

INDUSTRIE, KAPITALMARKT UND INDUSTRIELLE
EFFEKTEN IN DEN NIEDERLANDEN

INDUSTRIE, KAPITALMARKT
UND
INDUSTRIELLE EFFEKTEN
IN DEN NIEDERLANDEN

EIN BEITRAG ZUR KENNTNIS DER NIEDERLÄNDISCHEN INDUSTRIE
UND DER FAKTOREN, WELCHE DIE BESCHAFFUNG IHRER
ANