börsen zugelassenen Wertpapiere im Durchschnitt kürzer sind als in Berlin. Von einer Benachteiligung des Publikums durch die verschiedene Handhabung der Zulassungsstellen ist bisher noch nichts bekannt geworden.

Daß aber in interessierten Kreisen mit dieser verschiedenen Praxis gerechnet wird, geht aus der Äußerung des Vorstandes einer Aktiengesellschaft hervor. Dieser hat nach Zeitungsnachrichten in einer Generalversammlung erklärt, „es sei fraglich, ob die Berliner Börse die Papiere schon bis zum Herbst aufnehme. Die Einführung an der Frankfurter Börse sei leichter durchzuführen.“ Eine ganz einheitliche Praxis aller Zulassungsstellen wird sich bei ihrer heutigen Organisation nie durchführen lassen. Es muß aber gefordert werden, daß mindestens in Frankfurt a. M. und Hamburg keine merklich schwächere Handhabung der Zulassungsbedingungen als in Berlin einreißt. Die Emissionen an den anderen deutschen Börsen haben meistens nur örtliches Interesse, und es besteht dort viel eher als an den drei großen

Börsen die Möglichkeit, über die meist in der Nähe domizilierten Aktiengesellschaften oder anderen sich an den Markt wendenden Gläubiger genauere Informationen zu erhalten. Trotzdem darf natürlich die Prüfung des Prospektes durch die Zulassungsstellen nicht weniger sorgfältig geschehen, und vor allem muß darauf geachtet werden, daß die vom Bundesrat aufgestellten Bedingungen auch wirklich als Mindestforderungen für den Inhalt des Prospekts angesehen werden.

Um zu vermeiden, daß ein an einer deutschen Börse abgelehnter Antrag bei einer anderen deutschen Börse, bei der gleichzeitig oder später ein Antrag auf Zulassung vorliegt, zugelassen wird, schreibt das Börsengesetz im § 37 vor, daß die ablehnende Zulassungsstelle „den Vorständen der übrigen deutschen Börsen für Wertpapiere“ Mitteilung von der Ablehnung zu machen hat. Bei der Mitteilung muß angegeben werden, ob die Ablehnung aus örtlichen oder aus anderen Gründen erfolgt ist. Ferner sollen bei gleichzeitiger Einreichung des Antrages auf Zulassung bei mehreren deutschen Börsen die Wertpapiere nur mit Zustimmung der anderen Zulassungsstellen zugelassen werden.

Was bei der Ablehnung unter örtlichen Gründen zu verstehen ist, geht zum Teil aus § 44 des Börsengesetzes hervor, wonach der Bundesrat den Mindestbetrag des Grundkapitals, der für die Zulassung von Aktien an den einzelnen Börsen maßgebend sein soll, bestimmt (vgl. hierzu § 1 der Bekanntmachung des Reichskanzlers vom 4. Juli 1910). Es können aber auch andere Gründe, z. B. die rein lokale Bedeutung eines Unternehmens u. ä., für die Zulassungsstelle entscheidend sein, den Antrag aus örtlichen Gründen abzulehnen. —

Ein zu scharfes Vorgehen der Zulassungsstelle hat der Gesetzgeber anscheinend nicht befürchtet, denn er hält die Möglichkeit der Anfechtung einer Ablehnung durch Beschwerde nicht für ein wesentliches Moment, sondern überläßt die Zulässigkeit der Beschwerde laut § 36 des Börsengesetzes den Börsenordnungen, die auch über die Beschwerdeinstanz und das Verfahren vor dieser Näheres zu bestimmen haben. In Berlin werden diese Anordnungen durch § 27 der Börsenordnung getroffen. Dieser lautet:

„Dem Antragsteller steht gegen jede Entscheidung der Zulassungsstelle, durch die dem Antrage auf Zulassung einer Emission nicht stattgegeben wird, binnen einer Frist von zwei Wochen

nach Bekanntgabe die Beschwerde an die Handelskammer zu. Die Handelskammer erteilt der Zulassungsstelle Abschrift der Beschwerdeschrift zur Kenntnisnahme.

Bei Beschwerden über die Zulassungsstelle dürfen die der Zulassungsstelle angehörigen Mitglieder der Handelskammer zwar an der Beratung, nicht aber an der Abstimmung über die Beschwerde teilnehmen.“

Beschwerden über abgelehnte Anträge gehören nicht zu den Seltenheiten, und es erhebt sich die Frage, wie weit die Kompetenz der Handelskammer zu gehen hat. Aus Anlaß einer Beschwerde hatte die Handelskammer zu Berlin den Antrag zur nochmaligen Verhandlung an die Zulassungsstelle zurückverwiesen. Diese gelangte jedoch wiederum zu einer Ablehnung, worauf die Kammer die Zulassung selbst verfügte. Die Gesichtspunkte, von denen die Berufungsinstanz sich bei der Anmaßung dieses Rechts leiten ließ, sind in ihrem Jahresbericht von 1906, S. 82 veröffentlicht. Es heißt dort: „Dieser Vorgang führte die Kammer dazu, eine Prüfung der Frage vorzunehmen, ob sie im Beschwerdeverfahren die Zulassung selbst aussprechen oder nur auf dem Wege der Zurückverweisung der Sache zur anderweiten Entscheidung an die Zulassungsstelle bewirken kann. Die Kammer kam hierbei zu dem Ergebnis, daß sie als übergeordnete Instanz befugt ist, selbst die Zulassung auszusprechen, wenn die Zulassungsstelle sie aus einem von der Kammer nicht gebilligten Grunde abgelehnt, den Prospekt aber im übrigen durchberaten und nicht beanstandet hat. Dagegen ist die Zurückverweisung selbstverständlich stets in den Fällen angezeigt, in denen die begründeterweise angefochtene Ablehnung ohne vorhergehende völlige Durchberatung des Prospekts erfolgt ist. Macht die Kammer von ihrem Rechte, selbst zuzulassen, Gebrauch, so bleiben dennoch die mit der Ausführung dieses Beschlusses verbundenen Obliegenheiten — Prüfung, ob der zu veröffentlichende Prospekt die etwa erforderlichen Vervollständigungen enthält, Überwachung der Veröffentlichung usw. — Sache der Zulassungsstelle. Diese Grundsätze entsprechen den im Gerichts- und Verwaltungsverfahren regelmäßig geltenden, deren analoge Anwendung aus Rechts- und Zweckmäßigkeitsgründen geboten erscheint.“

Dieser Auffassung der Berliner Handelskammer kann nur zugestimmt werden. Denn wenn einmal durch das Gesetz — in

diesem Falle die Börsenordnung — eine Beschwerdeinstanz geschaffen worden ist, so muß sie auch, wie jede höhere Instanz, das Recht der Entscheidung haben. Eine andere Frage ist, ob eine Beschwerde eingereicht werden darf, wenn die Zulassungsstelle dem Antrage stattgibt. In Berlin dürfte ein solcher Fall kaum eintreten, da hier allein dem Antragsteller das Recht der Beschwerde zusteht. Wo aber eine derartige Einschränkung in der Börsenordnung nicht enthalten ist, dürfte zum mindesten den Mitgliedern der Börse das Beschwerderecht zustehen. —

Eine besondere Stellung unter den an der Börse gehandelten Papieren nehmen die Kuxe und Genußscheine ein, die in bezug auf ihre Sicherheit als Kapitalanlage von ganz anderen Gesichtspunkten aus betrachtet werden müssen als die Renten- und Dividendenwerte, da sie sich auf ganz andere rechtliche Voraussetzungen stützen. Es ist allerdings zu beachten, daß der Kuxenhandel an den meisten Börsen keine große Bedeutung hat und sich hauptsächlich auf das Montanrevier Rheinland-Westfalens mit den Börsen zu Essen und Düsseldorf sowie auf die „Kalibörse“ in Hannover beschränkt.

In Berlin hat sich der Kuxenhandel zu Beginn der neunziger Jahre des vorigen Jahrhunderts langsam entwickelt und wurde anfangs nur von einer einzigen Berliner Bankfirma gepflegt, deren für diesen Geschäftszweig in Betracht kommende Kundschaft überdies zum größten Teil in Rheinland-Westfalen wohnte. Gegen Ende der neunziger Jahre erfuhr der Berliner Kuxenhandel einen Aufschwung, und es wurden verschiedene kleine und mittlere Bankgeschäfte gegründet, die sich ausschließlich mit dem Handel von Kuxen, Bohranteilen und Bergwerksaktien befaßten. Dieser Aufschwung im Kuxengeschäft dürfte auf das mit dem Börsengesetz in Kraft getretene Verbot des Termingeschäfts und die damit verbundene Einschränkung der börsengeschäftlichen Tätigkeit der Banken in Zusammenhang stehen. Das Kuxengeschäft galt nämlich als reines Kassageschäft, weil es die sofortige Bezahlung und die formelle Übertragung des Wertpapiers auf den Käufer bedingt. Hauptsächlich wurden Kalikuxe umgesetzt, auch in Kohlenkuxen entwickelte sich zuweilen ein lebhafter Handel, während Erzkuxe fast gar nicht gekauft wurden.

Lange Zeit hindurch war der Kuxenhandel in Berlin ohne jede Beachtung von Seiten der Börsenbehörde. Er wickelte sich

im sogenannten „freien Markt“ ab, da es in Berlin eine offizielle Notiz für Kuxe nicht gab. Erst im Jahre 1905 regte der Berliner Börsenvorstand bei der Zulassungsstelle die Frage an, ob der Zulassung von Kuxen zum Börsenhandel Bedenken im Wege stehen. Im Börsengesetz und in der Bekanntmachung des Bundesrats vom 11. Dezember 1896 war über die Zulassung von Kuxen zum Börsenhandel nichts festgesetzt worden. Doch schien § 5 Absatz 4 der Bundesratsbekanntmachung gegen eine Zulassung von Kuxen zum Börsenhandel zu sprechen, weil der Nennbetrag der Emission bei Kuxen nicht angegeben werden kann, da der einzelne Kux keinen festen Nennbetrag aufweist. Die Zulassungsstelle erwiderte dem Börsenvorstand auf seine Anregung u. a.¹⁾: „daß Bedenken rechtlicher Natur gegen die Zulassung von Bergwerkskuxen bei der Zulassungsstelle nicht obwalten. Darüber, ob vom wirtschaftlichen Standpunkt betrachtet die Einführung von Kuxen an der Berliner Börse wünschenswert sei, und ob diese Wertpapiere wegen der geringen Anzahl der Anteile der meisten Gewerkschaften und der mit der Übertragung verbundenen Förmlichkeiten usw. einen geeigneten Gegenstand für den hiesigen Börsenverkehr bilden, ergab sich bei den stattgehabten Erörterungen keine Übereinstimmung.“

Von der Zulassungsstelle wurde darauf eine Kommission eingesetzt, die für etwa eingehende Anträge auf Zulassung von Bergwerkskuxen zum Handel an der Berliner Börse die leitenden Gesichtspunkte festsetzen sollte. Die von dieser Kommission ausgearbeiteten Grundsätze sind im Anhang im Wortlaut mitgeteilt²⁾.

Trotz der Festsetzung der Zulassungsbedingungen sind bisher keine Kuxe zum offiziellen Handel an der Berliner Börse zugelassen worden, und zwar aus dem Grunde, weil kein dahin gehender Antrag vorlag.

Mit den neuen Bestimmungen des Bundesrats über die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel im Jahre 1910 wurden auch im § 2 dieser Bekanntmachung über die Zulassung von Kuxen

¹⁾ Zit.: „Berliner Jahrbuch für Handel und Industrie“ 1905, Bd. 1, S. 418.

²⁾ In Hannover waren bereits vorher derartige Bestimmungen ausgearbeitet worden. Sie sind wiedergegeben in dem Aufsatz von Rocke: „Kuxe und Börse“.

und Genußscheinen einige Bestimmungen getroffen. Gegen die letztere Effektenart trat in den Beratungen über die neuen Bestimmungen anfangs die Meinung in den Vordergrund, Genußscheine, die keine Beteiligung an dem Grundkapital der Gesellschaft oder keine Forderung auf Zahlung eines bestimmten Geldbetrages gewähren, von der Zulassung grundsätzlich auszuschließen. Es war mit einem derartigen Vorgehen bezweckt, Vorrechte in der Art von Gründerrechten unmöglich zu machen. Später wurde jedoch eine allgemeinere Fassung der Bestimmungen beschlossen, und zwar namentlich mit Rücksicht auf deutsche Kolonialgesellschaften, bei denen die Ausgabe von Genußscheinen als wirtschaftlich berechtigt angesehen wurde, und um einem ausgedehnten freien Handel in Genußscheinen entgegenzuwirken. Aus wirtschaftlichen Gründen werden in Berlin nur solche Genußscheine zum Börsenhandel zugelassen, die an die Stelle von heimgezahlten Aktien getreten sind.

Über die wirtschaftliche Berechtigung der Zulassung von Kuxen und Genußscheinen zum Börsenhandel können verschiedene Meinungen geltend gemacht werden. Gegen einen Börsenhandel in Kuxen spricht namentlich der Umstand, daß der Kux nicht in dem Maße wie die Aktie ihres individuellen Charakters entkleidet und daher nur beschränkt als fungibel bezeichnet werden kann. Ein Kux kann allerdings jeden anderen Kux derselben Gewerkschaft ohne weiteres vertreten, aber bereits die Eigentumsübertragung ist gegenüber der von Aktien mit ungleich größeren Schwierigkeiten verbunden und nur dann rechtsgültig, wenn sie im Gewerkenbuche eingetragen worden ist. Ferner spricht gegen die Zulassung von Kuxen zum Börsenhandel der im Gegensatz zur Aktiengesellschaft formlose Gründungshergang bei einer Gewerkschaft, der keiner Revision unterzogen wird. Zwei Personen genügen, um eine Gewerkschaft ins Leben zu rufen. Als ein weiterer Übelstand, der dem Kuxenhandel anhaftet, ist insbesondere das unbeschränkte Risiko, das mit dem Besitz eines Kuxes der Gewerkschaft gegenüber verbunden ist, zu nennen. Der Eigentümer eines Kuxes ist verpflichtet, so häufig Zubeußen zu leisten, als sie von der Gewerkenversammlung beschlossen werden. Dieses unbeschränkte Risiko ist bei einer offiziellen Notiz äußerlich durchaus nicht erkennbar. Wenn ferner börsentechnische Momente, die in der schwierigen Kursfeststellung

für Kuxe begründet liegen, gegen eine offizielle Notierung sprechen, so dürfen diese natürlich nicht als ausschlaggebend bezeichnet werden.

Für die Zulassung von Kuxen zum offiziellen Börsenhandel spricht namentlich der Umstand, daß auch ohne Zulassung der Kuxenhandel an der Börse im freien Verkehr Eingang findet. Ferner werden durch die Zulassung zur Börse die Verhältnisse der betreffenden Gewerkschaft einer Kontrolle unterzogen, und die Gewerkschaft kann zur Publikation der Bilanz sowie der Gewinn- und Verlustrechnung, zu der sie gesetzlich nicht verpflichtet ist, gezwungen werden.

Um dem Publikum die Vorteile, welche die Zulassung von Kuxen zum Börsenhandel bietet, zu gewähren und zugleich die Nachteile, die der Kuxenhandel mit sich bringt, auf ein Mindestmaß zu beschränken, erscheint es angebracht, den Kuxen nicht jede Börse zu öffnen. Sie wären als Effekten mit örtlichen Interessen zu behandeln und den Börsen zuzuweisen, in deren Nähe das Bergwerk oder die Zeche der Gewerkschaft liegt. Es ist dies noch ganz besonders aus dem Grunde nützlich, weil das große Publikum das mit dem Eigentum des Kuxes verbundene Risiko selten richtig erkennt, im Montanrevier und den Gebieten der Kaligewerkschaften dagegen der Kux als Kapitalanlage bekannter ist. Hierbei ist jedoch in Betracht zu ziehen, daß die Kuxenfirmen zum größten Teil gar kein Interesse an einer offiziellen Notiz haben. Dies tritt besonders klar bei den Geschäften an der Börse in Hannover zutage. Hier ist der offizielle Effektenhandel so weit zurückgegangen, daß der dazu aufgewendete Apparat, wie Börsenordnung, Börsenvorstand, Zulassungsstelle, Kursmakler, Staatskommissar usw. wie eine Farce wirkt. Der offizielle Kurszettel wird zwar täglich veröffentlicht, er enthält aber fast nur Brief- und Geldkurse. Im Gegensatz hierzu steht der inoffizielle Handel in Kalikuxen, der bei weitem die Bedeutung des offiziellen Verkehrs überflügelt hat. Trotzdem es sich hierbei um Werte handelt, die von der Zulassungsstelle nicht zum Handel an der Börse zugelassen sind, werden beim Abschluß von Geschäften in diesen Werten dennoch die Einrichtungen der Börse zum Teil in Anspruch genommen. Rocke sagt darüber¹⁾: „Die Händler

1) Rocke: „Kuxe und Börse“.

haben jetzt ihr eigenes Interesse, das der Haltung, wie sie der Börsenvorstand einnimmt, widerstrebt, denn sie haben unter dem jetzigen Zustand alles, was sie brauchen. Sie können gewisse Kurse machen, die zwar nicht offiziell sind, aber doch ihren Bedürfnissen genügen. Sie können alle Vorteile der Börseneinrichtungen benutzen, unterstehen dabei aber nicht der Kontrolle, die das Börsengesetz für alle anderen Werte den Händlern auferlegt.“ Ähnliche Zustände wie an der Börse in Hannover in Kaliwerten herrschen an den Börsen in Essen und Düsseldorf im Handel mit Kuxen von Montanunternehmen. Auch hier hat der inoffizielle Handel bei weitem den offiziellen überflügelt.

5. Die Verwaltungsgrundsätze der Zulassungsstelle und die Kontrolle der Regierung.

Lange Zeit hindurch war über die Tätigkeit der Zulassungsstellen in der Öffentlichkeit so gut wie gar nichts bekannt, denn nur die Entscheidungen dieser Institution, ob ein Wertpapier zum Handel an der Börse zugelassen oder ob es abgelehnt worden war, gaben Kenntnis davon, daß eine Kontrollstelle über die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel vorhanden war. Mit Recht konnten noch im Jahre 1905 in einem Zeitungsartikel die Zulassungsstellen der deutschen Börsen „eine Art verschleiertes Bild zu Sais“ genannt werden. Das ist inzwischen anders geworden. Wenn auch die Verhandlungen vor den Zulassungsstellen geheim geführt werden und bei der Ablehnung von Anträgen keine Gründe angegeben zu werden brauchen, so läßt sich doch in vielen Fällen an Hand der veröffentlichten Prospekte sowie von Bilanzen, Gewinn- und Verlustrechnungen und anderen Publikationen der für die Zulassungsstelle maßgebliche Entscheidungsgrund nachprüfen. Vor allem läßt sich erkennen, wie die Zulassungsstelle arbeitet und welche Anforderungen sie an den Prospekt stellt, um für eine sachgemäße Information des Publikums zu sorgen.

In dem vorliegenden Abschnitt wird der Versuch gemacht, an einer Reihe von Beispielen die Verwaltungsgrundsätze der Zulassungsstelle und zugleich das Verhalten der Regierung zu ihrer Tätigkeit zu kennzeichnen.

Im Jahre 1905 hatte die Deutsche Bank zur Zeichnung auf eine türkische Anleihe aufgefordert und zu diesem Zweck

einen Prospekt veröffentlicht. Als später die Zulassung dieser Werte zum Handel an der Berliner Börse beantragt wurde, forderte die Zulassungsstelle eine Reihe von Ergänzungen, die zum Teil von wesentlicher Bedeutung waren. Im ersten Prospekt hatte die Deutsche Bank die Einnahmequellen, aus denen der Dienst der Anleihe bestritten werden sollte, auf Grund der Ergebnisse der drei letzten Rechnungsjahre folgendermaßen mitgeteilt: „Zur Sicherstellung der Anleihe überweist und verpfändet die Kaiserlich Ottomanische Regierung der Deutschen Bank unwiderruflich und unter Verzicht auf jedes Veräußerungsrecht bis zur vollständigen Tilgung des Nennbetrages der Obligationen die nachstehenden Einkünfte:

1. Die Gesamtsumme des Erträgnisses des Zuschlags von 6% auf die gegenwärtig von der Dette Publique Ottomane für den Dienst der kilometrischen Garantien und der folgenden Anleihen verwalteten Einkünfte: Osmanie Anleihe, 4 proz. Anleihe von 1903, 5 proz. Anleihe von 1896, 4 proz. Anleihe von 1901 und Kaiserlich Ottomanische 4 proz. Anleihe der Bagdadbahn, I. Serie.

2. Pfund türk. 30 000 pro Jahr auf die Abgaben, welche die Zollverwaltung des Reiches für Rechnung der Kasse des „Tedjhisat-Askerie“ (Militär-Verwaltung) kraft des unter dem 18. Dezember 1316 erlassenen Kaiserlichen Jrades erhebt. Dieser Betrag wird von der Zollverwaltung in 12 Monatsraten direkt an die Verwaltung der Dette Publique Ottomane gezahlt werden.“

Ferner war angegeben, daß sich der ad 1. genannte Zuschlag in den Jahren 1902/03 bis 1904/05 auf durchschnittlich 106 534 Pfund türkisch belaufen hatte. Demnach berechnete sich die Höhe der Pfandobjekte auf 136 534 Pfund türkisch gegenüber der für den Dienst der Anleihe erforderlichen Annuität von 118 800 Pfund türkisch.

Wenn somit das durchschnittliche Nettoerträgnis der Pfandobjekte ad 1. zuzüglich der 30 000 Pfund türkisch die für den Dienst der Anleihe erforderliche Annuität um 17 734 Pfund überstieg, so war doch zu bedenken, daß sich die Türkei in den Jahren 1902/03 bis 1904/05 des Friedens erfreut hatte. In Kriegszeiten könnte sich das Ergebnis wesentlich verändern. Aus diesen Gründen heraus verlangte die Berliner Zulassungsstelle, daß nachstehender Passus in den Prospekt aufgenommen wurde:

„Falls die oben aufgezählten Einkünfte nicht genügen sollten, die Zahlung der Zinsen und die Tilgung der vorliegenden Anleihe zu sichern, wird der Fehlbetrag 14 Tage vor der Fälligkeit jedes Coupons den allgemeinen Einkünften des Reiches entnommen. Die Kaiserlich Ottomanische Regierung erklärt, daß sie während der ganzen Dauer dieser Anleihe keine Änderung einführen wird, welche die für den Dienst der Annuität der vorliegenden Anleihe besonders verpfändeten Einkünfte verringern oder ändern könnte, ohne sich vorher mit der Administration de la Dette Publique Ottomane und der Deutschen Bank verständigt und der Anleihe andere Einkünfte verpfändet zu haben, welche von ihnen als gleichwertig und dieselben Sicherheiten bietend anerkannt worden sind.“

Die Zeit hat gelehrt, wie wichtig die materielle Änderung der Garantiebedingungen durch die Einschaltung dieser Bestimmung geworden ist. Denn die inzwischen eingetretene Gebietsverkleinerung der Türkei wird auch deren Einnahmen bedeutend beschneiden.

Wenn in diesem Fall die Zulassungsstelle selbst auf eine materielle Änderung der für eine Anleihe gebotenen Sicherheiten gedrängt hatte, so wird unter Umständen auch von anderer Seite auf die Entscheidung über die Zulassung von Anleihen zum Börsenhandel, namentlich von ausländischen Anleihen, eingewirkt. Die Zufuhr ausländischer Anleihen zum deutschen Geldmarkt ist nämlich nicht, wie es nach außen erscheinen mag, für das deutsche Kapital ein rein privatwirtschaftlicher Vorgang. Vielmehr muß bei der Emission ausländischer Werte, da das dem Ausland zur Verfügung gestellte Kapital die eigene Volkswirtschaft stützen, aber auch schwächen kann, häufig die Diplomatie und Auslandspolitik in starkem Maße mitwirken. Große ausländische Anleihen werden gewöhnlich nicht eher abgeschlossen, als bis das Auswärtige Amt den Banken erklärt hat, daß es gegen den Abschluß des Geschäfts nichts einzuwenden habe. Hieraus geht schon hervor, welche Macht das Auswärtige Amt dem fremden, geldleihenden Staat gegenüber hat, und daß dieser, wenn die Macht richtig angewendet wird, sich leichter zu handelspolitischen Zugeständnissen bereit findet, als wenn er nur mit den kreditgebenden Banken zu tun hätte¹⁾.

¹⁾ In Frankreich z. B. wird bei ausländischen Staatsanleihen die Zulassung zum offiziellen Börsenhandel in besonders scharfer Weise von dem Zugeständnis politischer und wirtschaftlicher Vorteile abhängig gemacht.

Aber auch wenn die Banken sich nicht um den Willen der Diplomaten kümmern, bleibt diesen doch ein Mittel, von einer anderen Seite einen Druck auf den fremden Staat auszuüben, um bei Gelegenheit der Aufnahme einer Anleihe bestimmte handelspolitische Forderungen durchzusetzen. Dieses Mittel ist die Versperrung des offiziellen Börsenmarktes. Welchen Einfluß das Auswärtige Amt allein durch eine indirekte Einwirkung auf die Börsenorgane auszuüben vermag, zeigt das Schicksal der bulgarischen Anleihe von 1910.

Das neue Zarentum Bulgarien war im Jahre 1909 wieder einmal — besser gesagt: noch immer — in einer finanziell äußerst prekären Lage nachdem es erst zwei Jahre vorher eine 4½ proz. auswärtige Anleihe im Betrage von 145 Mill. Fr. aufgenommen hatte, die in Paris, Brüssel, Genf und Amsterdam aufgelegt worden war. Wegen der Beschaffung der neuen Geldmittel wendete Bulgarien sich anfangs wieder an Frankreich, hatte hier jedoch keinen Erfolg, obgleich es längere Zeit mit verschiedenen Konsortien verhandelt hatte. Die Anleihe scheiterte namentlich aus dem Grunde, weil Bulgarien kein Spezialpfand wie für die Anleihe von 1907, für die der Überschuß aus der Tabak-, Banderolen- und Stempelsteueral als Spezialgarantie gegeben worden war, gewähren wollte. Zu Anfang des Jahres 1910 gelang es der bulgarischen Diplomatie, mit einem Konsortium eine Anleihe auf der von ihr gewünschten Basis abzuschließen. Zu dem Konsortium gehörte auch die Hamburger Firma Schröder Gebrüder & Co., die das deutsche Publikum zur Zeichnung auf die 4½ proz. Anleihe zum Kurse von 91 % aufforderte.

Die deutsche Reichsregierung hatte sich der Anleihe gegenüber entschieden ablehnend verhalten, weil sie die Meinung vertrat, daß der neuen bulgarischen Anleihe die dingliche Sicherheit fehlte und, wie wohl mit Recht angenommen wird, weil die deutsche Industrie bei der Verwendung des Anleiheerlöses nicht berücksichtigt werden sollte. Wegen dieser Haltung der Regierung hatte die Berliner Haute finance einstimmig eine Beteiligung an dem Geschäft abgelehnt.

Dem Bankhaus Schröder Gebrüder & Co. in Hamburg konnte die Haltung der Reichsregierung über diese Anleihe nicht unbekannt sein, denn die preußische Regierung hatte bereits vor dem Subskriptionstage dem Hamburger Senat erklärt, daß

sie in Übereinstimmung mit den Intentionen der Reichsregierung die Einführung der neuen bulgarischen Werte an einer preußischen Börse nicht genehmigen könne.

Trotzdem begnügte sich die Bankfirma, die auch in neuerer Zeit häufig gegen die Wünsche der Reichsregierung handelte, nicht damit, das deutsche Publikum zur Beteiligung an der Emission aufzufordern, sondern beantragte, die neuen Titres zur Notierung an der Hamburger Börse zuzulassen. Die Hamburger Zulassungsstelle schob die Erledigung des Antrages jedoch auf die lange Bank. Erst als Bulgarien sich im Jahre 1911 dazu verstand, den Zolltarif in einer größeren Zahl von Positionen zu ändern, und nachdem der Handelsvertrag zwischen Deutschland und Bulgarien geschlossen worden war, gab das Auswärtige Amt seinen Widerstand gegen die Zulassung der bulgarischen Anleihe auf. Bald darauf fand auch der fast zwei Jahre vorher gestellte Antrag der Firma Schröder Gebrüder & Co. seine Erledigung.

Ein anderer Fall, in dem die Regierung die Entscheidung der Zulassungsstelle beeinflusste, ist die Emission von 2 Mill. Dollars Aktien der Chicago-Milwaukee-St.-Paul-Eisenbahn im Jahre 1911. Dieser Eingriff der Regierung in die Machtsphäre der Zulassungsstelle erregte seinerzeit sehr viel Interesse und wurde von Parlament und Presse eingehend besprochen. Es war gerade im Jahre 1911, als der Regierung von Banksachverständigen geraten worden war, dem Markt mit neuen Anleihen fernzubleiben, da die deutsche Industrie einen dringenden Geldbedarf habe¹⁾. Dieser Rat hinderte die Banken jedoch keineswegs, das deutsche flüssige Kapital nicht der deutschen Industrie allein, sondern zu einem ganz beträchtlichen Teil auch dem Auslande zuzuführen. Unter anderem wurde damals sehr viel deutsches Geld in amerikanischen Bahnen neu investiert, teils durch Ankauf bereits zu deutschen und ausländischen Börsen zugelassener Aktien derartiger Unternehmen, teils aber auch, und hier hätten die Banken eine Teilnahme verhindern können, durch Emissionen

¹⁾ Finanzminister Lentze am 16. Januar 1911 im Abgeordnetenhaus: „Die Finanzverwaltung hat, ehe sie den Entschluß faßte, mit neuen Emissionen zu warten, eingehende Erkundigungen auch bei Sachverständigen eingezogen; und die sämtlichen Sachverständigen haben ihr geraten, doch vorläufig zu warten, das wäre das richtigere und würde dem Markte und der Nachfrage nach unseren Staatsanleihen nur förderlich sein.“

neuer amerikanischer Bahnwerte. Ferner wurde deutsches Kapital nach der Türkei, nach Ungarn und nach Chile geschickt. Die Banken hatten einen guten Verdienst bei diesen Geschäften, denn bei der Emission der 70 Millionen Dollars 5 proz. Bonds der St. Louis and St. Francisco-Bahn soll er nach einer Mitteilung des „Plutus“¹⁾ nicht weniger als 5 % betragen haben, aus denen nur die Spesen der Emission zu decken waren. Diese hohe Provision macht es erklärlich, daß die Bemühungen der Amerikaner, deutsches Geld heranzuziehen zur Erstarkung ihrer industriellen Unternehmungen, die für Deutschland vielfach als Konkurrenten zu betrachten sind, bei den Banken großes Entgegenkommen fanden. Aber es durfte erwartet werden, daß die Regierung, nachdem sie von Sachverständigen auf das Geldbedürfnis der heimischen Industrie aufmerksam gemacht worden war, darauf achtete, daß die durch die Zurückstellung der Staatsanleihen freien Mittel auch wirklich der deutschen Industrie zugute kommen würden. Als nun bekannt wurde, daß eine Berliner Großbank die Aktien der Chicago-Milwaukee-St. Paul-Eisenbahn an der Berliner Börse einzuführen gedenke, erschien am 30. Januar 1911 in der „Norddeutschen Allgemeinen Zeitung“ folgende Notiz: „Vor mehreren Tagen wurde die Nachricht verbreitet, daß eine Großbank beabsichtige, die Aktien der Chicago-Milwaukee-St. Paul-Eisenbahn an der hiesigen Börse einzuführen. Wie wir hören, hat man an der zuständigen Stelle in Preußen alsbald Veranlassung genommen, in eine Prüfung der Frage einzutreten, ob die Zulassung der Aktien, wenn sie in der Tat beantragt werden sollte, mit Rücksicht auf die Lage des deutschen Geldmarktes zu verhindern sein würde.“

Das Wichtigste bei dieser Notiz war, daß bei der preußischen Regierung die prinzipielle Ansicht zum Durchbruch gekommen zu sein schien, einer weiteren Belastung des heimischen Kapitalmarktes mit ausländischen Effekten im damaligen Zeitpunkt nicht länger tatlos zusehen zu dürfen. (Allerdings wurde von manchen Seiten behauptet, daß die Regierung dieses Vorgehen nicht selbständig unternommen hätte, es vielmehr auf Anregungen interessierter Bankkreise zurückzuführen sei. Inwieweit diese Versionen zutreffen, kann mit Sicherheit nicht gesagt werden, weshalb sie bei diesen Betrachtungen auszu-

1) „Plutus“ 1911, 1. Band, S. 71.

scheiden haben.) Ganz allgemein betrachtet, konnte dieser Eingriff der Regierung damals nur als angebracht bezeichnet werden¹⁾. In einer Zeit, in der dem heimischen Kapitalmarkt die Geldversorgung der eigenen Wirtschaft keineswegs sehr leicht fiel, und in der die größten heimischen Geldkonsumenten, das Reich und Preußen, sich Enthaltensamkeit auferlegten, war es durchaus unangebracht, die Einfuhr ausländischer Werte mit Hochdruck zu betreiben.

Es bleibt nur noch zu untersuchen, ob es in dem speziellen Fall geraten war, daß die Regierung bei der Emission von Aktien der Chicago-Milwaukee-St. Paul-Eisenbahn ihr Veto einlegte. Diese Bahn verfügte damals über ein Aktienkapital von 116 190 400 Dollars 7 proz. non-cumulative Vorzugsaktien und 116 619 100 Dollars Stammaktien. Die Reingewinne der Bahn ermöglichten

¹⁾ Eine andere Meinung ist vertreten in der „Korrespondenz der Ältesten der Kaufmannschaft von Berlin“ vom 28. April 1911: „Über diese Angelegenheit (gemeint ist die Zulassung ausländischer Werte zu deutschen Börsen. Der Verf.) wurde in der Sitzung der Ältesten der Kaufmannschaft von Berlin vom 10. April d. J. berichtet und ausgeführt, daß man der Regierung, wenn sie die Frage beantworten sollte, ob eine Zulassung nötig ist oder nicht, eine Aufgabe zumuten würde, die sie überhaupt nicht erfüllen kann. Man war der Meinung, daß Beratung und Beschlußfassung über die Zulassung von Wertpapieren in erster und zweiter Instanz bei denjenigen Stellen zu verbleiben hat, an denen darüber gegenwärtig entschieden wird (Zulassungsstellen und Handelsvertretungen), weil diese Instanzen die erforderliche kaufmännische Sachkunde mit der Übersicht über die sonstigen in Betracht kommenden allgemeinen Interessen verbinden.“ Daß die „Übersicht über die sonstigen in Betracht kommenden allgemeinen Interessen“ bei den Entscheidungen dieser Institutionen nicht immer in die Erscheinung trat, beweisen die S. 73 angeführten Fälle.

Eine gegenteilige Ansicht vertrat auch Franz v. Mendelssohn auf der 37. Vollversammlung des Deutschen Handelstages in Heidelberg im Jahre 1911. Nach dem stenographischen Bericht, S. 24, lautete sein Antrag: „Der Deutsche Handelstag erachtet einen starken Besitz an ausländischen Wertpapieren im nationalen wie im wirtschaftlichen Interesse für erwünscht und notwendig.“

Er erblickt in den gegenwärtig geltenden Bestimmungen über die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel eine völlig ausreichende Gewähr dafür, daß die Einführung solcher Wertpapiere, die eine Schädigung nationaler oder schutzbedürftiger Interessen befürchten lassen, unterbleibt.

Er verwirft deshalb alle Maßnahmen, die auf eine Sonderregelung für die Zulassung ausländischer Wertpapiere hinauslaufen und dazu dienen sollen, die Möglichkeit des Erwerbs ausländischer Wertpapiere im Börsenhandel einzuschränken.“

es ihr, vom Jahre 1889 an die Dividende der Vorzugsaktien auf 7 % zu halten. Die Stammaktien erhielten seit dem Jahre 1902 ebenfalls eine Dividende von 7 %. Entgegen dieser stabilen Rente, die die Gesellschaft ihren Aktionären gewährte, war der Kurs der Aktien, die zu den beliebtesten Spekulationspapieren in New York und London gehörten, sehr starken Schwankungen unterworfen. Im Jahre 1906 z. B. stellte sich in New York der höchste Kurs der Aktien auf 199½ %, und im Jahre darauf betrug der niedrigste Kurs 93½ %. Bei dieser Spannung von 106 % muß allerdings in Betracht gezogen werden, daß im Jahre 1907 infolge der wirtschaftlichen Krisis besonders niedrige Kurse zu verzeichnen waren.

Die starken spekulativen Kursschwankungen dieser Werte zeigen, daß der Berliner Börse zum mindesten kein großer Nachteil mit dem Fernhalten der Aktien der Chicago-Milwaukee-St. Paul-Eisenbahn zugefügt worden ist. Eine andere Frage ist, ob mit der Festlegung von Kapitalien in diesen Werten für die deutsche Volkswirtschaft spezielle Vorteile verbunden gewesen wären. Da die Aktien der Chicago-Milwaukee-St. Paul-Eisenbahn „internationale Werte“ sind, käme hauptsächlich die Frage in Betracht, ob durch die Zulassung dieser Papiere zur Berliner Börse die finanzielle Kriegsbereitschaft Deutschlands verstärkt worden wäre. Diese Frage wird bei der Zulassung ausländischer Wertpapiere zu deutschen Börsen bisher noch fast gar nicht erwogen und ist doch von großer Wichtigkeit und vielleicht wichtiger als manche der in der letzten Zeit so häufig gemachten diesbezüglichen Anregungen.

Bisher wurden bei der Zulassung ausländischer Werte zum deutschen Markte hauptsächlich zwei Punkte berücksichtigt. Erstens, ob aus handelspolitischen Gründen eine Investition deutschen Kapitals in dem geldbedürftigen Lande angebracht erscheint und zweitens ob die deutsche Volkswirtschaft in der Form von Industriebestellungen Vorteile von der Emission hat. Ausländische Anleihen, die diesen Erfordernissen nachkommen, haben jedoch gewöhnlich einen schweren Nachteil. Wenn sich z. B. irgendein ausländischer Staat aus Anlaß der Begebung einer Anleihe in Deutschland zu handelspolitischen Zugeständnissen bereithalten ließ, so wird der gewünschte Zweck nur erreicht, wenn die Ausführung der Abmachungen in liberaler Weise

gehandhabt wird. Sind wir aus irgendeinem Anlaß, z. B. in Kriegszeiten usw., gezwungen, die ausländischen Fonds an einen anderen Staat weiter zu verkaufen, oder veräußern wir sie freiwillig, so würde unser offizieller Schuldner bald Mittel und Wege finden, die dem deutschen Handel gewährten Vergünstigungen zu einem papiernen Wert herabzusetzen. Wir sind demnach gezwungen, wenn die Handelsbeziehungen zu dem Schuldnerstaate nicht geschädigt werden sollen, die ausländischen Fonds in unserem Besitze zu behalten. Ebenso liegt die Sache bei ausländischen industriellen Unternehmungen. Ist mit Hilfe deutschen Kapitals im Auslande eine Bahn gebaut, ein Bergwerk errichtet oder ein anderes industrielles Unternehmen in Betrieb genommen worden, dann hat allerdings die deutsche Industrie gewöhnlich große Bestellungen ausgeführt und wird sie wahrscheinlich auch in Zukunft erhalten. Wirft das Unternehmen auch noch eine hohe Rente ab, so haben die Aktionäre ebenfalls ein gutes Geschäft an dieser Beteiligung gemacht. Aber diese Vorteile würden aufhören oder sich nicht wiederholen, wenn wir die Anteile an das Ausland weiter verkauften. Wir sind also gezwungen, selbst in Kriegs- und Krisenzeiten die Papiere zu behalten. Denn ein nachträgliches Wiederaufkaufen wäre aus dem Grunde erschwert, weil das Ausland derartige Werte nicht ohne größeren Gewinn wieder abgeben würde.

Anders verhält es sich bei den Werten in der Art der Chicago-Milwaukee-St. Paul-Eisenbahn. Bei einem Festlegen deutschen Kapitals in diesen Werten ist es möglich, sie in Kriegszeiten in unverhältnismäßig leichter Weise auf den internationalen Markt abzustoßen. Natürlich wäre ein derartiges Experiment ebenfalls mit Verlusten verbunden, aber sie wären im Vergleich mit den vorhergenannten doch wesentlich kleiner, und es stände ihnen der große Vorteil gegenüber, daß wir sofort in den Besitz größerer Geldmengen kämen, zugleich aber auch nach dem Kriege derartige Papiere zu verhältnismäßig günstigen Kursen leicht wieder aufkaufen könnten.

Von diesem Gesichtspunkt aus ist das Fernhalten eines internationalen Papiers vom heimischen offiziellen Markt zu dauern, zumal da wir gewiß keinen Überfluß an derartigen Papieren haben. Trotzdem muß aber gesagt werden, daß die allgemeinen volkswirtschaftlichen Interessen damals entschieden da-

nach drängten, jegliche ausländische Emission zu vermeiden, um der deutschen Industrie das von ihr so sehr benötigte Kapital zuführen zu können. Denn selbst die beste ausländische Anleihe kann, zu unrechter Zeit an unsern Markt gebracht, uns mehr schaden als nützen.

In neuerer Zeit hat die Regierung sich nicht damit begnügt, die Zulassung ausländischer Anleihen zu deutschen Börsen näher zu beachten, vielmehr hat sie auch mit Erfolg gegen die Zulassung von Werten einer einheimischen Aktiengesellschaft interveniert. Mitte September 1912 wurde der Antrag auf Zulassung von jungen Aktien und Obligationen der Deutschen Erdöl-Aktiengesellschaft gestellt. Die Verhältnisse dieser Gesellschaft sind infolge vielseitiger Beteiligungen an ausländischen Unternehmen äußerst verwickelt, wodurch sich die Erledigung des Antrags in die Länge zog. Außerdem kam hinzu, daß im Jahre 1912 bei der Reichsregierung der Plan bestand, ein Petroleummonopol einzuführen, die Deutsche Erdöl-Aktiengesellschaft aber gegen dieses Monopol sehr stark agitiert hatte. Immerhin mußte der Plan der Regierung die Unterlagen für die auszugebenden Werte stark beeinflussen, und der preußische Handelsminister sprach sich deshalb dem Direktor einer beteiligten Bank gegenüber gegen die Zulassung dieser Werte zum Börsenhandel aus. In der Sitzung des Landtags vom 20. Februar 1913 hat der Minister seinen Standpunkt folgendermaßen klargestellt:

„Nun bleibt mir zum Schluß noch eine Angelegenheit, die mit den eben besprochenen wenig innere Gemeinschaft hat. Das ist die Frage der Zulassung der Aktien der Deutschen Erdöl-Aktiengesellschaft. Im Reichstage ist über mein Verhalten in der Sache eine kurze Anfrage an den Herrn Reichskanzler gestellt worden; dieser hat bei der Beantwortung darauf hingewiesen, daß es sich bei der Einwirkung auf die Zulassungsstelle um eine landesrechtliche Angelegenheit handele, da die Aufsicht über die Börsen und ihre Einrichtungen, also auch über die Zulassungsstellen, zur Kompetenz der Landesbehörden gehöre. Mein Vorgehen in dieser Sache ist daher hier zu vertreten. Mit der Zulassung der 13,8 Millionen betragenden Aktien und der 6 Millionen betragenden Schuldverschreibungen der Deutschen Erdöl-Aktiengesellschaft hat es folgende Bewandnis:

Der Prospekt wegen Zulassung dieser Papiere ist bereits im vorigen Herbst an die Zulassungsstelle gebracht worden. Da

aber die Erdöl-Aktiengesellschaft ungemein verwickelte Geschäftsbeziehungen hat, war der Prospekt sehr umfangreich ausgefallen und nach der Meinung der Zulassungsstelle doch nicht genügend durchsichtig. Der Prospekt wurde daher zunächst zur Umarbeitung und besseren Klarlegung zurückgegeben. Bei der weiteren Besprechung entstand in der Zulassungsstelle selber das Bedenken, ob es denn überhaupt möglich sei, klare Grundlagen zur Bewertung der zu emittierenden Papiere zu geben, solange über das Schicksal der Petroleummonopolvorlage, die dem Reichstag vorgelegt ist, nicht entschieden sei. Der Staatskommissar der Berliner Börse hat sich diesen Bedenken angeschlossen. In der Zulassungsstelle selbst waren die Meinungen sehr geteilt.

Ich habe mich den Ansichten des Staatskommissars nur anschließen können. Ich halte es für nicht dem öffentlichen Interesse entsprechend, wenn Papiere an der Börse zugelassen werden, für die ein einigermaßen zuverlässiger Prospekt überhaupt nicht aufgestellt werden kann, weil in einer Grundfrage ein großes Fragezeichen steht. Das ist auch der Hauptgrund, weshalb ich mich zurzeit gegen die Zulassung ausgesprochen habe. Diese Papiere würden sonst ein Spekulationspapier geworden sein, das je nach den Aussichten des Gesetzes in seinem Kurse hinauf- und heruntergetrieben werden würde. Das geht gegen die öffentlichen Interessen.

Ich habe nun den Herren des Konsortiums, indem ich ihnen meine Ansichten klarlegte, anheimgestellt, in die Vertagung der Verhandlung über die Zulassung solange zu willigen, bis über die Monopolvorlage in dem einen oder anderen Sinne entschieden sei, und habe gesagt, daß ich andernfalls Einspruch gegen die Zulassung erheben würde. Darauf haben die Herren sich mit der Vertagung einverstanden erklärt. Nicht einverstanden erklärt hat sich der Vertreter der Deutschen Erdöl-Aktiengesellschaft, mit dem ich aber nichts zu tun hatte. Er hatte aus erklärlichen Gründen den Wunsch, die Zulassung alsbald zu erreichen. Damit komme ich auf einen zweiten Grund, der mich ebenfalls bestimmt hat, eine Vertagung zu verlangen.

Wenn der Bundesrat im Interesse des Inlandes aus Gründen des öffentlichen Wohls die Vorlage wegen des Petroleummonopols an den Reichstag bringt, dann kann meines Erachtens die Regierung eines Bundesstaates nicht stillschweigend zusehen, daß

eine amtliche Einrichtung, wie es die Zulassungsstelle von Wertpapieren zum Börsenhandel ist, zugunsten eines Unternehmens in Tätigkeit tritt, das der Träger der Opposition gegen die Vorlage ist. Denn gestärkt würde die Position der Deutschen Erdöl-Aktiengesellschaft durch die Emission von Aktien auf alle Fälle: ihr Ansehen, ihr Kredit würde verbessert, und die Durchführung weiterer Emissionen würde ihr erleichtert werden. Daß dem so ist, dafür ist der beste Beweis der Wert, den eben der Leiter der Deutschen Erdöl-Aktiengesellschaft auf die sofortige Zulassung legt. Auch das scheint mir dem öffentlichen Interesse zu widersprechen. — Aber ich glaube, der erste Grund, den ich ausführlich vorgetragen habe, genügt schon allein, mein Verfahren zu rechtfertigen.

Die Befugnis, gegen die Zulassung im Aufsichtswege vorzugehen, wenn ich ein solches Vorgehen im öffentlichen Interesse für geboten halte, ist mir im Plenum des preußischen Abgeordnetenhauses noch nie bestritten worden, obwohl in der Literatur gelegentlich auch die gegenteilige Auffassung vertreten wird. In den Verhandlungen, die wir vor zwei Jahren hier über die Chicago-Milwaukee-Bonds hatten, ist, soweit ich mich entsinne, kein Widerspruch dagegen erhoben worden, daß aus dem Aufsichtsrecht, welches der Landeszentralbehörde über die Börse und ihre Einrichtungen und damit auch über die Zulassungsstelle zusteht, die Befugnis hervorgeht, darüber zu befinden, ob ein öffentliches Interesse vorliegt, das der Zulassung entgegensteht.“

Der Minister sagte in dieser Sitzung, daß ihm die Befugnis eines solchen Vorgehens noch niemals bestritten worden ist. Deshalb muß zunächst untersucht werden, worauf er sich rechtlich stützt. Es kommt nur § 1 des Börsengesetzes in Betracht. Dieser lautet: „Die Errichtung einer Börse bedarf der Genehmigung der Landesregierung. Diese ist befugt, die Aufhebung bestehender Börsen anzuordnen.“

Die Landesregierungen üben die Aufsicht über die Börsen aus. Sie können die unmittelbare Aufsicht den Handelsorganen (Handelskammern, kaufmännischen Korporationen) übertragen.

Der Aufsicht der Landesregierungen und der mit der unmittelbaren Aufsicht betrauten Handelsorgane unterliegen auch die auf den Börsenverkehr bezüglichen Einrichtungen der Kündigungsbureaux, Liquidationskassen, Liquidationsvereine und ähnlicher Anstalten.“

Der Landesregierung steht demnach die „Aufsicht“ über die Börse und deren Einrichtungen zu. Es ist eine Unklarheit im Gesetz, daß nicht ausdrücklich darauf hingewiesen worden ist, wie weit sich das Aufsichtsrecht auf die einzelnen Organe der Börse erstreckt. Denn aus dem Recht der „Aufsicht“ kann nicht ohne weiteres das Recht auf „Einwirkung“ gefolgert werden. Die Landesregierung ist also nicht befugt, den einzelnen Organen, wenn sie sich im Rahmen ihrer gesetzlichen Machtsphäre bewegen, Anweisungen zu erteilen. Für die Zulassungsstelle kommt nun in Betracht, daß jeder ihrer Beschlüsse auf Zulassung eines Wertpapiers zum Börsenhandel, sobald durch die Zulassung „erhebliche allgemeine Interessen geschädigt“ werden, gegen § 36 Absatz 3 des Börsengesetzes verstößt und somit gesetzwidrig ist. Daß in einem solchen Falle die Regierung zu einer Einwirkung auf die Beschlüsse der Zulassungsstelle berechtigt ist, wird nicht abgeleugnet werden können. Weiter kann darüber nicht gestritten werden, daß der Regierung aus ihrem Aufsichtsrecht über die Börsen heraus selbst die Entscheidung darüber zusteht, wann nach ihrer Meinung erhebliche allgemeine Interessen geschädigt werden.

Demnach steht letzten Endes der Regierung eine Einwirkung auf die Beschlüsse der Zulassungsstelle zu, und deshalb muß das Vorgehen des Ministers bei der Zulassung von Aktien und Obligationen der Deutschen Erdöl-Aktiengesellschaft als berechtigt angesehen werden.

Anläßlich dieses Vorgehens der Regierung gegen die Zulassung von Aktien der Deutschen Erdöl-Aktiengesellschaft erscheint es angebracht, einmal die Frage zu beantworten, wann der Minister einschreiten soll.

Es lassen sich hierfür kaum konkrete Beispiele angeben, denn dazu spielen zu verschiedenartige Momente bei den einzelnen Emissionen eine Rolle. Doch mögen immerhin einige aus der Erfahrung abgeleitete Richtlinien gegeben werden. Zunächst ist zu betonen, daß ein Unterschied zu machen ist zwischen der Zulassung ausländischer und der einheimischer Wertpapiere. Bei der Zulassung fremder Effekten hat es sich gezeigt, daß von der Zulassungsstelle bisher noch niemals ein Antrag abgelehnt worden ist aus Rücksicht auf die Verfassung des heimischen Geldmarkts oder der nicht genügenden Berücksichtigung der

deutschen Industrie bei Aufträgen, die mit solchen Anleihen bezahlt werden sollten, sowie aus handelspolitischen Bedenken. Dies läßt sich aus dem ganz naheliegenden Grunde erklären, weil die Berücksichtigung dieser Fragen nicht zu den Aufgaben der Zulassungsstelle gehört. Nichtsdestoweniger aber, und das wird von keiner Seite bestritten, ist es ein volkswirtschaftliches Erfordernis, daß bei ausländischen Emissionen diese Gesichtspunkte eingehend beachtet werden müssen. Es läßt sich deshalb die Forderung wohl verteidigen, der Handelsminister solle, solange keine anderen Organisationsformen geschaffen worden sind, bei der Zulassung ausländischer Anleihen zu deutschen Börsen darauf achten, daß die eben genannten und ähnliche ad hoc in Betracht kommende Gesichtspunkte berücksichtigt werden.

Daß ein Einschreiten der Regierung auch bei der Zulassung inländischer Wertpapiere angebracht sein kann, muß ohne weiteres zugegeben werden. Denn es erscheint sehr wohl möglich, daß eine Gesellschaft infolge ihrer Monopolstellung oder infolge anderer Verhältnisse eine Tätigkeit entfaltet, die mit dem allgemeinen Wohl nicht mehr in Einklang zu bringen ist. Aus diesem Grunde wäre es auch kaum zu beanstanden gewesen, wenn anläßlich der Zulassung von Vorzugsaktien der A. Jasmatzi-Aktiengesellschaft in Dresden, deren Zugehörigkeit zum amerikanischen Tabaktrust allerdings von der Verwaltung der Gesellschaft abgeleugnet wird, die sächsische Landesregierung eingeschritten wäre.

Immerhin ist bei der Intervention der Regierung aus Anlaß der Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel eine äußerste Zurückhaltung angebracht, da sich sonst leicht der Glaube festsetzen könnte, daß Papiere, bei deren Zulassung die Regierung nicht einschritt, unbedingt sichere Kapitalanlagen darstellen. In dieser Beziehung kann sehr wohl auch jetzt noch das gelten, was im Bericht der Börsen-Enquete-Kommission über diese Frage gesagt worden ist¹⁾: „Diese Aufgabe kann nicht dadurch gelöst werden, daß der Staat sich selbst mit irgendeiner Verantwortung belastet und durch seine Organe die Bonität der einzelnen Anlagen prüft; er muß sich darauf beschränken, durch

¹⁾ Bericht der Börsen-Enquete-Kommission S. 42.

zweckentsprechende Organisation der über die Zulassung der Wertpapiere zum Börsenhandel entscheidenden Börsenbehörden, durch Verschärfung der Verantwortlichkeit der Emissionshäuser und durch andere geeignete Maßnahmen dafür zu sorgen, daß die Beteiligten durch das eigene Interesse genötigt werden, sich von der Emission unsolider Effekten fernzuhalten.“

Eingriffe der Regierung in die Entscheidungen der Zulassungsstelle waren bisher entsprechend diesem Rate der Börsen-Enquete-Kommission selten und immer durch ganz spezielle Umstände hervorgerufen. Es wäre zweckmäßig, wenn dies auch in Zukunft so bliebe, jedoch dürfte die Regierung den Emissionen ausländischer Anleihen wohl etwas mehr Aufmerksamkeit schenken müssen. Einige Fälle der neueren Zeit zeigen nämlich, daß es eher dem Interesse der deutschen Volkswirtschaft entsprochen hätte, wenn die Zuführung mancher ausländischer Wertpapiere zum deutschen Markt unterblieben wäre. Zu diesen ausländischen Werten gehören die Aktien der Lodzer Handelsbank, die im Juli 1912 zur Berliner Börse zugelassen worden sind. Daß ein Bedürfnis vorlag, derartige russische Bankaktien bei uns einzuführen, konnte um so weniger behauptet werden, als die Lodzer Handelsbank ein russisches Provinzunternehmen ist, dessen sämtliche Aufsichtsratsmitglieder jenseits der Grenze wohnen, und für dessen Aktien nicht einmal in St. Petersburg ein Markt besteht. Weiter kam aber noch in Betracht, daß erst kurz vorher einige russische Banken, deren Aktien bereits in Berlin notiert wurden, Kapitalerhöhungen vorgenommen hatten, und so nützlich eine Kapitalinvestierung in der aufstrebenden russischen Volkswirtschaft erscheinen mochte, so lag doch die Gefahr nahe, daß das nach Rußland gesandte deutsche Kapital dazu benutzt werden sollte, die ausländische Industrie im Wettbewerb mit der deutschen zu unterstützen. Ferner war zu bedenken, daß sich in Deutschland selbst allenthalben ein starker Kapitalbedarf geltend machte.

Ähnlich wie die Zulassung der Aktien der Lodzer Handelsbank zur Berliner Börse war die der 5prozentigen Goldpfandbriefe der Caja de Credito Hipotecario in Santiago de Chile im Betrage von 48 Millionen Mark zu beurteilen. Gegen die Zulassung der Pfandbriefe sprach die Tatsache, daß die deutschen Kapitalien durch die inländischen Anforderungen, insbesondere infolge der

regen Beschäftigung in der Industrie, stark in Anspruch genommen waren, so daß der Bankdiskont schon monatelang den recht hohen Stand von 5 % erklimmen hatte. Es war ferner bei dieser Emission nicht einmal auf ein Äquivalent für die deutsche Volkswirtschaft zu hoffen, denn mit der Ausfuhr des Geldes nach Chile war weder eine Förderung des Ansehens Deutschlands im Auslande zu erwarten, noch durfte die deutsche Industrie damit rechnen, mit lohnenden Bestellungen von seiten Chiles bedacht zu werden.

Angesichts der Krisis, in der sich im Jahre 1912 der deutsche, vornehmlich der Berliner Immobilienmarkt befand, knüpfte sich an die Emission dieser Wertpapiere eine lebhafte Kritik, in der besonders auf die Schwierigkeiten hingewiesen wurde, mit denen selbst solide deutsche Hausbesitzer bei der Beschaffung zweitstelliger Hypotheken zu kämpfen hatten. Der Bund der Berliner Grundbesitzervereine richtete sogar an die Berliner Zulassungsstelle eine Eingabe, in der gebeten wurde, dem Antrage auf Zulassung der chilenischen Pfandbriefe die Zustimmung zu versagen.

Für die Zulassung der Pfandbriefe zur Berliner Börse konnte angeführt werden, daß die Caja de Credito Hipotecario unter Staatsaufsicht steht, daß sie nicht mehr Pfandbriefe ausgeben darf, als Hypotheken für sie bestellt sind, und daß die einführenden Banken sich eines guten Emissionskredits erfreuten. Es mag hierbei erwähnt werden, daß der Kurs dieser Werte selbst in der Zeit der Börsenkrise von 1912 keinen Rückgang aufzuweisen hatte, die beteiligten Banken vielmehr durch Stützungskäufe andauernd ihr Interesse an dem Papier bekundeten. Ob sich dieses Interesse der Banken auch gezeigt hätte, wenn es ihnen gelungen wäre, die Pfandbriefe glatt abzusetzen, darf nicht ohne weiteres bejaht werden. Trotzdem läßt sich aber gegen den Beschluß der Zulassungsstelle nur einwenden, daß diese Werte zu einer ungeeigneten Zeit emittiert wurden, nämlich zu einer Zeit, als das Geld in Deutschland von deutschen Unternehmern gebraucht wurde.

Wenn die Zulassungsstelle gegen den Antrag auf Zulassung der chilenischen Pfandbriefe nichts einzuwenden hatte, so gelangte sie bei der Beratung über die Zulassung von 3 200 000 Mark Aktien und 3 063 000 Mark 4½prozentiger Obligationen der

Luxemburger Unionbank in Luxemburg zu einem ablehnenden Ergebnis. Allerdings lagen die Verhältnisse hier wesentlich anders. Die Luxemburger Unionbank ist in Wirklichkeit keine Bank, sondern eine Holding Company, die zu dem Zweck gegründet wurde, einigen Banken und Bankiers die Mittel zur Übernahme größerer Effektenposten zu verschaffen. Die Bank hat nämlich in ihrem Portefeuille die Aktien der verschiedenartigsten Unternehmungen, und zwar in erster Reihe solcher Gesellschaften, die in Beziehungen zu den emittierenden Firmen stehen. Laufende Bankgeschäfte darf die Unionbank nicht machen, so daß sie eigentlich nichts weiter als eine besondere Abteilung der Emissionsbanken darstellt, die durch die Ausgabe von Obligationen das von ihnen in Aktien investierte Kapital mobilisieren soll. Um dieses Ziel leichter erreichen zu können, war die Form einer Luxemburger Aktiengesellschaft gewählt worden, die nicht den strengen Bestimmungen des deutschen Handelsgesetzes unterliegt. Für die Entscheidung der Zulassungsstelle mag ferner noch maßgebend gewesen sein, daß die Aktien der Unionbank bereits in Brüssel eingeführt waren und keine Veranlassung vorlag, die Werte eines relativ unbedeutenden ausländischen Unternehmens an zwei internationalen Börsen einzuführen.

Ein besonderes Augenmerk richtet die Zulassungsstelle bei der Prüfung der Prospekte darauf, ob es einzelnen Personen, Gesellschaften oder Gruppen ermöglicht ist, bei verhältnismäßig geringer Beteiligung die Generalversammlungsbeschlüsse der emittierenden Gesellschaft zu majorisieren, ferner, ob ungerechtfertigt hohe Zwischengewinne von Mitgliedern des Aufsichtsrats bzw. des Vorstandes erzielt worden sind. Das Bestreben der Zulassungsstelle, derartige Begünstigungen einzelner Aktionäre bzw. Gesellschaftsorgane zu verhindern, läßt sich mit verschiedenen Fällen illustrieren.

Die Beherrschung der Generalversammlung durch einzelne Großaktionäre suchte die Zulassungsstelle anlässlich des Antrags auf Zulassung der Aktien der Tempelhoferfeld-Aktiengesellschaft für Grundstücksverwertung in Tempelhof im Juni 1911 und der Aktien der Maschinenbauanstalt Kirchner & Co. Aktiengesellschaft in Leipzig im Februar 1912 zu verhindern. Die Tempelhoferfeld-Aktiengesellschaft war im Oktober 1910 mit

einem Kapital von 10 Millionen Mark Aktien Lit. A., die bei der Gründung voll bezahlt wurden, und 10 Millionen Mark Aktien Lit. B., auf die 25% eingezahlt worden waren, und die sich im Besitz von drei Großbanken befanden, gegründet worden. Im Jahre 1911 wurde von den beteiligten Banken beantragt, 10 Millionen Mark Aktien Lit. A. zur Berliner Börse zuzulassen. Nun bestand die Gefahr, daß die Banken bei einer verhältnismäßig geringen Beteiligung die Generalversammlungsbeschlüsse der Gesellschaft beherrschen würden, da die Aktien Lit. B. das gleiche Stimmrecht hatten wie die Aktien Lit. A. Um eine derartige Majorisierung möglichst zu verhindern, hat die Zulassungsstelle die beteiligten Banken verpflichtet, solange für die Hälfte ihres Besitzes an Aktien Lit. B. auf die Ausübung des Stimmrechts zu verzichten, bis diese 5 Millionen Mark Aktien voll bezahlt und in den Verkehr gebracht sind.

Die gleichen Motive, die für die Zulassungsstelle bei den Einwendungen gegen das Stimmrecht der Aktien Lit. B. der Tempelhoferfeld-Aktiengesellschaft maßgebend waren, sind bei ihren Forderungen anlässlich des Antrages auf Zulassung von 500 000 Mark Stammaktien der Maschinenbauanstalt Kirchner & Co. Aktiengesellschaft in Leipzig erkennbar. Diese 500 000 Mark Stammaktien der Gesellschaft, die im März 1911 emittiert worden waren, wodurch sich das Aktienkapital auf 3 Millionen Mark erhöht hatte, wurden Anfang des Jahres 1912 zum Handel und zur Notierung an der Berliner Börse beantragt. In der Zwischenzeit waren jedoch 2 Millionen Mark Vorzugsaktien der Gesellschaft ausgegeben und den Aktionären zu einem günstigen Kurse angeboten worden. Da die Vorzugsaktien mit doppeltem Stimmrecht ausgestattet worden waren, war die Möglichkeit gegeben, daß ihre 4000 Stimmen die 3000 Stimmen der Stammaktien beherrschen könnten. Diese Möglichkeit wurde dadurch verschärft, daß sich der überwiegende Betrag des Stammkapitals im Besitz einer Familie befand, der es somit leicht gemacht war, ihre Stammaktien, die einen sehr hohen Wert repräsentierten, gegen die billigeren Vorzugsaktien umzutauschen, zugleich aber den bei einem großen Aktienbesitz berechtigten Einfluß auf die Beschlüsse der Generalversammlung bei einer wesentlich geringeren Beteiligung zu behalten. Die Zulassungsstelle erhob deswegen Einwendungen gegen den Antrag und veranlaßte die Gesell-

schaft, das doppelte Stimmrecht der Vorzugsaktien in ein einfaches umzuwandeln, bevor sie die Zulassung genehmigte.

Die hier beleuchteten Bestrebungen der Zulassungsstelle können nur bezwecken, die unberechtigte Beherrschung der Generalversammlungsbeschlüsse von Aktiengesellschaften zu erschweren, beseitigt werden kann eine derartige Majorisierung nicht. Das deutsche Aktienwesen bietet zahlreiche Beispiele dafür, daß die Vereinigung der Minorität des Aktienkapitals in einer Hand¹⁾ sehr leicht die in vielen Händen zersplitterte Majorität beherrschen kann. Gegen solchen unberechtigten Einfluß auf die Aktiengesellschaften ist die Zulassungsstelle ohnmächtig.

Ebenso wie auf die Majoritätsbindung achtet die Zulassungsstelle mit besonderer Sorgfalt darauf, ob bei der Gründung oder irgendeiner späteren Transaktion der Aktiengesellschaft von deren Organen ungerechtfertigt hohe Zwischengewinne erzielt worden sind. Da diese nicht mehr rückgängig gemacht werden können, werden sie im Prospekt hervorgehoben, wie z. B. bei dem Antrag auf Zulassung von Aktien der „Concordia“ Chemische Fabrik auf Aktien zu Leopoldshall. Die Gesellschaft beantragte im Jahre 1911 die Zulassung von 900 000 Mark Aktien, die zum Zwecke der Beteiligung der „Concordia“ an den Kaligewerkschaften Ilberstadt und Anhalt ausgegeben worden waren. Anlässlich dieser Transaktion verlautete, daß Persönlichkeiten, die dem Aufsichtsrat der „Concordia“ nahestanden, sehr erhebliche Zwischengewinne gemacht hätten. Darum verlangte die Zulassungsstelle, daß der Prospekt genaue Aufklärung über diese Zwischengewinne bringe, und es wurde deshalb folgender Passus in hervorgehobener Schrift in den Prospekt aufgenommen: „Bei der Gründung dieser Gewerkschaften hat ein Konsortium, dem im wesentlichen Mitglieder des Aufsichtsrats und des Vorstandes der „Concordia“ angehörten, die vom Anhaltischen Fiskus infolge Offerte vom November 1910 zum Preise von 1 200 000 Mark erworbenen Felder gegen Gewähr von 1000 Kuxen Ilberstadt und 1000 Kuxen Anhalt eingebracht. Das Konsortium hat dann im Juli 1911 751 Kuxe Ilberstadt und 751 Kuxe Anhalt, deren Kostenpreis nach Vorstehendem 600 Mark pro Kux betrug, an

¹⁾ Allgemein wird angenommen, daß die Vereinigung von $\frac{1}{3}$ des Aktienkapitals in einer Hand genügt, um die Beschlüsse der Generalversammlung zu beherrschen.

die „Concordia“ verkauft, und zwar die Kuxe Ilberstadt mit 1300 Mark und die Kuxe Anhalt mit 1000 Mark pro Stück, wobei die Hauptbeteiligten des Konsortiums sich verpflichtet haben, der Gewerkschaft Ilberstadt zum Ausbau des Werkes ein festes Darlehen von 2 100 000 Mark gegen 5 % Zinsen und 1 % jährliche Provision, rückzahlbar von 1916 ab in 20 Jahresraten, zu gewähren.“

Diese Fassung kann nicht als glücklich bezeichnet werden. Denn während der einmalige Gewinn bei dem Verkauf der Kuxe ganz klar hervortritt, sind andere Profite, die das Verwaltungskonsortium aus diesem Geschäft zog, dem Leser nur bei sehr sorgfältigem Studium erkennbar. Das Konsortium hat sich „verpflichtet“, heißt es im Prospekt, der Gewerkschaft Ilberstadt zum Ausbau des Werkes ein Darlehen von usw. zu gewähren. Das Wort „verpflichtet“ erweckt den Anschein, als ob das Konsortium mit der Gewährung des Darlehns ein wenig günstiges Geschäft gemacht habe. In Wirklichkeit ist das Gegenteil der Fall. Ein Zinssatz von 6 % — denn die jährliche Provision von 1 % ist nur eine Verkleidung — für ein Darlehn an ein im Stadium der Produktivität befindliches Kaliwerk war unter den damaligen Verhältnissen als ausnahmsweise hoch zu bezeichnen. Ein einigermaßen gutes Kaliwerk konnte bei den im Jahre 1911 üblichen Zinssätzen eine hypothekarisch sichergestellte Anleihe zu 5 %, ja wohl noch darunter, leicht erhalten. Es wäre demnach nötig gewesen, auch die Vorteile, die das Konsortium aus der Gewährung des Darlehns zog, mehr hervortreten zu lassen.

Wenig Geschick bewies die Zulassungsstelle bei dem Antrage auf Zulassung von 2 700 000 Mark Aktien der „Terrain-Aktiengesellschaft Müllerstraße“ zu Berlin im Jahre 1906 bzw. 1909. Im Jahre 1906 war zum erstenmal der Antrag auf Zulassung dieser Aktien zum Handel und zur Notiz an der Berliner Börse gestellt worden. Obgleich der Referent die Genehmigung beantragt hatte, wurde der Antrag abgelehnt, weil der Zwischen Gewinn bei der Übernahme der Terrains im Jahre 1905 so wesentlich sei, daß die Zulassungsstelle hierin das Merkmal der eventuellen Übervorteilung des Publikums erblickte. Auf die Beschwerde des Emissionshauses hin bestätigte die Handelskammer die Entscheidung der Zulassungsstelle. Damit schien die Sache erledigt. Jedoch 3 Jahre später, im Jahre 1909, wurde der Antrag auf

Zulassung der Aktien der Terrain-Aktiengesellschaft Müllerstraße von neuem gestellt und von der Zulassungsstelle genehmigt, ohne daß sich erkennen ließ, welche sachlichen Gründe die Zulassungsstelle zur Einnahme eines abgeänderten Standpunktes veranlaßt hatten. Es dürfte deshalb interessant sein, die Auffassung kennen zu lernen, die das Emissionshaus einnahm. In einer Eingabe an die Handelskammer vom 12. März 1906 wird nach einer längeren Ausführung folgende Zusammenfassung der Beschwerdepunkte gegeben: „1. Aus den Zwischengewinnen als solchen, welche bei den der Gründung der ‚Terrain-Aktiengesellschaft Müllerstraße‘ vorangegangenen Transaktionen von verschiedenen Personen erzielt worden sind, hätte die Zulassungsstelle bei dieser Gelegenheit ebensowenig einen Grund zur Ablehnung des eingereichten Prospekts entnehmen dürfen, wie sie das bei zahlreichen anderen Gesellschaften getan hat.

2. Die Zulassungsstelle hätte unbekümmert um diese Zwischen Gewinne auch bei der Terrain-Aktiengesellschaft Müllerstraße, wie bei allen anderen Terraingesellschaften, deren Prospekte sie genehmigt hat, gemäß § 36 Absatz 3c des Börsengesetzes vom 22. Juni 1896, § 26 Absatz 1c der Börsenordnung von Berlin vom 1. April 1903, § 6 Absatz 1c der Geschäftsordnung der Zulassungsstelle an der Börse zu Berlin ihre Prüfung vielmehr lediglich auf die Angemessenheit des Illationspreises richten müssen. Hätte sie sich dementsprechend, aber innerhalb ihrer gesetzlichen Schranken gehalten, so hätte sie auch bei der Terrain-Aktiengesellschaft Müllerstraße diese Angemessenheit nicht verneinen können und demgemäß dem eingereichten Prospekte dieser Gesellschaft ihre Genehmigung ebenfalls nicht versagen dürfen. Denn auch bei der Terrain-Aktiengesellschaft Müllerstraße steht diese Angemessenheit außer jedem Zweifel durch

- a) die Gutachten von vier einwandfreien Sachverständigen,
- b) die Feststellung der von der Handelskammer zu Berlin ernannten Revisoren in dem von ihnen erstatteten Revisionsbericht,
- c) den Vergleich mit den in dem Müllerstraßenbezirk anderweitig gezahlten Terrainpreisen.

Die Zulassungsstelle selbst hat diese Angemessenheit zudem nicht einmal bemängelt.

3. Keinesfalls kann gegenüber

- a) diesen Gutachten,
- b) dieser Feststellung der Revisoren,
- c) diesen anderweit gezahlten Terrainpreisen der von der Terrain-Aktiengesellschaft Müllerstraße gewährte Illationspreis als ein solcher bezeichnet werden, der im Sinne der vorstehend unter 2. angezogenen Vorschriften zu einer offenbaren Übervorteilung des Publikums führen würde.

4. Auch formell erfüllt der eingereichte Prospekt der Terrain-Aktiengesellschaft Müllerstraße alle Anforderungen des Gesetzes.“

Es erscheint die Annahme berechtigt, daß sich die Zulassungsstelle im Jahre 1909 dieser Auffassung der Emissionsfirma angeschlossen hat, denn die Zwischengewinne waren gemacht und die materielle Sicherheit nicht größer als drei Jahre vorher. So wie sich die Verhältnisse bei dieser Gesellschaft entwickelt haben, wäre es besser gewesen, wenn die Zulassungsstelle konsequent die Aktien der Terrain-Aktiengesellschaft Müllerstraße von der Berliner Börse ferngehalten hätte, denn die Papiere, die zu einem Kurse von 115 % eingeführt worden waren, hatten bis gegen Ende des Jahres 1912 niemals einen echten Kurs aufzuweisen. Die beteiligte Bank nahm vielmehr alles an den Markt gelangende Material zu Kursen auf, die sich um 115 % herum bewegten. Diesem Umstand allein ist es zuzuschreiben, daß bei dem Kurssturz auf ca. 45 % im Dezember 1912, als das Emissionshaus die Stützung des Kurses nicht mehr durchsetzen konnte, das große Publikum nicht allzusehr geschädigt wurde.

Eine ähnliche Milde ließ die Zulassungsstelle bei dem Antrage der „Deutschen Schachtbau-Aktiengesellschaft“ walten, deren 2 500 000 Mark Aktien am 7. August 1912 an der Berliner Börse zugelassen wurden. Die Deutsche Schachtbau-Aktiengesellschaft war bis zum 21. November 1911 eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung unter dem Namen Deutsche Schachtbau G. m. b. H. Wenn eine unmittelbare Umwandlung der G. m. b. H. in eine Aktiengesellschaft vorgenommen worden wäre, so würde der § 41 des Börsengesetzes eine Börsenzulassung vor Ablauf eines Jahres nicht gestattet haben. Deshalb wurde ein indirekter Weg gewählt, und zwar derart, daß das gesamte Geschäft der Deutschen Schachtbau G. m. b. H. durch Vertrag vom 21. November 1911 seitens der bereits seit 1900 bestehenden

Celle-Wietze-Aktiengesellschaft übernommen und von dieser Gesellschaft der Name Deutsche Schachtbau-Aktiengesellschaft angenommen wurde. Die Celle-Wietze-Aktiengesellschaft hat lediglich eine aktiengesellschaftliche Form, nicht einmal ihren Namen für das Schachtbau-Unternehmen geliefert, zumal da sie ihren ganzen früheren Besitz veräußert hatte. Rein formell betrachtet sind demnach die Aktien eines seit 12 Jahren bestehenden Unternehmens zugelassen worden, tatsächlich handelte es sich aber um die Aktien eines noch neun Monate vorher als Gesellschaft mit beschränkter Haftung betriebenen Unternehmens. Im Effekt ist also eine Umgehung des § 41 des Börsengesetzes vorgenommen worden, und deshalb ist die Zulassung vom Standpunkt der Rechtsordnung aus nicht zu billigen.

Anders sieht der Fall allerdings aus, wenn er von wirtschaftlichen Gesichtspunkten aus betrachtet wird; denn die Deutsche Schachtbau-Aktiengesellschaft gehörte zu den besser fundierten Unternehmen. Während der Zeit, in der sie als Gesellschaft mit beschränkter Haftung betrieben worden war, hatte sie stets beträchtliche Dividenden ausschütten können. Daraus läßt sich das Festhalten der Zulassungsstelle an den starren Buchstaben anstatt an den unzweideutigen Sinn des Börsengesetzes zum Teil erklären, obgleich zu berücksichtigen ist, daß die günstige Konjunktur, die der Schachtbaugesellschaft eine rege Beschäftigung gewährte, in absehbarer Zeit bedeutend abgeschwächt wird. Damit dürften auch die großen Einnahmen der Deutschen Schachtbau-Aktiengesellschaft wesentlich eingeschränkt werden. Es ist deshalb um so mehr zu fordern, daß eine solche Interpretation des § 41 des Börsengesetzes, wie sie in diesem Falle von seiten der Zulassungsstelle erfolgte, nicht allgemeine Anerkennung findet, denn nach demselben Rezept wie bei der Zulassung der Aktien der Deutschen Schachtbau-Aktiengesellschaft könnte in vielen Fällen der § 41 des Börsengesetzes ausgeschaltet werden.

Wesentlich anders faßte die Zulassungsstelle ihre Aufgabe auf bei der Beratung über den Antrag auf Wiederzulassung der seit November 1907 nicht mehr notierten Aktien der Aktiengesellschaft Schaeffer & Walcker in Berlin im Jahre 1911. Im Jahre 1907 war das ursprüngliche Aktienkapital von 2 250 000 Mark nach mehreren dividendenlosen Jahren im Verhältnis von 7 : 5 auf 1 680 000 Mark zusammengelegt worden. Bereits im Jahre 1908

wurde die Zulassung dieser Aktien zur Berliner Börse beantragt, aber ohne Angabe von Gründen abgelehnt. Die Gesellschaft schüttete in den Jahren nach der Sanierung bescheidene Dividenden von 3 % bis 2 % aus. Trotzdem wurde der neugestellte Antrag auf Zulassung auch im Jahre 1911 wieder abgelehnt, und zwar, wie die Direktion später in einer Generalversammlung erklärte, weil die Höhe der Debitoren beanstandet worden war. Diese Ablehnung ist ein instruktives Beispiel dafür, daß die Zulassungsstelle sich trotz einzelner Ausnahmefälle im Grunde nicht damit begnügt, auf die Erfüllung von Formalitäten zu achten, sondern auch die Qualität der zum Börsenhandel beantragten Papiere einer Prüfung unterzieht. Daß die Zulassungsstelle in diesem Falle die Situation richtig beurteilt hat, ergibt sich daraus, daß die Aktiengesellschaft Schaeffer & Walcker in den Jahren 1911 und 1912 wiederum keine Dividende zahlen konnte.

Auch bei einem Antrag auf Zulassung von 4 500 000 Mark 4 $\frac{1}{2}$ prozentiger Obligationen der Deutschen Eisenhandels-Aktiengesellschaft im Jahre 1911 ließ sich die Zulassungsstelle von ähnlichen Motiven leiten. Die „Deutscher Eisenhandels-Aktiengesellschaft“ ist im Jahre 1906 unter der Firma „Vereinigte Ravenésche Stabeisen- und Trägerhandlungen Aktiengesellschaft“ gegründet worden. Im Jahre 1909 nahm die Gesellschaft ihren jetzigen Namen an. Der Gegenstand des Unternehmens ist der Handel mit Eisen- und Stahlerzeugnissen aller Art, der Betrieb von Unternehmungen aller Art, die auf die Lagerung, den Absatz und die Beförderung von Eisen- und Stahlerzeugnissen gerichtet sind, sowie die Beteiligung an solchen Unternehmungen. Während die Zulassungsstelle die zugleich mit den Obligationen beantragten 14 500 000 Mark neuen Aktien zum Handel und zur Notiz an der Berliner Börse zuließ, wurden die Obligationen abgelehnt. Gegen die Zulassung sprach, daß der gesamte Grundbesitz der Gesellschaft bereits für eine alte Obligationenleihe von 3 Millionen Mark verpfändet war, die neuen Obligationen also gewissermaßen in der Luft schwebten. Außerdem war zu bedenken, daß die neue Kreditbeschaffung nur dazu dienen würde, die Monopolisierung des Eisenhandels zu begünstigen, denn die Gesellschaft war im Jahre 1910 an 18 Gesellschaften mit beschränkter Haftung, deren Gesamtkapital 12 735 000 Mark betrug, mit 9 285 000 Mark

beteiligt und an 20 Firmen, deren Gesamtkapital sich auf 18 124 367 Mark stellte, mit 8 866 000 Mark interessiert. Neu hinzutretende Firmen würden aus der Obligationenanleihe Kredite erhalten, während sonst Bankkredite in Anspruch genommen werden müßten. Ferner sprach prinzipiell gegen die Zulassung von Obligationen dieser Gesellschaft zum Börsenhandel der Umstand, daß es nicht angezeigt erscheint, ein auf feste Verzinsung rechnendes Publikum an einem Handelsunternehmen zu beteiligen. Die gegen die ablehnende Entscheidung der Zulassungsstelle bei der Handelskammer eingelegte Beschwerde wurde verworfen.

Während die Entscheidungen der Zulassungsstelle und der Handelskammer über den Antrag auf Zulassung von 4 500 000 Mark Obligationen der Deutschen Eisenhandel-Aktiengesellschaft übereinstimmten, waren sie bei dem Antrag auf Zulassung von 2 800 000 Mark jungen Aktien der „Kronprinz“ Aktiengesellschaft für Metallindustrie entgegengesetzt. Die Zulassungsstelle forderte, daß in den Prospekt, den sie im Prinzip genehmigte, Angaben über die Umsätze der Gesellschaft in den letzten Jahren aufzunehmen seien. Da dieser Aufforderung nicht nachgekommen wurde, weil die Verwaltung der Gesellschaft glaubte, sich aus Rücksicht auf die Konkurrenz dazu nicht verstehen zu können, wurde der Antrag abgelehnt. Der gegen diese Entscheidung eingelegten Berufung wurde von der Berliner Handelskammer stattgegeben. Die Handelskammer ließ die Aktien zur Berliner Börse zu, da die von der Zulassungsstelle geforderte Angabe der Umsätze im vorliegenden Falle zur Information des Publikums im Sinne des § 36 Absatz 3 b des Börsengesetzes nicht notwendig erscheine.

Die Entscheidung der Handelskammer ist nicht gutzuheißen, denn es gibt Hunderte von Gesellschaften, die unter gleichen oder noch schwierigeren Konkurrenzverhältnissen ganz regelmäßig ihre Umsätze ohne Schaden für ihre Geschäfte bekanntgeben. Außerdem ist diese Entscheidung geeignet, denjenigen Verwaltungen eine Rückenstärkung gegenüber der Zulassungsstelle und den Aktionären zu geben, die gern jede Auskunft über die Gestaltung des Geschäfts mit dem Hinweis auf die drückende Konkurrenz ablehnen. Dadurch wird aber der Mystifikation und der Falschmeldung in höchstem Maße Vorschub geleistet.

Gerade dieser Punkt, für eine möglichst weitgehende Publizität und für Klarheit im Prospekt zu sorgen, erfährt von seiten der Zulassungsstelle ganz besondere Beachtung, wie zwei weitere Fälle beweisen, nämlich die Prospekte der Canadischen Pacific-Eisenbahn und der offenen Handelsgesellschaft „Generaldirektion der Grafen Henckel von Donnersmarck zu Beuthen“.

Die Aktien der Canadabahn wurden seit langer Zeit an der Berliner Börse notiert. Als im Jahre 1913 neue Aktien der Gesellschaft emittiert und zum Börsenhandel beantragt wurden, mußte auf Verlangen der Zulassungsstelle der nachfolgende Passus durch fetten Druck im Prospekt hervorgehoben werden: „Gemäß Parlamentsakte von Canada betreffend die Canadische Pacific-Eisenbahngesellschaft vom Jahre 1879 und Letters Patent Charter Section 20 steht der Canadischen Regierung ein Einfluß auf die Fahrpreise und Frachtsätze dann zu, wenn die Gesellschaft genügend verdient, um 10 Prozent p. a. Ertrag auf das bei dem Bau der Canadischen Pacific-Eisenbahn wirklich aufgewendete Kapital zu erzielen. Der Betrag der im Jahre 1902, 1904, 1906, 1907, 1909 und 1911 neu ausgegebenen 19 500 000 Doll., 16 900 000 Doll., 20 280 000 Doll., 28 320 000 Doll., 30 000 000 Doll. und 20 000 000 Doll. Aktien soll nicht als Baukapital in diesem Sinne angesehen werden.“

Danach steht also der Canadischen Regierung ein Einspruchsrecht auf die Festsetzung der Fahrpreise und Frachtsätze zu, wenn die Bahn soviel verdient, daß 10 Prozent Dividende p. a. auf ein Kapital von etwa 85 000 000 Doll. gezahlt werden können und nicht, wie es vor Erscheinen dieses Prospektes von den deutschen Aktionären allgemein angenommen wurde, 10 Prozent p. a. auf das gesamte Kapital. Aus den früheren Prospekten konnte die Sachlage, so wie sie nun geklärt war, auch herausgelesen werden. Der betreffende Passus lautete in dem Prospekt vom Jahre 1910: „Der Canadischen Regierung steht ein Einfluß auf die Fahrpreise und Frachtsätze erst dann zu, wenn die Gesellschaft genügend verdient, um 10 Prozent p. a. Ertrag auf das bei dem Bau der Canadischen Pacific-Eisenbahn wirklich aufgewendete Kapital zu erzielen. Der Betrag der im Jahre 1902, 1904, 1906, 1907 und 1909 neu ausgegebenen 19 500 000 Doll., 16 900 000 Doll., 20 280 000 Doll., 28 320 000 Doll. und 30 000 000 Doll. Aktien soll nicht als Baukapital in diesem Sinne angesehen

werden.“ Wenn trotzdem die Ansicht bei vielen deutschen Aktionären vertreten war, daß die Canadische Regierung nur eingreifen dürfe, wenn auf das volle Aktienkapital 10 % Dividende gezahlt werden könnten, so zeigt das einerseits, wie flüchtig die Prospekte oft gelesen werden, andererseits aber auch, durch wie einfache Mittel oft das Verständnis des Prospekts wesentlich erhöht werden kann.

Der zweite Fall betrifft die Obligationenausgabe des Grafen Henckel von Donnersmarck. Die offene Handelsgesellschaft „Generaldirektion der Grafen Henckel von Donnersmarck zu Beuthen“ hatte bereits in früheren Jahren Teilschuldverschreibungen ausgegeben, die auch an der Berliner Börse notiert wurden. Als nun im März 1913 abermals 5 Millionen Mark 4½prozentige Hypothekarobligationen der Gesellschaft zum Handel an der Berliner Börse beantragt wurden, mußte folgender Passus in den Prospekt aufgenommen werden: „Die Generaldirektion verpflichtet sich, alljährlich ihre Bilanz nebst Gewinn- und Verlustkonto sowie eine Einnahme- und Ausgaberechnung für die Herrschaften Wolfsberg und Lölling-Hüttenberg im „Reichsanzeiger“ und zwei weiteren Berliner Tageszeitungen zu veröffentlichen, solange die auf Grund dieses Prospektes zugelassene Anleihe an der Berliner Börse gehandelt wird.“ Bei der ersten Anleihe hatte die Verwaltung diese Verpflichtung nicht zu übernehmen brauchen.

Die Zulassungsstelle achtet auch darauf, daß anlässlich der Emission nicht gegen andere Gesetze als das Börsengesetz verstoßen wird. Dies zeigt sich bei dem Antrag auf Zulassung von 350 000 Mark neuen Aktien der Sächsischen Kartonnagen-Maschinen-Aktiengesellschaft in Dresden zur Berliner Börse. Im Dezember 1911 genehmigte die Zulassungsstelle den Antrag mit dem Vorbehalt, daß ein Betrag von 110 000 Mark, welcher der Gesellschaft bei der Ausgabe der jungen Aktien über den Emissionskurs von 130 % hinaus zugeflossen war, nicht zu Abschreibungen verwendet werden, sondern in den gesetzlichen Reservefonds fließen sollte. Die Gesellschaft hatte nämlich 1 300 000 Mark junge Aktien einem Bankhause zum Kurse von 130 Prozent mit der Maßgabe überlassen, daß die Bank verpflichtet sein sollte, den Besitzern alter Aktien die neuen zu 167½ Prozent anzubieten und aus ihrem Gewinn an die Gesellschaft einen Betrag von 110 000 Mark abzuführen. Die Zu-

lassungsstelle vertrat den Standpunkt, daß diese 110 000 Mark ebenso wie die Differenz zwischen dem Nominalbetrag der Aktien und dem Emissionskurse von 130 Prozent als ein Agio im Sinne des § 262 des Handelsgesetzbuches anzusehen und dementsprechend dem Reservefonds zuzuführen seien. Gegen diesen Vorbehalt wurde Beschwerde bei der Handelskammer eingelegt. Von den Emittenten wurde behauptet, daß die Gesellschaft nur verpflichtet sei, das Agio in die Reserve einzustellen, das sich für sie durch die Überlassung der Aktien zu 130 Prozent an das Bankhaus ergab. Außerdem wurde geltend gemacht, daß die Zulassungsstelle, selbst wenn ein Verstoß gegen § 262 des Handelsgesetzbuches vorläge, nach den Bestimmungen des Börsengesetzes kein Recht habe, um eines solchen Verstoßes willen die Zulassung abzulehnen. Die Handelskammer verwarf die Beschwerde der Gesellschaft. Sie war der Meinung, die Zulassungsstelle habe sich mit Recht auf den Standpunkt gestellt, daß schwere wirtschaftliche Schädigungen herbeigeführt werden könnten, wenn eine Gesellschaft die gesetzliche Bestimmung betreffend die Einstellung des Agio in die Reserve umgehe. Denn bei einem solchen Gebahren könne sich schließlich das Resultat ergeben, daß Gewinne aus dem bei der Ausgabe von Aktien tatsächlich erzielten Agio verteilt würden. Wenn aber wirtschaftliche Schädigungen zu befürchten seien, so müsse die Bestimmung der Börsenordnung Anwendung finden, wonach die Zulassungsstelle einen Antrag ablehnen dürfe, wenn ihm wichtige wirtschaftliche Bedenken entgegenständen. — Diese Entscheidungen sind durchaus gutzuheißen.

In einem anderen Falle, in dem derselbe § 262 des Handelsgesetzbuches in Frage kam und ebenfalls eine Beschwerde an die Handelskammer gerichtet wurde, kam diese zu einem der Entscheidung der ersten Instanz entgegengesetzten Beschluß. Es handelte sich um die Zulassung von 700 000 Mark Aktien der Vereinigten Lausitzer Glaswerke. Die Zulassungsstelle der Berliner Börse hatte den Antrag genehmigt unter der Bedingung, daß eine Umbuchung vorgenommen würde. Die Vereinigten Lausitzer Glaswerke hatten nämlich 700 000 Mark neue Aktien einem Berliner Bankhause zu pari überlassen mit der Maßgabe, ihnen dafür die gesamten 1 150 000 Mark Aktien der Schweigschen Glas- und Porzellanwerke Aktiengesellschaft und 685 000 Mark

Aktien der Glashüttenwerke Weißwasser zu beschaffen. Ferner sollte die Differenz zwischen dem Beschaffungspreise und einer Summe von 2 100 000 Mark den Schweigschen Glas- und Porzellanwerken zugeführt werden, damit diese sie zur Vornahme von Abschreibungen verwenden. Die Zulassungsstelle hatte gegen diese letzte Bedingung Bedenken, da sie in ihr eine Umgehung der handelsgesetzlichen Bestimmung, nach der das bei der Ausgabe junger Aktien erzielte Agio dem ordentlichen Reservefonds zugeführt werden müsse, erblickte. Sie war der Ansicht, daß die Differenz zwischen dem Beschaffungspreise für die Aktien der beiden Unternehmungen und dem Betrage von 2 100 000 Mark ein Emissionsagio darstelle. Als solches sei sie den Vereinigten Lausitzer Glaswerken, wenn auch indirekt, zugeflossen, da diese sämtliche Aktien der Schweigschen Glas- und Porzellanwerke besäßen, denen die Differenz, eine Summe von 160 000 Mark, direkt übergeben worden sei. Wenn dies aber zutrefte, so müßten die 160 000 Mark nach den gesetzlichen Bestimmungen dem ordentlichen Reservefonds der Vereinigten Lausitzer Glaswerke zugeführt werden. Sie dürfen nicht in einer besonderen Abteilung der Vereinigten Lausitzer Glaswerke (nämlich den Schweigschen Glas- und Porzellanfabriken) zu Abschreibungen benutzt werden, weil dabei die Möglichkeit bestehe, daß diese 160 000 Mark später einmal zur Dividendenausüttung herangezogen werden könnten. Das Emissionshaus hatte gegen die bedingungsweise Zulassung Beschwerde bei der Handelskammer eingelegt und eine bedingungslose Zulassung verlangt, indem es darauf hinwies, daß die Vereinigten Lausitzer Glaswerke und die Schweigschen Glas- und Porzellanfabriken juristisch zwei völlig verschiedene Gesellschaften seien, auch wenn sich das gesamte Kapital der letzteren Gesellschaft in den Händen der ersteren befinde. Somit seien die 160 000 Mark den Vereinigten Lausitzer Glaswerken aus dem Emissionsagio gar nicht zugeflossen, und ihre Zuführung zum Reservefonds sei demnach auch nicht geboten. Die Handelskammer hat dieser Beschwerde stattgegeben und die Zulassung ausgesprochen.

Wenn auch die Fürsorge und der Scharfblick der Zulassungsstelle anerkannt werden soll, so muß doch in diesem Fall der Handelskammer recht gegeben werden. Abgesehen von dem Umstand, daß ein Nachspüren nach Agiogewinn unter gewissen

Umständen zu weit führen und die Kompetenzen der Zulassungsstelle überschreiten kann, ist hervorzuheben, daß eine selbständig geführte Aktiengesellschaft nicht rundweg eine besondere Abteilung einer anderen genannt werden kann, nur weil diese das gesamte Aktienkapital der ersteren im Besitz hat.

Wenn in den bisher geschilderten Fällen die Entscheidungen der Zulassungsstelle nicht immer gebilligt werden konnten, so waren sie auch nicht derart, daß sie direkt zum Widerspruch herausforderten. Dies letztere ist aber bei dem nunmehr zu besprechenden Antrag auf Zulassung der Aktien der Eispalast-Aktiengesellschaft zu Berlin im Mai 1910 der Fall. Die Berliner Eispalast-Aktiengesellschaft wurde im Februar 1909 mit Wirkung vom 1. Januar 1909 errichtet. Der Zweck der Gesellschaft ist der Bau und Betrieb künstlicher und natürlicher Eisbahnen und aller damit im Zusammenhang stehenden Geschäfte, wie Betrieb von Restaurants und Cafés, Theatern, Konzerten und sonstiger Schau- und Ausstellungen, Betrieb von Eisfabrikation und Eisverkauf, insbesondere Erwerb und Fortführung des bisher von der Firma Berliner Eispalast G. m. b. H. betriebenen Unternehmens, dessen Betrieb am 1. September 1908 eröffnet worden war. Als G. m. b. H. hatte die Verwaltung an die beteiligten Gesellschafter für das Jahr 1908 eine Dividende von 7 % zahlen können, und im Jahre 1909 war das Ergebnis so günstig, daß auf das Aktienkapital von 2 000 000 Mark 10 % Dividende ausgeschüttet werden konnten. Am 1. Juni 1910, also gut ein Jahr nach der Gründung als Aktiengesellschaft, wurde die Zulassung der Aktien zum Handel an der Berliner Börse beantragt und am 14. Juni 1910 die Zulassung genehmigt. Im Prospekt war, wahrscheinlich auf Veranlassung der Zulassungsstelle, folgender Passus aufgenommen worden: „Zurzeit befindet sich der Admiralspalast in der Friedrichstraße, der u. a. auch dem Eisport dienen soll, und eine weitere künstliche Eisbahn in der Potsdamer Straße im Bau. Ob und inwieweit hierdurch eine Verringerung unserer Erträge eintritt, läßt sich nicht übersehen.“ Im September 1910 gelangten die Aktien zum erstenmal an der Berliner Börse zur Notiz, und zwar zu einem Kurse von 130 %. Bald zeigte sich, daß die Aktien „zur rechten Zeit“ eingeführt worden waren, denn für das Jahr 1910 gelangte nur noch eine Dividende von 5 % zur Auszahlung und seit der Zeit

haben die Aktionäre nur trübe Erfahrungen mit dem Papier gemacht, dessen Kurs am 21. April 1913 mit 6,25 % notiert wurde.

Bei der Zulassung der Aktien der Berliner Eispalast-Aktiengesellschaft scheint es, als ob sich alles überstürzt hat. Es wäre nötig gewesen, daß die Wirkung der doppelten Konkurrenz, namentlich bei der Neuheit des Unternehmens, abgewartet wurde. Wenn die Verwaltung Mitte Juni 1910 noch im Prospekt schreiben konnte, daß sich nicht übersehen lasse, ob und inwieweit durch die Konkurrenz eine Verringerung der Erträge eintreten würde, so war im Oktober 1910 ein derartiges Einwirken bereits klar ersichtlich. Denn die Verwaltung des Berliner Eispalastes sah sich veranlaßt, um der Konkurrenz zu begegnen, die Eintrittspreise herabzusetzen. Außerdem war aber auch bei der ganzen Emission zu bedenken, daß ein Vergnügungsunternehmen, wie es der Eispalast ist, gerade in der ersten Zeit seines Bestehens den größten Zuspruch hat, und ferner, daß für die Rentabilität eines dem Eissport dienenden Etablissements in Berlin ganz andere Gesichtspunkte zu beachten sind wie z. B. in Paris¹⁾, wo Natureisbahnen fast gar nicht existieren und sich der Eissport nicht gewohnheitsgemäß auf den Winter konzentriert. Alles in allem scheint es, daß hier ein Mißgriff der Zulassungsstelle vorliegt, der sich bei eingehenderem Studium der Verhältnisse hätte vermeiden lassen.

Der Zulassungsstelle steht aber nicht nur die Befugnis zu, Wertpapiere zum Handel und zur Notiz an der Börse zuzulassen, sondern sie darf nach § 36 des Börsengesetzes bereits zugelassene Papiere wieder vom Börsenhandel ausschließen. Bruno Mayer²⁾ bezeichnet dieses Recht der Zulassungsstelle als sehr bedenklich, „denn ein Papier vom Börsenhandel ausschließen heißt, den Handel mit demselben brach legen, und das ist doch eine sehr schwere Schädigung der Besitzer; wenn das Papier schlecht ist, ist ein Kursfall unvermeidlich mit oder ohne Streichung, aber durch die Streichung ist nur die Gefahr eines jähen Preisfalles ins Bodenlose vergrößert.“ Mayer empfiehlt statt der Streichung zwei andere Maßnahmen. Auf Seite 33 a. a. O. führt er u. a. aus:

1) Ein derartiger Vergleich wurde seinerzeit häufiger gemacht.

2) Bruno Mayer: „Die Effektenbörsen“ S. 134.

„Börsenmanöver werden immer vorkommen. Wenn man die Schuldigen unter den Börsenleuten eruieren kann, soll man sie strenge bestrafen oder ausschließen; wenn die Kurse durch Verbreitung falscher Gerüchte seitens der Gesellschaftsorgane beeinflusst wurden, so scheint mir ein geeignetes Mittel in dem Streichen des Papiers vom Kurszettel für einige Zeit zu liegen; daß die Aktionäre, welche so in ihren Rechten gekränkt wurden, sich an das schuldtragende Organ halten werden, ist wohl zu erwarten.“ Auf Seite 78 a. a. O. macht Mayer folgenden Vorschlag: „Dagegen erscheint es mir erwägenswert, ob die bestehende Gefahr der Überwertung und der Überspekulation nicht dadurch beseitigt werden kann, daß man ein Papier zeitweise von der Notiz und auch vom Arrangement ausschließt; die künftige Dividende ist gewöhnlich schon lange vor der Bilanzpublikation eskomptiert. Knapp vor derselben und dann nach derselben pflegen oft recht lebhaft Schwankungen stattzufinden, welche keineswegs immer berechtigt sind. (Man denke an Manöver der eingeweihten Kreise.) Bald nach der Bilanzpublikation findet auch die Generalversammlung statt. Wie wäre es nun, wenn man die Leute dazu brächte, sich wirklich um die Gesellschaft, das heißt um die Generalversammlung zu kümmern, die Aktien zwei Monate vor derselben zu hinterlegen und denjenigen Aktien, welche tatsächlich hinterlegt würden, ein Benefizium zukommen ließe, indem man die Dividende z. B. mit 4 fl. 80 Kr. statt mit 5 fl. bestimmte und den deponierten Aktien außerdem 20 Kr. pro Stück zahlte; die nicht auszahlbaren Beträge würden zugunsten der Gesellschaft verfallen.“

Mayer meint also, daß mit der Befugnis der Zulassungsstelle, Papiere vom Börsenhandel ausschließen zu dürfen, hauptsächlich der Zweck verfolgt würde, heftige Kursschwankungen zu vermeiden. Dies erscheint nicht richtig, denn heftige Kursschwankungen können bei jedem Papier eintreten, und zwar unabhängig von den Dividendenschätzungen und ohne Einwirkung von seiten der Gesellschaftsorgane. In solchen Fällen würden also die Mayerschen Vorschläge ohne Wirkung sein. Außerdem kommt in Betracht, daß der indirekt erzwungene Stillstand des Börsenhandels während der zweimonatigen Hinterlegungsfrist die Fungibilität der Aktien stark beeinträchtigen und die Besitzer schwer schädigen würde. Allerdings ist es

höchst unwahrscheinlich, daß sich der Börsenhandel diesen Zwang gefallen lassen würde, vielmehr muß erwartet werden, daß bald Mittel und Wege gefunden würden, diese Bestimmungen zu umgehen und Lieferungstermin „per Wiedererscheinen“ zu stellen.

Doch es scheint, als ob Mayer von ganz falschen Voraussetzungen ausgegangen ist, denn mit der Streichung eines Papiers vom Kurszettel sind oft ganz andere Zwecke beabsichtigt als die von Mayer erwähnte Verhinderung heftiger Kursschwankungen. Im Grunde war bei der Gewährung des Rechts auf Streichung an die Zulassungsstelle der Gedanke ausschlaggebend, daß der Zulassungsstelle die Möglichkeit geboten werden müsse, sich selbst zu berichtigen, wenn nach der Zulassung Umstände bekannt würden, die ein Fernhalten des Papiers vom offiziellen Markt gerechtfertigt erscheinen ließen. Dieser Gedanke ist ganz natürlich und die Befugnis, ein Papier vom Kurszettel streichen zu dürfen, scheint ohne weiteres berechtigt, wenn auch nicht verhehlt werden darf, daß den Besitzern dadurch ein erheblicher Schaden entstehen kann. Allerdings dürften sie sich in den meisten Fällen am Emissionshaus schadlos halten können.

Aber auch in anderen Fällen als den ursprünglich beabsichtigten dürfte zuweilen das Recht der Zulassungsstelle in Anwendung zu bringen sein. Dies zeigt ein Beschluß der Berliner Zulassungsstelle vom 15. Januar 1913, wonach die Aktien der Seebeck-Schiffswerft, der Kjöbenhavns-Grundejerbank, der Höxter-Godelheim-Zementfabrik-Aktiengesellschaft und die Vorzugsaktien Lit. A. der Seutker Werkzeugmaschinenfabrik-Aktiengesellschaft in Liqu. mit Wirkung vom 1. Februar 1913 ab vom Börsenhandel ausgeschlossen wurden. Es handelte sich um solche Aktien, von denen nur noch eine ganz kleine Anzahl existierte, nachdem bei Gelegenheit von Sanierungen das Gros der Aktien einen anderen Charakter erhalten und die Börsenfähigkeit verloren hatte. Es wurden z. B. bei der Seebeck-Schiffswerft-Aktiengesellschaft und der Seutker Werkzeugmaschinenfabrik-Aktiengesellschaft Zuzahlungen beschlossen und die Aktien, auf die diese Zuzahlung geleistet wurde, in Vorzugsaktien umgewandelt, für die natürlich die Börsennotierung wegfiel. Weiter notiert oder doch notierbar blieben die Aktien, auf die eine Zuzahlung nicht geleistet worden war. Die Notierung

dieser Aktien wurde durch den Beschluß der Zulassungsstelle eingestellt. Ähnlich lagen die Verhältnisse bei den anderen erwähnten Papieren. Der Fall war demnach so, daß die Aktionäre, die Opfer für die Gesellschaft gebracht hatten, für ihre Werte, die meist Vorzugsaktien wurden, die Börsennotierung verloren und auf lange Zeit hinaus vom öffentlichen Markt ausgeschlossen waren. Die Aktionäre dagegen, die sich bei der Sanierung passiv verhalten hatten, behielten die Umsatzfähigkeit ihrer Werte.

Es kann aber nicht die Aufgabe der Zulassungsstelle sein, diese Besserstellung der einen Aktionärgruppe zu beseitigen und gewissermaßen das Aktienrecht zu korrigieren, vielmehr ist der Nachweis darüber nötig, daß sich beim börsenmäßigen Umsatz derartiger Aktien-Reste Übelstände ergeben haben. Ein solcher Nachweis ist oft leicht zu führen. Die Stammaktien der hier in Betracht kommenden Gesellschaften haben nämlich infolge der Vorschrift des Handelsgesetzbuches, daß bei wichtigen Beschlüssen der betreffenden Gesellschaften ihre Mitwirkung unentbehrlich ist, einen besonderen Wert. Es ist möglich, durch Ankauf eines relativ kleinen Betrages an Stammaktien maßgebenden Einfluß auf die Geschicke des Unternehmens zu gewinnen. Daher wurden häufig derartig kleine Restbestände der Stammaktien manipuliert, was zu Kurstreibereien, Kursanomalien, Erzielung von Sondervorteilen usw. führte. Ein solcher Mißbrauch der offiziellen Börsennotierung begründet sehr wohl das im Börsengesetz vorgesehene Recht der Zulassungsstellen auf Ausschluß bereits zugelassener Wertpapiere vom Börsenhandel. Allerdings ist erforderlich, daß derartige Beschlüsse erst gefaßt werden, nachdem sich aus den Erfahrungen des täglichen Geschäftsverkehrs an der Börse, die durch Nachfrage beim Börsenvorstand zu ermitteln sind, und aus dem, was über die Gesamtlage der betreffenden Aktiengesellschaft bekannt ist, ergeben hat, daß für die Notierung der in Frage kommenden kleinen Aktienbeträge kein Bedürfnis mehr vorliegt. Meistens wird jedoch vom Börsenvorstand selbst bei der Zulassungsstelle der Antrag auf Streichung derartiger Aktienreste gestellt werden.

Die Betrachtungen über die Tätigkeit der Zulassungsstelle können nicht abgeschlossen werden, ohne daß auf die Beschränkungen ihres Wirkungskreises hingewiesen wird. Bereits die Börsen-Enquete-Kommission hat sich mit den sogenannten

„unnotierten Werten“ beschäftigt. Damals spielte der Handel mit diesen Papieren jedoch keine so große Rolle, denn es wurden im sogenannten „freien Verkehr“ meist nur Wertpapiere umgesetzt, die früher oder später dem offiziellen Markt zugeführt werden sollten. Mit den Jahren hat sich dies Bild etwas geändert. Denn an einigen Börsenplätzen, so z. B. in Berlin und an den „Revierbörsen“ zu Essen, Düsseldorf und in Hannover, hat sich ein ziemlich umfangreicher Markt für unnotierte Werte gebildet, der namentlich in den letzten Jahren an Bedeutung zugenommen hat. Wenn diese auch nicht überschätzt werden soll, so muß doch darauf hingewiesen werden, daß hier ein Markt existiert, der sich zwar teilweise innerhalb des Börsengebäudes abspielt, den zu überwachen aber die Börsenorgane kein Recht haben und der auch nicht den Bestimmungen des Börsengesetzes unterliegt, sondern lediglich auf den Rechtsgrundlagen des Handelsgesetzbuches und des Bürgerlichen Gesetzbuches beruht.

Die an diesem Markt gehandelten Wertpapiere setzen sich zusammen aus den Kuxen der Kohlen- und Erzgewerkschaften, dem Gros der sogenannten Kaliwerte (Kuxe und Aktien) und einer Anzahl von Anteilen und Aktien von Kolonialgesellschaften. Die hier aufgezählten unnotierten Werte werden zumeist an Spezialmärkten umgesetzt, für die sich allmählich feststehende Normen, sogenannte Usancen, herausgebildet haben. Daneben besteht aber noch der eigentliche Markt für unnotierte Werte, der „freie Verkehr“, an dem eine kleinere Zahl von Aktien, Obligationen, Genußscheinen und Anteilen von Gesellschaften m. b. H. umgesetzt wird, dem es lange Zeit an jeglicher festeren Regel gefehlt hat.

Nun muß allerdings zugegeben werden, daß der Umfang des Geschäfts in unnotierten Werten meistens nicht sehr erheblich und fast nie ein regelmäßiger, längere Zeit hindurch andauernder Umsatz in einzelnen Werten zu beobachten ist. Trotzdem treten zeitweise Sonderfälle ein, in denen ein äußerst lebhafter Verkehr in diesen Werten stattfindet. Dies ist gewöhnlich der Fall, wenn infolge von Naturereignissen, z. B. Wasser einbrüchen usw., Streiks oder ähnlicher Begebenheiten die Verhältnisse bei den betreffenden Unternehmungen undurchsichtig sind und dadurch der Spekulation freies Feld gewährt wird. Solche Ereignisse treten besonders häufig ein, wenn sich die

Gruben noch im Bau befinden. Während dieser Zeit ist fast jede neue Nachricht über den Fortgang der Arbeiten von unerhörten Kursschwankungen begleitet, und gerade sie sind es, die das auf diesem Markt tätige Publikum zu immer neuen und immer größeren Geschäften verlocken.

Dies alles sind Momente, die das Risiko für das Publikum ganz erheblich vergrößern, zumal da zu den unnotierten Werten in der Mehrzahl keine erstklassigen Papiere gehören, sie vielmehr im großen und ganzen Werte repräsentieren, „die man als ‚Auschuß‘ des Aktienmarktes bezeichnen kann“¹⁾.

Das regere Geschäft, das sich in den letzten Jahren in diesen Werten entwickelt hat, ist wohl hauptsächlich auf das Entstehen von Firmen zurückzuführen, die den Handel mit unnotierten Werten als Spezialität pflegen und ihn durch besondere Einrichtungen, wie Herausgabe von Preislisten, die den Kurszetteln nachgebildet sind, telegraphische und telephonische Nachrichtenübermittlung über die Wertveränderungen der betreffenden Papiere und ähnliches, zu fördern suchen. Die Belebung des Geschäfts in unnotierten Werten hat immer mehr die Notwendigkeit einer festeren Grundlage für den Handel in ihnen erkennen lassen, denn die Verschiedenheit der Gebräuche an den einzelnen Börsenplätzen für den Handel in gleichen Wertpapieren hatte sehr häufig zur Folge, daß sich der eine oder andere Teil der Kontrahenten übervorteilt glaubte. Die an den Börsen bestehenden Schiedsgerichte lehnten mit vollem Recht jegliche Entscheidung ab, selbst wenn sie von beiden Teilen zu einem Schiedsspruch aufgefordert wurden. Um die allergrößten Härten, die der Handel in unnotierten Werten in sich schließt, zu beseitigen, hat der Zentralverband des Deutschen Bank- und Bankiergewerbes „Usancen für den Handel in amtlich nicht notierten Werten“, die seit dem 2. Januar 1913 in Kraft sind, ausarbeiten lassen.

Nun darf nicht verhehlt werden, daß diese Usancen, so gut sie gemeint sind, doch nur als Notbehelf angesehen werden können. Denn irgend welche Verpflichtung besteht für niemand, sich nach diesen Bestimmungen zu richten, und es kann jedermann ausdrücklich oder stillschweigend gegen sie verstoßen. Andererseits erscheint es verfrüht, den ganzen für eine Änderung des

¹⁾ Pinner, Unnotierte Werte, in „Die Bank“, Heft 9, 1912.

Börsengesetzes im Sinne einer Ausdehnung seiner Bestimmungen auf unnotierte Werte notwendigen Apparat in Bewegung setzen zu wollen. Die Frage jedoch, ob die Prospektpflicht und damit die Haftung des Emissionshauses auch auf unnotierte Werte übertragen werden soll, wie sie gelegentlich der Börsenenquete vorgeschlagen wurde, erscheint heute nicht so undiskutabel wie vor 20 Jahren. Auch ein Verbot seitens der Börsenbehörden, bestimmte derartige Papiere im Börsengebäude zu handeln, als ein Zeichen, daß die gesunde Spekulation mit den geschilderten Geschäften nichts gemein haben will, dürfte in manchen Fällen erwägenswert sein.

6. Zusammenfassung und Vorschläge zum Ausbau.

Inwieweit erfüllt die Zulassungsstelle die ihr zugewiesenen Aufgaben, d. h. inwieweit werden die den Papieren innewohnenden Sicherheiten deutlich zum Ausdruck gebracht und es dadurch jedermann ermöglicht zu beurteilen, ob ein Wertpapier den für ihn maßgebenden Anforderungen entspricht? Inwieweit ist ferner der bei der Schaffung des Börsengesetzes verfolgte Zweck, unsolide Emissionen vom Börsenhandel fernzuhalten und Emissionen möglichst zu verhindern, bei denen kein Antrag auf Zulassung der betreffenden Wertpapiere zum Börsenhandel gestellt ist, durch die Zulassungsstelle erfüllt worden?

Was die Information des Publikums anbetrifft, so muß ohne weiteres zugegeben werden, daß sie mit der Zeit bedeutend besser geworden ist. Ganz besonders gilt dies von den Ausführungen im Prospekt. Früher war das große Heer der kleinen Kapitalisten in der Beurteilung der einzelnen Werte einzig und allein auf „das Urteil der Spekulation“ angewiesen, von der ganz allgemein eine richtige Einschätzung der Bonität des Unternehmens erwartet wurde, deren Unterlage für die Bewertung der Effekten aber oft wenig objektive Äußerungen von beteiligter Seite waren. Auch der „Prospekt“, der später üblich wurde, bot wenig zuverlässiges Material für eine Prüfung der Unterlagen des Wertpapiers, Mit dem Entstehen der Zulassungsstelle wurde das anders. Anfangs mußte sich die neue Institution allerdings darauf beschränken, die größten Verstöße gegen Treu und Glauben aus dem Prospekt auszumerzen. Mit der Zeit konnten die Be-

fugnisse der Zulassungsstelle jedoch ausgedehnt werden, und sie setzte Bestimmungen darüber fest, was der Prospekt enthalten sollte. Wenn diese Befugnis ihr mit dem Entstehen des Börsengesetzes anscheinend genommen ist, so hat sie doch auf die vom Bundesrat zu erlassenden diesbezüglichen Bestimmungen insofern großen Einfluß, als sie allein wirklich angeben kann, welche Bedingungen notwendig und welche überflüssig sind, und aus diesem Grunde gutachtlich gehört wird. Ferner kommt in Betracht, daß die Bestimmungen des Bundesrats die Minimalgrenze der Anforderungen an den Prospekt darstellen und deshalb auf seine wirkliche Gestaltung die Zulassungsstelle den maßgebenden Einfluß ausüben kann.

Die neuen Bestimmungen des Bundesrats über die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel haben in richtiger Erkenntnis dieser Funktion der Zulassungsstelle deren Machtsphäre wesentlich erweitert, indem neue materielle Ablehnungsgründe geschaffen wurden. Der Bundesrat wollte offenbar damit dokumentieren, daß die Aufgabe der Zulassungsstelle durchaus nicht damit erledigt ist, für die Beobachtung rein äußerlicher Formalitäten zu sorgen, und sie nicht etwa ein Wertpapier zum Börsenhandel zulassen sollte, wenn alles nach Schema F Gewünschte in Ordnung ist, die wirklichen Unterlagen für die Effekten aber eher alles andere als sicher sind. Bis jetzt hat es die Zulassungsstelle im großen und ganzen, von einzelnen Fällen abgesehen, verstanden, ihrer Verantwortlichkeit dem Publikum gegenüber nachzukommen, zugleich aber auch eine Überspannung ihrer Befugnisse zu vermeiden.

Bei alledem darf aber nicht verhehlt werden, daß sich trotz des guten Willens der Zulassungsstelle Mißstände eingestellt haben, die beseitigt werden müssen. Es sei nur an die Einführung der Wertpapiere in den Börsenhandel erinnert. Während die Zulassung der Wertpapiere zum Börsenhandel und der Börsenhandel selbst eingehend durch gesetzliche Bestimmungen geregelt sind, ist über die Einführung selbst nichts Näheres im Gesetz vorgeschrieben, als über den Zeitpunkt, wann sie frühestens erfolgen darf.

Die Einführung der Wertpapiere kann auf zwei Arten erfolgen, nämlich erstens, es geht ihr eine öffentliche Subskription voran, und zweitens ohne eine solche öffentliche Subskription.

Im ersten Falle suchen sich die Emissionsstellen aus der Menge der einlaufenden Subskriptionen die ihnen genehmen Zeichner aus. Die Erfahrung hat nämlich gelehrt, daß eine vollkommen gleichmäßige Zuteilung auf die Zeichnungen die dauernde Unterbringung (Klassierung) der ausgegebenen Werte erschwert. Diese Erschwerung hat ihren Grund darin, daß sich bei der Subskription insbesondere von dividendentragenden Papieren und Rentenwerten, soweit sie einen spekulativen Charakter tragen, Konzertzeichner einstellen, d. h. Anmeldungen befinden, die aus spekulativen Absichten gemacht wurden, wobei der Zweck verfolgt wird, die zuteilten Papiere bald nach der Börseneinführung mit einem Agio zu verkaufen.

Sobald die Emissionshäuser die Zuteilungen auf die eingelaufenen Anmeldungen bewirkt haben, und nachdem die Zulassung erfolgt ist, findet die Einführung an der Börse statt, und zwar in der Art, daß der Börsenvorstand die Kursmakler beauftragt, fortan Geschäfte in diesen Papieren zu vermitteln.

Mit der zweiten Art der Börseneinführung ist eine Zeichnung nicht verbunden, vielmehr erfolgt die Einführung in den offiziellen Börsenmarkt derart, daß nach erfolgter Genehmigung der Zulassung zur Börse an einem von der Emissionsbank festgesetzten Tage eine erste Notierung der Werte versucht wird. Die Notiz kommt dann rein formell betrachtet nach dem Gesetz von Angebot und Nachfrage zustande, in Wirklichkeit aber durch eine von seiten der Emissionsbank einseitig stark beeinflusste Auktion, indem sie, die alleinige Besitzerin der Werte, dem Makler mitteilt, daß sie einen bestimmten Betrag zu einem bestimmten Kurse zum Verkauf stellt. Bei dieser Art der Börseneinführung haben sich in den letzten Jahren einige Übelstände eingeschlichen, deren Beseitigung verlangt werden muß.

Zur Illustration mag ein Vorfall herangezogen werden, der sich im Juli 1912 ereignet hat. Es wurden damals 1 800 000 Mark Aktien der Aktiengesellschaft vormals H. Meinecke an der Breslauer und an der Berliner Börse zugelassen. Für die Einführung war der zweite der oben gekennzeichneten Wege gewählt worden. Es sollten die Aktien nach dem Willen der beteiligten Bank zu einem Kurs von 137½ Prozent zur Notierung gelangen. Eine Notiz konnte jedoch nicht zustande kommen, obwohl nur eine Nachfrage von 300 000 Mark zu verzeichnen

war, denn die Bank hatte nur 75 000 Mark zur Verfügung gestellt. Am folgenden Tage wiederholte sich dasselbe Bild, obgleich die Bank nunmehr 125 000 Mark Aktien anbot. Erst am dritten Tage konnten 160 000 Mark zu einem Kurs von 148 Prozent umgesetzt werden. Die Bank hatte also $10\frac{1}{2}$ Prozent Agio mehr verdient, als wenn der zuerst genannte Kurs von $137\frac{1}{2}$ Prozent zustande gekommen wäre¹⁾.

Derartige Vorkommnisse könnten dadurch verhindert werden, daß die Zulassungsstelle von der Emissionsbank verlangt, im Prospekt den Mindestumsatz und den Kurs, zu dem die Einführung geschehen soll bekanntzumachen. Daß die Zulassungsstelle zu einer derartigen Maßnahme berechtigt ist, geht ohne weiteres aus ihrer Pflicht, für eine genügende Information des Publikums zu sorgen, hervor. Denn für den Privatkapitalisten ist es wichtig, zu wissen, zu welchem Preise er ein Papier kaufen kann. Aber nicht nur der Kurs muß angegeben werden, sondern auch das Mindestangebot, damit sich jeder Interessent selbst ein Urteil über die Möglichkeit einer Kursfeststellung bilden kann. Der Zulassungsstelle einen Einfluß auf die Höhe des Einführungskurses zu gewähren, kann im allgemeinen nicht als angebracht gelten. Wohl aber muß die Zulassungsstelle den Kurs genau beachten, um zu beurteilen, ob nicht eine offensichtliche Übervorteilung in einem zu hohen Kurs liegt. In einem solchen Falle müßte die Zulassung verweigert werden, denn nach § 14 der Bekanntmachung des Reichskanzlers vom 4. Juli 1910 muß ein Antrag auf Zulassung abgelehnt werden, „wenn der Zulassung wichtige wirtschaftliche Bedenken entgegenstehen, oder wenn der Zulassungsstelle Umstände bekannt sind, die eine erhebliche Benachteiligung der Erwerber der Wertpapiere oder eine

¹⁾ In Wirklichkeit dürfte gar nicht die Absicht bestanden haben, den ersten Kurs auf $137\frac{1}{2}$ % zu normieren, denn wenn eine Bank auf Grund eines Prospektes über 1 800 000 Mark Aktien nur 75 000 Mark dem Markt zur Verfügung stellt, so weiß sie — normale Zeiten vorausgesetzt —, daß bei einem so geringen Angebot die Nachfrage nicht befriedigt oder, anders ausgedrückt, ein Kurs nicht festgestellt werden kann. Der Kurs von $137\frac{1}{2}$ % scheint vielmehr dazu bestimmt gewesen zu sein, die Verantwortung der Bank zu mildern. Denn wenn sich später der wirkliche erste Kurs, in diesem Falle 148 %, als zu hoch erweisen und ein stärkerer Rückschlag eintreten sollte, so würde sich die Bank Kritikern gegenüber auf ihre ursprüngliche „Absicht“, die Papiere zu einem weit niedrigeren Kurs einzuführen, berufen.

Gefährdung erheblicher allgemeiner Interessen befürchten lassen.“ Nun kann eine Benachteiligung der Erwerber von Wertpapieren häufig nicht so sehr in der Emission des Wertpapiers an sich liegen als vielmehr gerade in einem zu hohen Kurse. Denn es kann ein Wertpapier, das bei einem Kurs von 150 % als gut bezeichnet werden muß, bei 300 % mehr Verlustmöglichkeiten in sich schließen, als ein schlechtes Effekt, das zu 100 % erworben wird.

Eine weitere, sehr häufig zu beobachtende Erscheinung ist, daß nach erfolgter Zulassung einer Aktie zum Börsenhandel die Dividende zurückgeht. Wenn das Minderergebnis einer Aktiengesellschaft in einem solchen Fall in einer ungünstigen Konjunktur oder in sonstigen unvorherzusehenden Umständen begründet ist, so kann niemandem ein Vorwurf gemacht werden. Meistens liegen die Verhältnisse aber anders. Um eine gute Einführung, das heißt einen hohen Agiogewinn zu erzielen, wird sehr häufig in dem der Zulassung vorausgehenden Jahre eine Dividende gezahlt, die in Wirklichkeit nicht verdient worden ist, sondern durch Kürzung der Abschreibungen und Rücklagen nur rechnungsmäßig ausgewiesen werden konnte. Die natürliche Folge einer solchen Manipulation ist sehr häufig, daß im darauffolgenden Rechnungsabschluß, wenn wieder die erforderlichen Abschreibungen vorgenommen werden müssen, ein Gewinnrückgang ausgewiesen wird.

Es unterliegt keinem Zweifel, daß hier eine Täuschung des Publikums beabsichtigt ist, und daß die Zulassungsstelle das Recht, ja sogar die Pflicht hat, das Publikum durch eine diesbezügliche Bemerkung im Prospekt auf ungenügende Abschreibungen und Rückstellungen aufmerksam zu machen. Ganz besonders dürfte es sich empfehlen, auf die Rückstellungen der Unternehmungen zu achten, deren Erträgnis von der Mode oder der Konjunktur in starkem Maße abhängig ist. Diesen Gesellschaften müßte eine verstärkte Rückstellung zur Pflicht gemacht und ganz besonders von ihnen verlangt werden, daß sie einmalige Konjunkturgewinne nicht zu Dividendenerhöhungen verwenden.

Wenig vorteilhaft schneidet die Zulassungsstelle bei dem nunmehr näher zu erörternden Punkt ab, inwieweit der bei der Schaffung des Börsengesetzes verfolgte Zweck, unsolide Emissionen

nach Möglichkeit vom Börsenhandel fernzuhalten und Emissionen zu verhindern, bei denen kein Antrag auf Zulassung der betreffenden Wertpapiere zum Börsenhandel gestellt ist, durch die Zulassungsstelle erfüllt wird.

Aus den vorausgehenden Ausführungen ist erkenntlich, daß die zum Börsenhandel zugelassenen Wertpapiere infolge der seitens der Zulassungsstelle vom Emittenten verlangten Materialien gegen früher, als derartige Anforderungen nicht gestellt wurden, einer schärferen Kritik standhalten können. Die genauere Prüfung der Unterlagen des zum Börsenhandel beantragten Papiers von seiten der Zulassungsstelle ist die hauptsächlichste Ursache, daß mit Erfolg versucht wurde, Papiere unter Umgehung der Zulassungsstelle beim Publikum unterzubringen.

Die erstere größere Emission, abgesehen von den Emissionen deutscher Staatsanleihen und diesen ähnlichen Papieren, bei der das Publikum zur Zeichnung auf die Anleihe eingeladen wurde, bevor der Antrag auf Zulassung des Papiers zur Börse gestellt war, ist die bereits früher erwähnte türkische Anleihe vom Jahre 1905 gewesen. Gegen diesen Weg, den das Emissionshaus, die Deutsche Bank, damals einschlug, wird sich in dem speziellen Fall kaum etwas einwenden lassen, denn türkische Werte wurden an der Berliner Börse schon seit langer Zeit notiert, und die Qualität der Anleihe von 1905 wich nicht wesentlich von der der älteren ab. (Trotzdem setzte, wie gezeigt wurde, die Zulassungsstelle später eine noch bessere Verpfändung durch.) Im besonderen war zu berücksichtigen, daß das Emissionshaus für sein Vorgehen Gründe anführte, die sehr wohl als stichhaltig angesehen werden müssen. Kurz vor der Aufnahme der türkischen Anleihe schwebten nämlich Verhandlungen zwischen einem deutschen Bankenkonsortium und der japanischen Regierung zwecks Aufnahme einer äußeren japanischen Anleihe. Diese Verhandlungen scheiterten, und zwar, wie die Banken erklärten, deswegen, weil die Erledigung aller jener Formalitäten, die die Zulassungsstelle der Berliner Börse verlangte, die Emission der Anleihe zu sehr verzögert hätte.

Bei einer ähnlichen Gelegenheit, der Emission der 4½prozentigen Anleihe der Provinz Buenos Aires vom Jahre 1910, äußerte sich ein Bankfachmann eingehend zu diesem Thema. Die „Frankfurter Zeitung“ hatte anlässlich dieses Falles aus-

geführt, daß eine Emission vor der Zulassung nur in den Fällen begründet erscheine, in denen eine internationale Zeichnung vorgenommen werde, so daß die deutschen Emittenten, falls sie allein warten wollten, bis die Zulassung erfolgt ist, unter Umständen längere Zeit hinter den durch derartige Rücksichten nicht gebundenen ausländischen Kontrahenten zurückstehen würden. Der an der Emission beteiligte Bankier machte folgende Ausführungen¹⁾:

„Ausschlaggebend für den jetzigen Zeitpunkt der Subskription ist der Umstand, daß die deutschen Banken, wenn sie nicht in der Lage sind, wie die französischen und englischen Kollegen, derartige Anleihen rasch abzuwickeln, bei der Konkurrenz um derartige Geschäfte immer mehr ins Hintertreffen geraten.

Beinahe das wesentlichste Hindernis für uns aber sind die Bestimmungen für die Zulassung an deutschen Börsen. Um alle die vorgeschriebenen Formalien zu erledigen, die hierfür in Frage kommen, braucht man bei überseeischen Anleihen Monate, da nicht nur alle Unterlagen in beglaubigter Form von drüben zu beschaffen sind, sondern die in spanischer Sprache abgefaßten, meist umfangreichen Dokumente hier wieder übersetzt werden müssen. Kommen dann, wie es meistens der Fall ist, wegen irgend welcher Formalien noch Rückfragen seitens der Zulassungsstelle, so vergeht wiederum längere Zeit, ehe diese von drüben beantwortet werden können.

Würden unsere Banken die ganze Zeit über auf ihrem Engagement sitzen bleiben, so würde dies eine ungebührliche Belastung des Konsortial- und Effektenkontos bedeuten, und dies wird gerade der „Frankfurter Zeitung“, die mit Recht stets einen möglichst liquiden Status fordert, nicht erwünscht erscheinen, dann aber auch werden die Banken während der Zeit eines solchen langen Engagements für neue Geschäfte weniger frei sein.

Wenn nun zu befürchten wäre, daß das Publikum eine Anleihe erwirbt, die möglicherweise überhaupt nicht zur Notiz gelangen könnte, so würde ich selbstverständlich mit Ihnen die Subskription vor erfolgter Zulassung für unerwünscht halten. Es versteht sich aber ganz von selbst, daß wir natürlich nur solche Anleihen zur öffentlichen Subskription auflegen, an deren

¹⁾ „Frankfurter Zeitung“ vom 11. August 1910, erstes Morgenblatt.

Zulassung gar nicht zu zweifeln ist. Bei ausländischen Anleihen nehmen wir selbstverständlich stets an maßgebender Stelle hinsichtlich der Zulassung vor Abschluß Fühlung...“

Es muß ohne weiteres zugegeben werden, daß der Abschluß internationaler Finanzgeschäfte nicht wegen der vielleicht in dieser Beziehung zu schwerfällig arbeitenden Zulassungsstelle scheitern darf; daß aber auch die hier erwähnte Fühlungnahme selbst von angesehenen Emissionshäusern nicht immer genommen wird, zeigt der Fall der bereits erwähnten bulgarischen Anleihe von 1910. Aber selbst wenn dieser Einwand nicht gemacht wird, so muß darauf hingewiesen werden, daß, wie es in den letzten Jahren vielfach zu beobachten war, bei der Emission ausländischer Anleihen von den Banken nicht genug Rücksicht auf die Kapitalbedürfnisse der eigenen Volkswirtschaft genommen wird. Darum muß gefordert werden, daß die Entscheidung über die Emission ausländischer Anleihen nicht allein den privatwirtschaftlichen Interessen der Banken überlassen bleibt, die das Interesse der Allgemeinheit nur soweit berücksichtigen, als es sich mit dem ihrigen deckt. Eine Kontrolle ist, das haben namentlich die drei letzten Jahre bewiesen, unbedingt erforderlich, und zwar eine Kontrolle, bei der die Emissionen vom volkswirtschaftlichen Standpunkt aus beurteilt werden. Vor allem kommt eine Rücksichtnahme auf die Lage des heimischen Geldmarktes in Betracht, wie sie bereits früher erwähnt worden ist.

Es entsteht nun die Frage, wer eine solche verantwortungsvolle Kontrollfunktion ausüben soll.

Die Berliner Zulassungsstelle mit diesem Amt zu betrauen, erscheint nicht ohne weiteres zugänglich, zumal da deren Mitglieder bei der großen Anzahl der Anträge auf Zulassung schon jetzt mit Arbeit überlastet sind¹⁾. Weiter könnte neben einer eventuellen Neubildung der Zentralausschuß der Reichsbank in Betracht kommen. Wie die endgültige Lösung dieser Frage auch ausfallen sollte, eines erscheint sicher, daß die Regierung sich nicht gänzlich von einem Zusammenarbeiten mit dieser Zentralzulassungsstelle freimachen könnte. Dies bezieht sich besonders auf Mitteilungen über die eigenen Ansprüche an den Kapitalmarkt,

¹⁾ Im Jahre 1913 sind in Berlin 153 Zulassungsanträge eingegangen gegen 230 im voraufgegangenen Jahre.

aber auch auf Bekanntgabe etwaiger der Emission entgegenstehender politischer Bedenken.

Die Aufgabe einer solchen Zentralzulassungsstelle wäre vor allem, die Frage zu entscheiden, ob bei den herrschenden wirtschaftlichen und politischen Verhältnissen und der Verfassung des Geld- und Kapitalmarktes eine ausländische Anleihe mit dem Interesse der Volkswirtschaft in Einklang zu bringen ist. Die Frage der Sicherheit der betreffenden Anleihe hätte die Zentralstelle, wenn überhaupt, so doch nur in zweiter Linie zu beschäftigen. Vor allem käme es darauf an, den Banken auf ihre Frage, ob die Aufnahme der ausländischen Anleihe in Deutschland opportun erscheint oder nicht, möglichst umgehend zu antworten.

Eine derartige Kontrollstelle hätte natürlich auf die Entscheidung über die Zulassung der Papiere zum Börsenhandel keinen Einfluß. Sie soll lediglich bezwecken, daß keine ausländischen Emissionen in Deutschland vorgenommen werden zu Zeiten, in denen die Interessen der deutschen Volkswirtschaft mit derartigen Geschäften nicht vereinbar sind.

Wenn somit die Organisation der Zulassungsstelle hinsichtlich der Entscheidung über die Zuführung ausländischer Anleihen zum deutschen Kapitalmarkt eine Ergänzung bedarf, ist nunmehr zu untersuchen, ob die Organisation der Zulassungsstelle für inländische Emissionen noch zeitgemäß ist. Bei Schaffung des Börsengesetzes war beabsichtigt, es möglichst zu verhindern, daß Effekten beim Publikum untergebracht werden könnten, die nicht vorher zum Handel an einer deutschen Börse zugelassen wären. Dieser Zweck ist nicht erreicht. Namentlich in den letzten Jahren machte sich bei vielen Emissionen das Bestreben geltend, ähnlich wie bei der Aufnahme ausländischer Anleihen auch bei Emissionen für inländische Gesellschaften die Zulassungsstelle zu umgehen. Um den Kapitalisten etwas entgegenzukommen, wird in den Emissionsprospekt ein Passus aufgenommen, der etwa folgendermaßen lautet: „Die Zulassung der vorstehenden Anleihe bei der Börse zu X wird demnächst beantragt werden.“ Dabei ist natürlich keine Garantie dafür gegeben, ob die Zulassung wirklich genehmigt wird.

Diese Gepflogenheit der Banken ist durchaus zu verurteilen. Denn hier trifft nicht ein einziger von den Gründen zu, die der Bankfachmann in der „Frankfurter Zeitung“ für die Emission

fremder Anleihen vor der Zulassung anführte. Außerdem ist auch gar kein stichhaltiger Grund dafür ersichtlich, daß die Emissionen nicht so lange unterbleiben könnten, bis die Zulassungsstelle ihre Entscheidung getroffen hätte. Es ist sogar vorgekommen, daß eine Anleihe vor der Zulassung zur Zeichnung aufgelegt wurde, die bereits 10 Jahre vorher von der Generalversammlung beschlossen worden war.

Wenn die Praxis der Banken, die Emissionen vor der Zulassung beim Publikum unterzubringen, auch nicht als eine Umgehung des Börsengesetzes bezeichnet werden soll, so muß doch klar zum Ausdruck gebracht werden, daß sie mit der Absicht des Gesetzgebers nicht in Einklang zu bringen ist. Natürlich ist für die Banken dies Geschäft äußerst bequem. Sie sind nicht im geringsten durch die Schutzmaßregeln, die das Gesetz zum Wohle des Publikums geschaffen hat, behindert, sie brauchen in den Emissionsprospekt nur das aufzunehmen, was sie für die Information der Käuferkreise für nötig halten, und unterliegen nur der Regreßpflicht, wenn sie falsche Mitteilungen gemacht oder wissentlich Tatsachen verschwiegen haben, die sie bei der Beobachtung kaufmännischer Vorsicht wissen mußten. Wenn dann nach erfolgter Emission die Zulassung beantragt wird und die Zulassungsstelle zu der Überzeugung kommt, die Papiere vom Börsenhandel fernhalten zu müssen, dann sind nicht die Banken, welche die Papiere ganz oder zum Teil abgestoßen haben, die Geschädigten, sondern die Käufer haben das Nachsehen.

Mit der Emission vor der Zulassung sind wir wieder auf einen Standpunkt angekommen, den wir vor der Bildung der Zulassungsstelle in den 1870er Jahren innehatten. Praktisch besteht nur insofern ein Unterschied, daß damals die Zeichner die Gewißheit hatten, die Papiere würden später an der Börse gehandelt werden, während sich der Käufer heute lediglich im Vertrauen auf den „Emissionskredit“ der Bank der Hoffnung hingeben kann, die Papiere werden schon zugelassen werden. Es ist angebracht, mit Verhinderungsmaßregeln der Emission vor der Zulassung nicht so lange zu warten, bis sich eine Gepflogenheit eingebürgert hat, die nicht den Absichten des Gesetzgebers entspricht, nicht im Interesse der Volkswirtschaft und nicht im Interesse der Börse liegt, sondern einzig und allein der

Abwälzung eines Risikos von den Banken auf eine große Menge von Privatkapitalisten dient.

Es könnte die Frage aufgeworfen werden, ob eine solche Verhinderung ein Eingriff in die freie Geschäftsführung der Banken darstellt. Diese Frage ist zu verneinen. Denn mit demselben Recht könnte auch gesagt werden, daß die jetzigen Bestimmungen des Börsengesetzes in die freie Geschäftsführung eingreifen, weil doch der Gesetzgeber die Absicht hatte, derartige Geschäfte zum Schutze des Publikums vor Übervorteilung zu verhindern. Sieht er sich nun in seinem Vorhaben getäuscht, so ist es nicht mehr als recht und billig, daß diese Täuschung anerkannt und eine Korrektur des Gesetzes vorgenommen wird. Diese müßte sich in der Richtung bewegen, daß bei inländischen Anleihen sämtliche Prospekte vor der Emission geprüft werden müssen. Sobald dies nicht geschieht, müßte innerhalb der nächsten 10 Jahre eine Börsennotiz für inländische Werte unmöglich sein. Bei ausländischen Anleihen hätte die Zentralzulassungsstelle über die Öffnung des deutschen Kapitalmarktes zu entscheiden. Daß diese Forderungen keine besondere Belastung der Banken sein können, geht daraus hervor, daß fast immer die Börsennotiz beabsichtigt ist. Ferner entspricht es der Billigkeit, daß derjenige, der sich an den öffentlichen Markt wendet, der Öffentlichkeit gegenüber die Verpflichtung übernimmt, eine Kontrolle derjenigen Institution zu ermöglichen, die zum Schutze des Publikums geschaffen worden ist, und die sich bisher in ihrer Wirksamkeit im großen und ganzen bewährt hat.

Wenn somit das allgemeine Urteil über die Zulassungsstelle lauten muß, daß ihre Wirksamkeit für die deutsche Volkswirtschaft günstige Folgen gezeitigt hat, so darf doch nicht verkannt werden, daß sie in mancher Hinsicht der Fortbildung und des Ausbaues bedarf, um alle mit ihrer Schaffung verbundenen Absichten verwirklichen zu können.

Bei der Weiterbildung der Rechte und Pflichten der Zulassungsstelle ist darauf zu achten, daß die Machtsphäre dieser Institution auf die bei der Zulassung und wohl auch bei der Einführung von Wertpapieren zum Börsenhandel sowie die unmittelbar hiermit zusammenhängenden Geschäfte beschränkt bleibt. Wird die Tätigkeit der Zulassungsstelle über diesen Geschäftskreis ausgedehnt, so schließt diese Erweiterung der

der Zulassungsstelle zustehenden Aufgaben große Gefahren in sich. Die Zulassungsstelle bliebe damit nicht ein Börsenorgan zum Schutz vor Übervorteilung beim Erwerb neu an die Börse gebrachter Wertpapiere, sondern es würde die Gefahr bestehen, daß sie zu einer Institution auswächst, die mit Diktatorengewalt den Vorständen von Gesellschaften in Aktienform gegenüberstehe und eine Kontrolle über den größten Teil des wirtschaftlichen Lebens ausübe.

Anhang.

I. Die Bestimmungen über die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel nach dem Börsengesetz von 1896.

§ 36. Die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel erfolgt an jeder Börse durch eine Kommission (Zulassungsstelle), von deren Mitgliedern mindestens die Hälfte aus Personen bestehen muß, welche nicht ins Börsenregister für Wertpapiere eingetragen sind.

Von der Beratung und Beschlußfassung über die Zulassung eines Wertpapiers zum Börsenhandel sind diejenigen Mitglieder ausgeschlossen, welche an der Einführung dieses Wertpapiers in den Börsenhandel beteiligt sind; für die ausscheidenden Mitglieder sind Stellvertreter nach näherer Bestimmung der Börsenordnung zu berufen.

Die Zulassungsstelle hat die Aufgabe und die Pflicht:

- a) die Vorlegung der Urkunden, welche die Grundlage für die zu emittierenden Wertpapiere bilden, zu verlangen und diese Urkunden zu prüfen;
- b) dafür zu sorgen, daß das Publikum über alle zur Beurteilung der zu emittierenden Wertpapiere notwendigen tatsächlichen und rechtlichen Verhältnisse soweit als möglich informiert wird, und bei Unvollständigkeit der Angaben die Emission nicht zuzulassen;
- c) Emissionen nicht zuzulassen, durch welche erhebliche allgemeine Interessen geschädigt werden, oder welche offenbar zu einer Übervorteilung des Publikums führen.

Die Zulassungsstelle darf die Emission ohne Angabe von Gründen ablehnen. Im übrigen werden die Bestimmungen über die Zusammensetzung der Zulassungsstelle sowie über die Zulässigkeit einer Beschwerde gegen deren Entscheidungen durch die Börsenordnungen getroffen. Die Zulassungsstelle ist befugt, zum Börsenhandel zugelassene Wertpapiere von demselben auszuschließen.

Die Zulassung deutscher Reichs- und Staatsanleihen darf nicht versagt werden.

§ 37. Wird von der Zulassungsstelle einer Börse der Antrag auf Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel abgelehnt, so hat die Zulassungsstelle den Vorständen der übrigen deutschen Börsen für Wertpapiere Mitteilung zu machen. Dabei ist anzugeben, ob die Ablehnung mit Rücksicht auf örtliche Verhältnisse oder aus anderen Gründen erfolgt

ist. Im letzteren Falle darf die Zulassung von einer anderen Börse nur mit Zustimmung derjenigen Stelle erteilt werden, welche die Zulassung abgelehnt hat.

Der Antragsteller hat anzugeben, ob das Gesuch um Zulassung bereits bei einer anderen Börse eingereicht ist oder gleichzeitig eingereicht wird. Ist dies der Fall, so sollen die Wertpapiere nur mit Zustimmung der anderen Zulassungsstelle zugelassen werden.

§ 38. Nach Einreichung des Antrages auf Zulassung von Wertpapieren ist derselbe von der Zulassungsstelle unter Bezeichnung der Einföhrungsfirma, des Betrages sowie der Art der einzuföhrenden Wertpapiere zu veröfentlichen. Zwischen dieser Veröfentlichung und der Einföhrung an der Börse muß eine Frist von mindestens sechs Tagen liegen.

Vor der Zulassung ist, sofern es sich nicht um deutsche Reichs- oder Staatsanleihen handelt, ein Prospekt zu veröfentlichen, welcher die für die Beurteilung des Wertes der einzuföhrenden Papiere wesentlichen Angaben enthält. Das gleiche gilt für Konvertierungen und Kapitalerhöhungen. Der Prospekt muß den Betrag, welcher in den Verkehr gebracht, sowie den Betrag, welcher vorläufig vom Verkehr ausgeschlossen werden soll, und die Zeit, für welche dieser Ausschluß erfolgen soll, ersichtlich machen.

Für Schuldverschreibungen, bezüglich deren das Reich oder ein Bundesstaat die volle Garantie übernommen hat, und für Schuldverschreibungen kommunaler Körperschaften und kommunalständischer Kreditinstitute sowie der unter staatlicher Aufsicht stehenden Pfandbriefanstalten kann die Landesregierung von der Verpflichtung zur Einreichung eines Prospektes entbinden.

§ 39. Die Zulassung von Aktien eines zur Aktiengesellschaft oder zur Kommanditgesellschaft auf Aktien umgewandelten Unternehmens zum Börsenhandel darf vor Ablauf eines Jahres nach Eintragung der Gesellschaft in das Handelsregister und vor der Veröfentlichung der ersten Jahresbilanz nebst Gewinn- und Verlustrechnung nicht erfolgen. In besonderen Fällen kann diese Frist von der Landesregierung ganz oder teilweise erlassen werden.

Die Zulassung von Anteilscheinen oder staatlich nicht garantierten Obligationen ausländischer Erwerbsgesellschaften ist davon abhängig, daß die Emittenten sich auf die Dauer von fünf Jahren verpflichten, die Bilanz sowie die Gewinn- und Verlustrechnung jährlich nach Feststellung derselben in einer oder mehreren von der Zulassungsstelle zu bestimmenden deutschen Zeitungen zu veröfentlichen.

§ 40. Für Wertpapiere, welche zur öfentlichen Zeichnung aufgelegt werden, darf vor beendeter Zuteilung an die Zeichner eine amtliche Feststellung des Preises nicht erfolgen. Vor diesem Zeitpunkt sind Geschäfte von der Benutzung der Börseneinrichtungen ausgeschlossen und dürfen von den Kursmaklern nicht notiert werden. Auch dürfen für solche Geschäfte Preislisten (Kurszettel) nicht veröflicht oder in mechanisch hergestellter Vervielfältigung verbreitet werden.

§ 41. Für Wertpapiere, deren Zulassung zum Börsenhandel verweigert oder nicht nachgesucht ist, darf eine amtliche Feststellung des

Preises nicht erfolgen. Geschäfte in solchen Wertpapieren sind von der Benutzung der Börseneinrichtungen ausgeschlossen und dürfen von den Kursmaklern nicht vermittelt werden. Auch dürfen für solche an der Börse abgeschlossenen Geschäfte Preislisten (Kurszettel) nicht veröffentlicht oder in mechanisch hergestellter Vervielfältigung verbreitet werden, soweit nicht die Börsenordnung für besondere Fälle Ausnahmen gestattet.

§ 42. Der Bundesrat bestimmt den Mindestbetrag des Grundkapitals, welcher für die Zulassung von Aktien an den einzelnen Börsen maßgebend sein soll, sowie den Mindestbetrag der einzelnen Stücke der zum Handel an der Börse zuzulassenden Wertpapiere.

Weitere Bestimmungen über die Aufgaben der Zulassungsstelle und die Voraussetzungen der Zulassung trifft der Bundesrat.

Die Befugnis der Landesregierung, ergänzende Bestimmungen zu treffen, wird hierdurch nicht berührt; diese Bestimmungen sind dem Reichskanzler mitzuteilen.

§ 43. Sind in einem Prospekt, auf Grund dessen Wertpapiere zum Börsenhandel zugelassen sind, Angaben, welche für die Beurteilung des Wertes erheblich sind, unrichtig, so haften diejenigen, welche den Prospekt erlassen haben, sowie diejenigen, von denen der Erlaß des Prospektes ausgeht, wenn sie die Unrichtigkeit gekannt haben oder ohne grobes Verschulden hätten kennen müssen, als Gesamtschuldner jedem Besitzer eines solchen Wertpapiers für den Schaden, welcher demselben aus der von den gemachten Angaben abweichenden Sachlage erwächst. Das gleiche gilt, wenn der Prospekt infolge der Fortlassung wesentlicher Tatsachen unvollständig ist und diese Unvollständigkeit auf bösllichem Verschweigen oder auf der bösllichen Unterlassung einer ausreichenden Prüfung seitens derjenigen, welche den Prospekt erlassen haben, oder derjenigen, von denen der Erlaß ausgeht, beruht.

Die Ersatzpflicht wird dadurch nicht ausgeschlossen, daß der Prospekt die Angaben als von einem Dritten herrührend bezeichnet.

§ 44. Die Ersatzpflicht erstreckt sich nur auf diejenigen Stücke, welche auf Grund des Prospekts zugelassen und von dem Besitzer auf Grund eines im Inlande abgeschlossenen Geschäfts erworben sind.

Der Ersatzpflichtige kann der Ersatzpflicht dadurch genügen, daß er das Wertpapier gegen Erstattung des von dem Besitzer nachgewiesenen Erwerbspreises oder desjenigen Kurswertes übernimmt, den die Wertpapiere zur Zeit der Einführung hatten.

Die Ersatzpflicht ist ausgeschlossen, wenn der Besitzer des Papiers die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der Angaben des Prospektes bei dem Erwerbe kannte. Gleiches gilt, wenn der Besitzer des Papiers bei dem Erwerbe die Unrichtigkeit der Angaben des Prospekts bei Anwendung derjenigen Sorgfalt, welche er in eigenen Angelegenheiten beobachtet, kennen mußte, es sei denn, daß die Ersatzpflicht durch böslliches Verhalten begründet ist.

§ 45. Der Ersatzanspruch verjährt nach fünf Jahren seit der Zulassung der Wertpapiere. Die Verjährung läuft auch gegen Minderjährige und bevormundete Personen sowie gegen juristische Personen, denen gesetzlich die Rechte der Minderjährigen zustehen, ohne Zulassung der

Wiedereinsetzung in den vorigen Stand, jedoch mit Vorbehalt des Rückgriffs gegen die Vormünder und Verwalter.

§ 46. Eine Vereinbarung, durch welche die nach den §§ 43 bis 44 begründete Haftung ermäßigt oder erlassen wird, ist unwirksam.

Weitergehende Ansprüche, welche nach den Vorschriften des bürgerlichen Rechts auf Grund von Verträgen erhoben werden können, bleiben unberührt.

§ 47. Für die Entscheidung der Ansprüche aus den §§ 43 bis 46 ist ohne Rücksicht auf den Wert des Streitgegenstandes ausschließlich das Landgericht des Ortes zuständig, an dessen Börse die Einführung der Wertpapiere erfolgte. Besteht an diesem Landgerichte eine Kammer für Handelssachen, so gehört der Rechtsstreit vor diese. Die Revision sowie die Beschwerde gegen Entscheidungen des Oberlandesgerichts geht an das Reichsgericht.

II. Bekanntmachung des Reichskanzlers betreffend die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel vom 4. Juli 1910.

§ 1. Wertpapiere, die auf einen Geldbetrag gestellt sind, dürfen zum Börsenhandel nur zugelassen werden, wenn von den Stücken, in denen der Börsenhandel stattfinden soll, mindestens vorhanden ist:

bei den Börsen zu Berlin, Frankfurt am Main und Hamburg ein Gesamtnennwert von einer Million Mark, bei den übrigen Börsen ein Gesamtnennwert von 500 000 Mark.

Die Zulassungsstelle kann von diesem Erfordernis absehen:

1. wenn Wertpapiere desselben Ausstellers bereits an der Börse zugelassen sind;

2. bei Anteilen einer Gesellschaft, deren Kapital herabgesetzt worden ist, wenn die Anteile der Gesellschaft vor der Herabsetzung an der Börse zum Handel zugelassen waren.

In besonderen Fällen kann die Landesregierung Ausnahmen zulassen; bei den Börsen zu Berlin, Frankfurt am Main und Hamburg genügt die Genehmigung der Börsenaufsichtsbehörde, wenn sich der Betrag auf nicht weniger als 500 000 Mark beläuft.

§ 2. Wertpapiere, die nicht auf einen Geldbetrag gestellt sind (Kuxe, Genußscheine usw.), dürfen zum Börsenhandel nur zugelassen werden, wenn von den Stücken, in denen der Börsenhandel stattfinden soll, mindestens 1000 vorhanden sind. In besonderen Fällen kann die Börsenaufsichtsbehörde Ausnahmen zulassen.

§ 3. Anteile einer ausländischen Gesellschaft, die auf weniger als eintausend Mark gestellt sind, dürfen nur mit Genehmigung der Landesregierung zugelassen werden.

§ 4. Die Zulassung hat zur Voraussetzung:

1. daß die Wertpapiere vollgezahlt sind oder ihre Vollzahlung jederzeit zulässig ist; auf Aktien und Interimsscheine von Versicherungsgesellschaften findet diese Vorschrift keine Anwendung;

2. daß der Geldbetrag, auf den sie lauten, in deutscher Währung oder gleichzeitig in dieser und einer anderen Währung angegeben ist;

3. daß die Verpflichtung übernommen wird, die Auszahlung der Zinsen oder Gewinnanteile sowie verlostener oder gekündigter Stücke und die Aushändigung neuer Zins- oder Gewinnanteilscheinbogen an einem deutschen Börsenplatze kostenfrei zu bewirken;

4. bei Schuldverschreibungen, daß die Verpflichtung übernommen wird, die Kündigungen und Verlosungen, sowie einmal jährlich Verzeichnisse der früher gekündigten oder verlostener, aber noch nicht eingelösten Stücke (Restantenlisten) in mindestens einer an einem deutschen Börsenplatz erscheinenden Zeitung zu veröffentlichen;

5. bei Aktien inländischer Kreditbanken, daß die Verpflichtung übernommen wird, neben der Jahresbilanz regelmäßig Bilanzübersichten zu veröffentlichen. Für die Zwischenräume, in denen die Aufstellung und die Veröffentlichung zu erfolgen hat, und für das den Übersichten zugrunde zu legende Muster ist das Abkommen maßgebend, das eine Anzahl von Mitgliedern der Berliner Abrechnungsstelle untereinander und der Berliner Abrechnungsstelle gegenüber mit Zustimmung des Präsidenten des Reichsbankdirektoriums getroffen hat. Die diesem Abkommen entsprechenden Bestimmungen sowie spätere vom Reichskanzler genehmigte Änderungen werden im „Reichsanzeiger“ veröffentlicht, und zwar die Änderungen unter Angabe des Zeitpunkts des Inkrafttretens.

Die Zulassungsstelle kann in geeigneten Fällen von diesen Voraussetzungen absehen. Ausnahmen von der Vorschrift unter Nr. 5 bedürfen der Zustimmung der Landesregierung. Sieht die Zulassungsstelle von der Vorschrift unter Nr. 2 ab, so hat sie den Kurs für die Umrechnung der fremden Währung in deutsche Währung für den Börsenhandel festzusetzen. Ausnahmen von den Vorschriften unter Nr. 1 bis 4 sind dem Staatskommissar unter Angabe der Gründe mitzuteilen.

Die Zulassungsstelle kann die Zulassung von der Erfüllung weiterer Voraussetzungen abhängig machen, die eine Erleichterung des Börsenverkehrs oder der Ausübung der den Erwerbern der Wertpapiere zustehenden Rechte bezwecken oder die hinsichtlich der Wertpapiere zu bewirkende Bekanntmachungen betreffen.

Werden die bei der Zulassung von Wertpapieren übernommenen Verpflichtungen (Abs. 1 Nr. 3 bis 5, Abs. 3) nicht erfüllt, so kann die Zulassungsstelle die Wertpapiere vom Börsenhandel ausschließen.

§ 5. Der Antrag auf Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel muß von einer an der Börse vertretenen öffentlichen Bankanstalt, Privatbank oder Bankfirma gestellt werden.

Der Antrag ist bei der Zulassungsstelle schriftlich einzureichen; er muß Betrag und Art der einzuführenden Wertpapiere bezeichnen (§ 38 Abs. 1 des Börsengesetzes).

Dem Antrag sind die in § 9 bezeichneten Nachweise und der Prospekt beizufügen. Der Prospekt ist von denjenigen, welche ihn erlassen, zu unter-

zeichnen; zu diesen muß der Antragsteller gehören. Die Unterschrift des Antragstellers kann unter eine Nachschrift gesetzt werden.

Die Landesregierung kann anordnen, daß die Vorschrift des Abs. 1 auf bestimmte Arten von inländischen Wertpapieren nicht zur Anwendung kommen soll. In Einzelfällen kann die Zulassungsstelle Ausnahmen zulassen. Der Beschluß der Zulassungsstelle ist dem Staatskommissar mitzuteilen.

§ 6. Der Prospekt muß angeben:

1. Das Gemeinwesen, die Gesellschaft oder Person, deren Werte zugelassen werden sollen;

2. den für den Ertrag der Emission vorgesehenen besonderen Verwendungszweck;

3. den Nennbetrag der zugelassenen Werte, und zwar sowohl den Betrag, der bereits vorhanden ist, wie den Betrag, der erst später ausgegeben werden soll, und den Zeitpunkt, zu dem die Ausgabe voraussichtlich erfolgen wird;

4. die Merkmale (Betrag, Reihen, Nummern) der Stücke, ob die Stücke auf den Inhaber, an Order oder auf Namen lauten, und ob den Stücken Zins- oder Gewinnanteilscheine beigegeben werden; auf die Angabe der Nummern kann verzichtet werden, wenn die Beschaffung unverhältnismäßig schwierig ist;

5. Die Bestimmungen über Kündbarkeit oder Unkündbarkeit sowie über die Tilgung der Werte;

6. die Art der Sicherstellung für Kapital, Zinsen oder Gewinnanteile und die Umstände, die für die Beurteilung der Sicherstellung von Bedeutung sind;

7. die Vorzugsrechte, die den Werten vor früher ausgegebenen Werten oder diesen vor jenen zustehen (bevorrechtigte Forderungen, Vorzugsaktien usw.);

8. die bei Zins-, Gewinnanteil- oder Kapitalzahlungen erfolgenden Abzüge oder Beschränkungen;

9. den Zinssatz sowie die Plätze und die Termine, an denen die Zinsen oder Gewinnanteile und die Kapitalbeträge zahlbar sind;

10. die Verjährungsfristen für die Ansprüche auf Zinsen oder Gewinnanteile und auf die Kapitalbeträge; bei inländischen Wertpapieren sind diese Angaben nur erforderlich, insoweit Abweichungen von den gesetzlichen Vorschriften vorgesehen sind;

11. den gemäß § 4 Abs. 2 Satz 3 festgesetzten Umrechnungskurs.

§ 7. Außerdem muß der Prospekt enthalten:

A. bei Schuldverschreibungen eines ausländischen Staates, einer ausländischen kommunalen Körperschaft oder kommunalen Kreditanstalt:

1. eine Übersicht über den letzten (ordentlichen und außerordentlichen) Haushaltsetat oder die Angabe, daß ein Etat nicht veröffentlicht wird;

2. eine Übersicht über die wesentlichen Ergebnisse der drei letzten Jahreshaushaltsabschlüsse des Gemeinwesens;

3. eine Übersicht über den Schuldenbestand des Gemeinwesens;

4. sofern die Verbindlichkeiten, die das Gemeinwesen innerhalb der letzten zehn Jahre aus Anleihen nach Maßgabe der öffentlichen Anleihe-

bedingungen durch Zins- oder Kapitalzahlungen zu erfüllen hatte, bisher unerledigt geblieben sind, die Mitteilung der darauf bezüglichen Umstände;

B. bei Wertpapieren (Anteilen, Schuldverschreibungen, Genußscheinen) eines gewerblichen Unternehmens:

1. die Bezeichnung des Zweckes und des Umfangs des Unternehmens;
2. Angaben über eine dem Unternehmen erteilte Konzession (Privileg), deren Dauer und die das Unternehmen besonders belastenden Konzessionsbedingungen;

3. Angabe über Rechte eines Dritten, das Unternehmen zu erwerben;

4. Angaben über die innerhalb der letzten drei Jahre eingetretenen Bau- oder Betriebsstörungen, durch welche die Ertragsfähigkeit des Unternehmens für längere Zeit wesentlich beeinträchtigt worden ist;

5. Angaben über die Befugnisse, die den Inhabern der Schuldverschreibungen gegenüber dem Aussteller eingeräumt sind;

C. bei Grundkreditobligationen und Pfandbriefen:

1. die Angabe der Bestände an zur Deckung der Schuldverschreibungen bestimmten Hypotheken, Grundschulden, Forderungen und Wertpapieren sowie des Gesamtbetrags der im Umlauf befindlichen Schuldverschreibungen nach ihrem Nennwert für den Schluß des letzten Kalenderjahres;

2. die Angabe der wesentlichen Grundsätze, nach denen die Ermittlung des Wertes und die Beleihung der Pfandgegenstände erfolgt;

3. die Angabe des Betrages, bis zu dem Schuldverschreibungen und Pfandbriefe im Verhältnis zum Grundkapital und zu den Hypotheken ausgegeben werden dürfen;

4. die Angabe der wesentlichen Befugnisse, die den Inhabern der Schuldverschreibungen gegenüber dem Aussteller eingeräumt sind (Bestellung eines Pfandhalters, Faustpfandrechte und dergleichen);

5. die Angabe der dem Staate, der Gemeinde usw. zustehenden Aufsichtsbefugnisse.

Bei den Hypothekenpfandbriefen deutscher Hypothekenbanken (Hypothekenbankgesetz vom 13. Juli 1899, Reichsgesetzbl. S. 375) bedarf es der unter Nr. 2 bis 5 vorgeschriebenen Angaben nicht.

§ 8. Bei Wertpapieren einer Aktiengesellschaft oder Kommanditgesellschaft auf Aktien muß der Prospekt außer den durch §§ 6, 7 erforderten Angaben enthalten eine Angabe über:

1. den Gegenstand des Unternehmens;
2. die Höhe des Grundkapitals;
3. die Namen der Mitglieder des Aufsichtsrats und des Vorstandes;
4. die Art, wie die von der Gesellschaft ausgehenden Bekanntmachungen erfolgen;

5. das Geschäftsjahr der Gesellschaft;

6. die Bestimmungen über die Verteilung des Gewinns;

7. die zugunsten einzelner Aktionäre bedungenen besonderen Vorteile, soweit sie in fortlaufenden Bezügen oder in der Rückzahlung der Aktien bestehen;

8. wenn noch nicht zwei volle Jahre seit Eintragung der Gesellschaft in das Handelsregister verflossen sind, die zugunsten einzelner Aktionäre bedungenen, nicht unter Nr. 7 fallenden besonderen Vorteile; die von der Gesellschaft übernommenen vorhandenen oder herzustellen Anlagen oder sonstigen Vermögensstücke; die von Aktionären auf das Grundkapital gemachten Einlagen, die nicht durch Barzahlung zu leisten sind; der Gesamtaufwand, der zu Lasten der Gesellschaft an Aktionäre oder andere als Entschädigung oder Belohnung für die Gründung oder deren Vorbereitung gewährt ist;

9. die in den letzten fünf Jahren verteilten Gewinnanteile;

10. die Bilanz des letzten Geschäftsjahres nebst Gewinn- oder Verlustrechnung (oder, wenn die Bilanz des letzten Geschäftsjahres noch nicht genehmigt ist, nach Wahl der Zulassungsstelle die Bilanz des vorletzten Geschäftsjahres, ergänzt durch Angaben über den voraussichtlichen Abschluß des letzten Geschäftsjahres oder die von den Verwaltungsorganen aufgestellte Bilanz des letzten Geschäftsjahres; ist das Geschäftsjahr der Gesellschaft noch nicht abgelaufen, so genügt eine Gegenüberstellung der Vermögensstücke und Verbindlichkeiten;

11. die Höhe der Hypothekenschulden und Anleihen, deren Fälligkeit und Tilgungsart; die Zulassungsstelle kann gestatten, daß diese Angaben kurz zusammengefaßt werden;

12. die Bezugsrechte der ersten Zeichner und anderer Personen;

13. die Bestimmungen des Gesellschaftsvertrages über die Art der Bestellung und Zusammensetzung des Aufsichtsrats und des Vorstands, über die Art, wie die Berufung der Generalversammlung der Aktionäre geschieht, über die Aufstellung der Bilanz, die Ansammlung von Reservefonds, das Stimmrecht und die Bezugsquelle der Aktionäre; bei Wertpapieren inländischer Gesellschaften genügt die Angabe derjenigen Abweichungen von den gesetzlichen Vorschriften, welche für die Erwerber der Wertpapiere von Interesse sind.

Die Vorschriften des Abs. 1 finden bei Wertpapieren anderer Gesellschaften entsprechende Anwendung.

§ 9. Es sind beizugeben:

1. jedem Zulassungsantrag ein Nachweis über den Rechtstitel (Gesetz, staatliche Genehmigung, Gesellschaftsvertrag, Gesellschaftsbeschluß usw.), auf dem die Berechtigung zur Ausgabe der Wertpapiere beruht, sowie über das Verhältnis zu früher ausgegebenen Werten (§ 6 Nr. 7);

2. dem Antrag auf Zulassung der Anleihe eines ausländischen Staates, einer ausländischen kommunalen Körperschaft oder kommunalen Kreditanstalt der Nachweis, daß die durch § 7 A unter Nr. 1 bis 3 erforderten Übersichten auf amtlichen Feststellungen beruhen;

3. dem Antrag auf Zulassung der Werte eines Unternehmens, das auf einer Konzession beruht, die Konzessionsurkunde oder ein Auszug, der die im § 7 B unter Nr. 2 erforderten Angaben nachweist;

4. dem Antrag auf Zulassung von Wertpapieren einer Gesellschaft (§ 8):

- a) der Nachweis über die Eintragung in das Handelsregister,
- b) der Gesellschaftsvertrag,

- c) die Geschäftsberichte der letzten drei Jahre,
- d) bei inländischen Gesellschaften, wenn noch nicht zwei volle Jahre seit der Eintragung in das Handelsregister verflossen sind, der gemäß § 193 des Handelsgesetzbuches von besonderen Revisoren erstattete Bericht.

Die Beweisstücke sind in einer Form vorzulegen, die nach dem Ermessen der Zulassungsstelle den Inhalt glaubhaft ergibt. Beweisstücken, die nicht in deutscher, englischer oder französischer Sprache abgefaßt sind, ist eine beglaubigte Übersetzung beizufügen.

§ 10. Bei Schuldverschreibungen eines ausländischen Staates kann ausnahmsweise von den im § 7 A unter Nr. 1 bis 5 geforderten Angaben abgesehen werden, wenn die Finanzverhältnisse des Staates so klar liegen und so allgemein bekannt sind, daß es einer weiteren Information des Publikums im Sinne des § 36 Abs. 3 des Börsengesetzes nicht bedarf. Das gleiche gilt bei Schuldverschreibungen einer ausländischen kommunalen Körperschaft oder kommunalen Kreditanstalt, wenn die Verzinsung und Rückzahlung von einem solchen Staate gewährleistet ist. Von den im § 7 A unter Nr. 2, 3 geforderten Angaben kann ausnahmsweise auch dann abgesehen werden, wenn die Angaben für den Staat nach Lage der Verhältnisse nicht zu beschaffen sind.

Ist die Verzinsung und Rückzahlung von Schuldverschreibungen von dem Reiche, einem Bundesstaat, einem ausländischen Staate, auf den die im Abs. 1 Satz 1 bezeichnete Voraussetzung zutrifft, oder einer inländischen kommunalen Körperschaft gewährleistet, so kann von den nach § 7 B unter Nr. 2 bis 4, § 8 unter Nr. 3 bis 8, 10 und § 9 unter Nr. 3, 4 erforderlichen Angaben und Nachweisen ausnahmsweise abgesehen werden.

Treffen auf einen ausländischen Staat die im § 7 A unter Nr. 4 bezeichneten Voraussetzungen zu, so ist die Bewilligung von Ausnahmen unzulässig.

Die bewilligten Ausnahmen sind dem Staatskommissar unter Angabe der Gründe mitzuteilen.

§ 11. Sind bereits Wertpapiere desselben Ausstellers an der Börse zugelassen, so kann die Zulassungsstelle gestatten, daß in dem Prospekt über die neu einzuführenden Wertpapiere auf den früher veröffentlichten Prospekt verwiesen wird. Sie kann ferner gestatten, daß bei der Einführung von Schuldverschreibungen, die bereits an der Börse zugelassen waren, und bei denen lediglich eine Veränderung des Zinsfußes stattgefunden hat, in dem Prospekte nur die seit der ersten Zulassung der Anleihe eingetretenen Änderungen angegeben werden.

§ 12. Entspricht der Zulassungsantrag den Vorschriften des § 9, so verfügt die Zulassungsbehörde die Veröffentlichung.

Die Veröffentlichung erfolgt auf Kosten des Antragstellers durch Börsenaushang sowie im Reichsanzeiger und in mindestens zwei anderen inländischen Zeitungen. Diese werden von der Zulassungsstelle mit der Maßgabe bestimmt, daß sich unter ihnen eine Zeitung, die am Börsenplatz erscheint, und, wenn es sich um Anteile oder Schuldverschreibungen einer inländischen Gesellschaft handelt, eine Zeitung befinden muß, die in dem engeren Wirtschaftsgebiet erscheint, dem die Gesellschaft angehört.

Die Zulassung darf erst erfolgen, wenn seit der Veröffentlichung in der am Börsenplatz erscheinenden Zeitung drei Tage verstrichen sind.

§ 13. Die Zulassungsstelle prüft, ob der Prospekt die vorgeschriebenen Angaben enthält. Ergeben sich Anstände, so fordert sie den Antragsteller zur Beseitigung auf.

Sie bestimmt ferner nach Maßgabe des § 36 Abs. 3 a, b des Börsengesetzes, welche Urkunden ihr noch zur Prüfung vorzulegen und welche Angaben noch in den Prospekt aufzunehmen sind.

Angaben, die in diesen Bestimmungen nicht vorgeschrieben sind und von der Zulassungsstelle nicht für nötig angesehen werden, sind zu streichen.

§ 14. Der Antrag ist abzulehnen:

1. wenn die auf Grund des § 36 Abs. 3 a, b des Börsengesetzes oder dieser Bestimmungen von der Zulassungsstelle verlangten Urkunden und Angaben nicht beigebracht werden;

2. wenn der Zulassung Bedenken örtlicher Natur oder wichtige wirtschaftliche Umstände entgegenstehen, oder wenn der Zulassungsstelle Umstände bekannt sind, die eine erhebliche Benachteiligung der Erwerber der Wertpapiere oder eine Gefährdung erheblicher allgemeiner Interessen befürchten lassen.

§ 15. Der Zulassungsbeschluß ist durch dreitägigen Aushang in der Börse zu veröffentlichen.

Die Beweisstücke (§ 9) sind von der Veröffentlichung des Zulassungsbeschlusses an bis zur Einführung an der Börse öffentlich auszulegen.

§ 16. Der von der Zulassungsstelle genehmigte Prospekt ist von dem Antragsteller in denselben Zeitungen, mit Ausnahme des Reichsanzeigers, zu veröffentlichen, in denen der Antrag veröffentlicht worden ist.

§ 17. Die Wertpapiere dürfen frühestens am dritten Werktag nach dem Tage des Zulassungsbeschlusses und nach dem Tage, an dem der Prospekt zuerst veröffentlicht worden ist, an der Börse eingeführt werden.

III. Bestimmungen für die von inländischen Kreditbanken zu veröffentlichenden Bilanzübersichten.

Für die Bilanzübersichten, die von inländischen Kreditbanken gemäß § 4 Nr. 5 der Bekanntmachung, betreffend die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel, vom 4. Juli 1910 (Reichsgesetzbl. S. 917) zu veröffentlichen sind, gelten vom 1. Januar 1912 ab folgende Bestimmungen, die an die Stelle der Bestimmungen vom 8. Juli 1910 (Reichsanzeiger Nr. 160) treten:

1. Die Übersichten sind für den letzten Tag des zweiten, vierten, sechsten, achten und zehnten Monats des Geschäftsjahrs der Bank aufzustellen und spätestens am letzten Tage des folgenden Monats zu veröffentlichen.

d) Einlagen auf provisionsfreier Rechnung:	
1. innerhalb 7 Tagen fällig . . . . .	.....
2. darüber hinaus bis zu 3 Monaten fällig . . . . .	.....
3. nach 3 Monaten fällig . . . . .	.....
e) sonstige Kreditoren:	
1. innerhalb 7 Tagen fällig . . . . .	.....
2. darüber hinaus bis zu 3 Monaten fällig . . . . .	.....
3. nach 3 Monaten fällig . . . . .	.....
4. Akzente und Schecks:	
a) Akzente . . . . .	.....
b) noch nicht eingelöste Schecks . . . . .	.....
Außerdem:	
Aval- und Bürgschaftsverpflichtungen . . . . .	.....
	(vor der Linie)
Eigene Einziehungen . . . . .	.....
	(vor der Linie)
davon für Rechnung Dritter . . . . .	.....
	(vor der Linie)
Weiterbegebene Solawechsel der Kunden an die Order der Bank . . . . .	.....
	(vor der Linie)
5. Sonstige Passiva . . . . .	.....
	<hr/>
	Summa der Passiva:

3. Bei Aufstellung der Übersichten nach diesem Muster ist folgendes zu beachten:

Zu Aktiva Nr. 3. Unter Guthaben bei Noten- und Abrechnungs-(Clearing-)Banken sind auch Guthaben auf Postscheckkontos anzugeben. Unter Abrechnungs-(Clearing-)Banken sind solche Banken zu verstehen, bei denen die Ergebnisse aus der Abrechnung einer gemeinsamen Abrechnungsstelle von Bankfirmen endgültig verbucht werden; in Deutschland sind das, abgesehen von der Reichsbank, zurzeit die Bank des Berliner Kassenvereins in Berlin und die Frankfurter Bank in Frankfurt a. M. In England gelten als Clearingbanken auch die Mitglieder einer Abrechnungsstelle. Guthaben bei ausländischen Noten- und Clearingbanken dürfen jedoch nur insoweit aufgenommen werden, als sie von ausländischen Zweiganstalten deutscher Banken bei Noten- und Clearingbanken ihres Platzes als Abrechnungs- oder Kassenreserve gehalten werden.

Zu Aktiva Nr. 7. Als Deckung von Vorschüssen auf Waren und Warenverschiffungen soll letter of lien nicht gelten.

Zu Aktiva Nr. 8b. Bei ausländischen Zentralnotenbanken beleihbare Wertpapiere dürfen nur insoweit aufgenommen werden, als sie von solchen Zweiganstalten deutscher Banken gehalten werden, die sich am Sitze der betreffenden Zentralnotenbank befinden.

Zu Aktiva Nr. 10. Unter dauernden Beteiligungen bei anderen Banken und Bankfirmen sind auch diejenigen Aktien solcher Unternehmen anzugeben, welche sich im dauernden Besitze der Bank befinden.

Zu Passiva Nr. 3 d, e. Börsenmäßig genommene Ultimo- und Termingelder sowie Gelder gegen Depots sind, soweit sie nicht unter Nostroverpflichtungen und Guthaben deutscher Banken und Bankfirmen fallen, unter „sonstige Kreditoren“ aufzunehmen.

Zu Passiva Nr. 4. Unter „eigene Ziehungen“ sind sämtliche von der Bank ausgestellte Ziehungen zu verstehen.

IV. Leitende Gesichtspunkte für die Zulassung von Bergwerkskuxen zum Handel an der Berliner Börse¹⁾.

Wenn auch für die Zulassung von Kuxen (Bergwerksanteilen) die im Abschnitt 3 des Börsengesetzes vom 22. Juni 1896 und die in den §§ 1 bis 9 der Bekanntmachung des Bundesrats vom 11. Dezember 1896 enthaltenen Bestimmungen sinngemäße Anwendung zu finden haben, so hat doch die Zulassungsstelle für Wertpapiere an der Börse zu Berlin für zweckmäßig erachtet, mit Rücksicht auf die besondere Natur der Kuxe nachfolgend diejenigen ergänzenden Gesichtspunkte aufzustellen, welche bei der Beschlußfassung über Anträge auf Zulassung von Kuxen und Feststellung der diesbezüglich zu veröffentlichenden Prospekte bis auf weiteres maßgebend sein sollen.

1. Es sollen nur Kuxe berggesetzlich zu Recht bestehender Gewerkschaften mit mindestens 1000 Anteilen zum Handel an der Berliner Börse zugelassen werden. Anteile von Bohrgesellschaften sind, weil sie nicht Kuxe einer Gewerkschaft darstellen, von der Zulassung ausgeschlossen.

2. Auch bezüglich der Kuxe von Gewerkschaften (ad 1) ist Voraussetzung der Zulassung:

- a) daß die Gewerkschaft ins Handelsregister eingetragen ist,
- b) daß die Gewerkschaft nach kaufmännischen Grundsätzen Bilanz sowie Gewinn- und Verlustrechnung aufstellt und mindestens für einen Zeitraum von 2 Geschäftsjahren vorzulegen in der Lage ist, sich auch verpflichtet, Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung sowie alle die Gewerkschaft und deren Verwaltung betreffenden Bekanntmachungen im „Reichsanzeiger“ und einer anderen Berliner Zeitung zu veröffentlichen,
- c) daß die Betriebsanlagen des betreffenden Bergwerks so weit vollendet sind, daß eine regelrechte Förderung des Minerals und kaufmännische Verwertung desselben stattfindet. Damit wird der Bestimmung des § 1 und 2 der Bekanntmachung vom 11. Dezember 1896 insofern Rechnung getragen, als vorbehaltlich der Prüfung im Einzelfalle angenommen werden kann, daß auf einen tausend-

¹⁾ Zit. „Berliner Jahrbuch für Handel und Industrie“ 1906, Bd. 1, S. 388.

teiligen Anteil einer solchen Gewerkschaft in der Regel wesentlich mehr als 1000 Mark für jeden Kux aufgewendet bzw. eingezahlt sein wird.

3. Die Vorschriften des § 5 der Bekanntmachung vom 11. Dezember 1896 finden auch bei den Prospekten über Kuxe sinngemäße Anwendung, und bleibt nur noch folgendes zu bemerken:

Es ist das Gewerkschaftsstatut einzureichen und anzugeben, ob sämtliche Kuxe sich in Händen und Eigentum von Gewerken, oder ob etwa, wie viele und aus welchen Gründen Kuxe sich zurzeit im Eigentum der Gewerkschaft befinden.

Es bedarf einer Angabe, ob und wieviel Kuxe etwa zubeußfrei sind bzw. bis zu welchem Betrage diese Zubeußfreiheit besteht; ebenso welche sonstigen Sondervorteile etwa gewissen Kuxen zugesichert sind, und ob zurzeit ein Zubeußausschreiben beschlossen oder bereits erfolgt und noch in der Abwicklung begriffen ist.

Es ist in Berlin eine Stelle einzurichten und bekanntzugeben, bei welcher kostenfrei die bezüglich der Kuxe vorkommenden Aus- oder Einzahlungen zu leisten sind und Kuxe behufs Umschreibung im Gewerkenbuche eingereicht werden können.

Zu § 6 B der Bekanntmachung vom 11. Dezember 1896 ist ergänzend zu bemerken:

Zu 1. und 2. Von dem Unternehmen ist eine tunlichst genaue Beschreibung zu geben, sowohl bezüglich der rechtlichen Grundlagen desselben (Verleihung, Konzession, Vertrag mit Rechtsvorgängern, Grundeigentümer-Bergbau, Abbaugerechtigkeit, wie z. B. in der Provinz Hannover) als auch bezüglich der tatsächlichen und bergtechnischen Verhältnisse (Aufschlüsse der Mineralablagerung durch Bohrlöcher oder bergtechnische Bauarbeiten) unter Befügung einer genauen Übersichtskarte bezüglich der räumlichen Ausdehnung der Gerechtsame. Dabei müssen alle auf privatrechtlichen Titeln beruhenden Abgaben und Lasten, welche von dem Unternehmen an Dritte zu leisten sind, genau angegeben werden; ebenso die Dauer, für welche die Gerechtsame eingeräumt ist, sowie ob Dritten Erwerbs- oder Rückfallsrechte betreffs der Gerechtsame zustehen. Auch ist anzugeben, ob die Gewerkschaft einem Syndikat angehört und welche Beteiligungsquote ihr in demselben eingeräumt wurde.

Zu § 7 der Bekanntmachung vom 11. Dezember 1896 ist noch hervorzuheben:

Im Prospekte müssen die erforderlichen Angaben über den Sitz der Gewerkschaft, die Organisation derselben und deren Konstituierung sowie Eintragung ins Handelsregister, die Art der Berufung der Gewerkenversammlung, die Art, wie Bekanntmachungen erfolgen, über das Geschäftsjahr, über Bilanzaufstellung, Ausbeuteverteilung, Zubeußerhebung und Stimmrecht der Gewerken enthalten sein sowie über die Art und Weise, wie die Umschreibung von Kuxen zu erfolgen hat.

Falls die Gewerkschaft nicht länger als fünf Jahre besteht, muß der Prospekt eine Angabe auch darüber enthalten, ob und welche Vermögensstücke gegen Gewährung von Kuxen in die Gewerkschaft einge-

bracht worden sind, welche Aufwendungen auf die der Gewerkschaft eingebrachten Vermögensstücke effektiv bis zur Konstituierung der Gewerkschaft gemacht und welche Zubeußen seitdem von den Gewerken geleistet worden sind.

Zu Nr. 11 sind sowohl innerhalb der letzten fünf Jahre gezahlte Ausbeuten als eingeforderte Zubeußen anzugeben.

Zu § 8 ist zu bemerken, daß außer dem Gewerkschaftsstatut alle Nachweise beizubringen sind, aus denen die betreffs der Kuxe bzw. der den Gewerkschaften zugrunde liegenden Gerechtsame für erforderlich erachteten Angaben und die das Unternehmen besonders belastenden Bedingungen hervorgehen; neben den Geschäftsberichten der letzten fünf Jahre sind die Gutachten der bergmännischen Sachverständigen vorzulegen, welche als Grundlage der Konstituierung der Gewerkschaft etwa mitgedient haben.

Quellen- und Literatur-Verzeichnis.

- Adler, Zur Änderung des Deutschen Börsengesetzes. Zeitschr. f. d. ges. Handelsrecht und Konkursrecht, 61. Bd., 1907.
- Ältesten der Kaufmannschaft von Berlin. Festschrift. Berlin 1870.
- Alexander-Katz, Der Begriff Börse und die freien Vereinigungen. Berlin 1897.
- Antwort auf die Angriffe des Herrn Landesökonomierats v. Mendel-Stiefels gegen die ehemalige Berliner Produktenbörse. Berlin 1897.
- Apt, Börsengesetz.
- Artikel „Die Aktiengesellschaften“ in „Deutsche Vierteljahrsschrift“ 1856.
- Bachmann, Die Effektspekulation, Zeitschr. f. Schweizer. Stat. 1898.
- Bank-Enquete von 1908. Berlin 1909.
- Baron, Die Börsen-Enquete. Berlin 1895.
- W. Becker, Die praktische Arbitrage. Berlin 1876.
- Bender, Über den Verkehr mit Staatspapieren. 1825.
- v. Bergmann, Geschichte der internationalen Krisentheorien. Stuttgart 1895.
- G. Bernhard, Der Verkehr mit Wertpapieren. Berlin 1899.
- Die Börse. Berlin 1906.
- Beschlüsse der Zulassungsstellen-Kommission. Berlin 1897.
- Bichmann, Der Zinsfuß seit 1895. Berlin 1912.
- Blum, Die steuerliche Ausnutzung der Aktiengesellschaft. Stuttgart 1911.
- van der Borcht, Handel und Handelspolitik. Leipzig 1900.
- Börsen-Enquete-Kommission, Bericht. Berlin 1893.
- Bosenick, Der Steinkohlenbergbau in Preußen. Tübingen 1906.
- Brockhage, Zur Entwicklung des preußisch-deutschen Kapitaleports. Leipzig 1910.
- Buchwald, Technik des Bankbetriebes. 7. Aufl., Berlin 1912.
- G. Cohn, Zeitgeschäfte und Differenzgeschäfte. Jahrb. f. Nat. u. Stat. 1866.
- Beiträge zur deutschen Börsenreform. Leipzig 1895.
- Beiträge zur deutschen Börsenreform. Schmollers Jahrb. 1895.
- Nationalökonomie des Handels- und Verkehrswesens. 1898.
- P. Dehn, Weltwirtschaftliche Neubildungen. Berlin 1904.
- Denkschrift des Bundes der Landwirte. Berlin 1897.
- Denkschrift zum 60 jährigen Bestehen des „Phönix“. 1912.
- Denkschriftenband z. Begr. d. Entw. e. Ges. betr. Änd. im Finanzwesen. Berlin 1908.

- Dernburg, Kapital und Staatsaufsicht. Berlin 1911.
- Dove, Die Funktionen der Zulassungsstelle. Bankarchiv 4. Jahrg.
— Die Revision des Gründungsherganges bei Aktiengesellschaften.
Bankarchiv 7. Jahrg.
- Eberstadt, Der deutsche Kapitalmarkt. Berlin 1901.
— Die Spekulation. Schmollers Jahrb. 1905.
- Ehrenberg, Börsenwesen in Conrads Handwörterbuch.
— Das Zeitalter der Fugger. 1896.
— Die Fondsspekulation und die Gesetzgebung. Berlin 1883.
— Weltbörsen und Weltkrisen des 16. Jahrhunderts.
- Eichelberg, Berliner Emissionshäuser und ihre Emissionen in den Jahren
1871/72. Berlin 1873.
- Endemann, Die Entwicklung der Handelsgesellschaften. Berlin 1867.
- R. u. F. Esser, Die Aktiengesellschaft. Berlin 1907.
- Freund, Die Rechtsverhältnisse der öffentlichen Anleihen. Berlin 1907.
- Frühauf, Aktie in Rentzsch' Handwörterbuch d. Staatsw. 1870.
- Fuchs, Der englische Getreidehandel. Conrads Jahrb. 1890.
— Der Waren-Terminhandel. Schmollers Jahrb. 1891.
- Fürst, Prämien-, Stelage- und Nachgeschäfte. Berlin 1908.
- Gareis, Die Börse und die Gründungen. Berlin 1874.
- Glagau, Börsen- und Gründungsschwindel in Berlin. Leipzig 1876.
- Glaser, Die Börse. Frankfurt 1908.
- Goldtschmidt, Alte und neue Formen der Handelsgesellschaft. Berlin
1892.
- v. Gönner, Von Staatsschulden und deren Tilgungsanstalten. München
1826.
- Grün, Die Gefahren des Bankfiebers. Stuttgart 1857.
- Hausmeister, Großbetrieb und Monopol im Deutschen Bankwesen.
Stuttgart 1912.
- Heilfron, Geld, Bank, Börse.
- Heiligenstadt, Beiträge zur Lehre von den auswärtigen Wechselkursen.
Conrads Jahrb., III. F., Bd. 5.
- Heinemann, Die Existenzberechtigung der Aktien. Preuß. Jahrb. 1896.
— Ist der Verein der Berliner Produkthändler eine Börse? Berlin
1897.
- Homburg, Die Entwicklung des Zinsfußes in Deutschland von 1870 bis
1903. Frankfurt 1905.
- Hoschke, Das englische Bankwesen. Leipzig 1905.
- Hülsner, Die Börsengeschäfte. Berlin 1897.
- Jaffé, Das englische Bankwesen. Leipzig 1905.
- Jastrow, Verhandlungen d. Besprech. über kommunale Anleihen. Berlin
1899.
- Jeidels, Das Verhältnis der deutschen Großbanken zur Industrie. Leipzig
1909.
- Jöhlinger, Die Praxis des Getreidegeschäfts. Berlin 1910.
- Kahn, Geschichte des Zinsfußes in Deutschland. Stuttgart 1884.
- Kantorowicz, Die Wirksamkeit der Spekulation im Berliner Korn-
handel. Jahrb. f. Gesetzgeb. 15. Jahrg.

- Kaufmann, Die Finanzen Frankreichs. Leipzig 1882.
- Kimmich, Die Ursachen des niedrigen Kursstandes der deutschen Staatsanleihen. Stuttgart 1906.
- Kohler, Das Börsenspiel. Berlin 1894.
- Krupke, Konversationslexikon der Börse.
- Lamprecht, Vorlesungen über Wirtschaftsgeschichte der neuesten Zeit.
- Leist, Die Sanierung von Aktiengesellschaften. Berlin 1905.
- Lehmann, Die geschichtliche Entwicklung des Aktienrechts. Berlin 1895.
- Lexis, Das Handelswesen. (II.) Leipzig 1906.
- Spekulation, H. W. B. St. III. Aufl. 7. Bd.
- Liefmann, Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften. Jena 1913.
- Lotz, Technik des deutschen Emissionsgeschäfts. Leipzig 1890.
- Die nationale Bedeutung der Börse in „Deutschland“, 2. Jahrg., Heft 7.
- Die Börsenreform. Dresden 1897.
- Marx, Die Entwicklung der deutschen Provinzbörsen. Berlin 1913.
- Mauer, Die Kompetenzbeschränkung der Börsenzulassungsstelle. Bankarchiv 7. Jahrg.
- May, Das Grundgesetz der Wirtschaftskrisen. Berlin 1902.
- Bruno Mayer, Die Emission von Wertpapieren. Wien 1893.
- Die Effektenbörse und ihre Geschäfte. Wien 1899.
- „Mehr Licht“, Ein Beitrag zur Börsenreform. Berlin.
- Mehrens, Die Entstehung und Entwicklung der großen französischen Kreditinstitute. Stuttgart 1911.
- Meili, Der Staatsbankerott. Berlin 1895.
- Alfred Meyer, Die deutschen Börsensteuern. Stuttgart 1902.
- Dora Meyer, Das öffentliche Leben in Berlin im Jahre vor der Märzrevolution. Berlin 1912.
- Oskar Meyer, Aus welchen Gründen darf die Zulassungsstelle Emissionen ablehnen. Bankarchiv 7. Jahrg.
- Michaelis, Die wirtschaftliche Rolle des Spekulationshandels. 1865, In Volksw. Schriften 1873.
- Eisenbahnaktionäre und Eisenbahninteressenten. In Volksw. Schriften 1873.
- Die Handelskrise von 1857. In Volksw. Schriften 1873.
- Robert Milles, Die Pariser Börse. Berlin 1909.
- Mirabeau, Anklage gegen die Agiotage. Berlin 1871.
- Model-Loeb, Die großen Berliner Effektenbanken. Jena 1896.
- Möller, Gründerprozesse. Berlin 1876.
- Müller, Das Reportgeschäft. Zürich 1896.
- Munk, Mißbräuche an den Börsen. Berlin 1892.
- Nebenius, Der öffentliche Kredit. Karlsruhe 1829.
- Neuwirth, Die Spekulationskrise von 1873. Leipzig 1874.
- Noback, Aktien und Fonds. Leipzig 1861.
- Norden, Kapitalanlage. Berlin 1912.
- Nußbaum, Börsengesetz.
- Obst, Geld, Bank und Börsenwesen. Leipzig 1910.
- Oechelhäuser, Nachteile des Aktienwesens. Berlin 1878.

- Oldenberg, Zur Theorie der volksw. Krisen. Schmollers Jahrb. 1903.
- Paniowski, Die Montanindustrie Oberschlesiens vor 100 Jahren. Kattowitz 1899.
- Passow, Die wirtschaftliche Bedeutung und Organisation der Aktiengesellschaften. Jena 1907.
- Perrot, Das Aktienunwesen. Rostock 1876.
- v. Petrazycki, Aktienwesen und Spekulation. Berlin 1906.
- Pfleger u. Gschwindt, Börsenreform in Deutschland. München 1896.
- Pinner, Unnotierte Werte. Die Bank 1912.
- Plenge, Von der Diskontpolitik zur Herrschaft über den Geldmarkt. Berlin 1913.
- Pohle, Die Entwicklung des deutschen Wirtschaftslebens im letzten Jahrhundert. Leipzig 1908.
- „Praktiker“. Wie kann die Börse mehr der Allgemeinheit dienstbar gemacht werden? Schmollers Jahrb. 1907.
- Prion, Die Preisbildung an der Wertpapierbörse. Leipzig 1910.
- Reger, Entscheidungen der Gerichts- und Verwaltungsbehörden. München 1899.
- Reis, Zeichnung und Übernahme von Aktien. Berl. Jur. Beitr. 1907.
- Riesser, Die deutschen Großbanken. Jena 1912.
- Rocke, Kuxe und Börse. In „Vorträge über die wichtigsten Fragen a. d. Gebiet d. d. Kaliindustrie“. Hannover 1906.
- Rosendorff, Treuhandgesellschaften und deren Funktionen. Jahrb. f. Nat. u. Stat. 1906.
- Saling, Börsenpapiere. Berlin 1913.
- Senger, Die englische Rentenschuld. Finanzarchiv 1891.
- Schacht, Einrichtung, Betrieb und volkswirtschaftliche Bedeutung der Großbanken. Hannover 1912.
- Schäffle, Das heutige Aktienwesen. In Deutsche Vierteljahrsschrift 1855.
- Schanz, Börsenwesen in Elsters Wörterbuch.
- Schneider-Dalheim, Usancen der Berliner Fondsbörse. Berlin 1911.
- Schmalenbach, Die Technik der Emission. Zeitschr. f. handelsw. Forschung 7. Jahrg.
- Schmoller, Die geschichtliche Entwicklung der Unternehmung. Schmollers Jahrb. 1893.
- Einleitung zum statistischen Anlagenband des Berichts der Börsen-Enquete-Kommission.
- Grundriß der allgemeinen Volkswirtschaftslehre. Leipzig.
- Paul Schultze, Die Organisation der Berliner Börse. Dresden 1900.
- Schumacher, Die Ursachen der Geldkrisis. Dresden 1908.
- Schütze, Die Strafbarkeit des bucket shop-Systems. Berlin 1911.
- Schweizer, Leitfaden des Bank- und Börsenwesens. Leipzig 1908.
- v. Siemens, Die nationale Bedeutung der Börse. In „Die Nation“ 18. Jahrgang.
- Spangenthal, Geschichte der Berliner Börse. 1903.
- Spectator, Die Börse und ihre volkswirtschaftliche Bedeutung. 1896.
- Stillich, Eisen- und Stahlindustrie. Leipzig 1904.
- Steinkohlenindustrie. Leipzig 1906.

- Stillich**, Die Börse und ihre Geschäfte. Berlin 1909.
Struck, Die Effektenbörse. Schmollers Forschungen III, 37.
Swoboda, Börse und Aktien. Köln 1896.
 — Die Arbitrage in Wertpapieren. Berlin 1909.
Thorwart, Die Zulassung von Wertpapieren an den Börsen. Bankarchiv
 I. Jahrg.
 Verhandlungen des provisorischen Börsenausschusses.
Vindex, Großbanken. In „Pan“ 1912.
Wagner, Das Aktiengesellschaftswesen. In Schmollers Jahrb. Bd. 22.
Warschauer, Physiologie der Banken. Berlin 1903.
A. Weber, Depositen- und Spekulationsbanken. 1912.
Max Weber, Die Börse. Göttingen 1896.
Wiedenfeld, Die Börse. Berlin 1898.
Wiener, Die Börse. Berlin 1906.
Wiener u. Störk, Praktische Arbitrage-Rechnungen. Leipzig 1903.
Worms, Sociétés par actions et opération de bourse. Paris 1868.
Zeitschriften, Wörterbücher und Zeitungen:
 Bankarchiv — Berliner Tageblatt — Conrads Handwörterbuch —
 Deutsche Tageszeitung — Deutscher Ökonomist — Deutscher Reichs-
 anzeiger — Die Bank — Elsters Wörterbuch — Frankfurter Zeitung —
 Kölnische Zeitung — Moniteur des Intérêts matériels — Plutus —
 Rentzsch' Handwörterbuch — The Economist.
-

Verlag von Julius Springer in Berlin.

Über das Börsentermingeschäft in Wertpapieren.

Von

Dr. Heinrich Göppert,

Geheimer Oberregierungsrat, vortragender Rat im Ministerium für Handel
und Gewerbe, Staatskommissar bei der Berliner Börse.

Vorträge, gehalten in einem Fortbildungskurse für Juristen.

Preis M. 2,40.

Die Reichsfinanzgesetzgebung von 1913.

Von

Dr. Wilhelm Gerloff,

ord. Professor der Nationalökonomie und Statistik
der Universität Innsbruck.

(Sonderabdruck aus „Annalen für soziale Politik und
und Gesetzgebung“ Band III.)

Preis M. 1,60.

Von der Diskontpolitik zur Herrschaft über den Geldmarkt.

Von

Dr. Johann Plenge,

ord. Professor der wirtschaftlichen Staatswissenschaften
an der Universität Münster.

Preis M. 12,—; in Leinwand gebunden M. 12,80.

Die Technik des Bankbetriebes.

Ein Hand- und Lehrbuch des praktischen Bank-
und Börsenwesens.

Von

Bruno Buchwald.

Siebente, vermehrte und verbesserte Auflage.

In Leinwand gebunden Preis M. 6,—.

Der Getreideterminhandel in Deutschland vor und seit der Reichsbörsengesetzgebung.

Von

Walter Pinner

aus Berlin.

Erscheint im März 1914. Preis ca. M. 3,—.

Zu beziehen durch jede Buchhandlung.

Verlag von Julius Springer in Berlin.

Die Aktiengesellschaft nach den Vorschriften des Handelsgesetzbuchs vom 10. Mai 1897. Dargestellt und erläutert unter Anfügung eines Normalstatuts von Geh. Justizrat **Robert Esser** und Rechtsanwalt **Dr. Ferdinand Esser** in Köln. Dritte, vermehrte Auflage.

In Leinwand gebunden Preis M. 4,—.

Das Reichsgesetz betreffend die Gesellschaft mit beschränkter Haftung vom 20. April 1892 in der am 1. Januar 1900 in Kraft getretenen neuen Fassung. Von **Robert Esser**, Geheimer Justizrat zu Köln. Vierte, verbesserte Auflage. Kartoniert Preis M. 2,40.

Kartelle, Gewerkschaften und Genossenschaften nach ihrem inneren Zusammenhang im Wirtschaftsleben. Versuch einer theoretischen Grundlegung der Koalitionsbewegung. Von **Dr. Ernst Rothschild**.

Preis M. 4,80.

Die Interessengemeinschaften. Eine Ergänzung zur Entwicklungsgeschichte der Zusammenschlußbewegung von Unternehmungen. Von **Dr. Ulrich Marquard**.

Preis M. 2,—.

Die Diskontierung offener Buchforderungen. Ein Leitfaden für die Praxis. Von **Heinr. G. Mueller**.

Preis M. 2,—; in Leinwand gebunden M. 2,60.

Die Diskontierung von Buchforderungen in Österreich und Deutschland, unter besonderer Berücksichtigung der Diskontierungs-Genossenschaften. Von **Dr. Georg Eckstein**.

Preis M. 2,—.

Annalen für soziale Politik und Gesetzgebung. Herausgegeben von **Dr. Heinrich Braun**. Erscheinen seit Juni 1911.

Abonnementspreis für den Band von 6 Heften M. 18,—.

Einzelhefte M. 3,50.

Zu beziehen durch jede Buchhandlung.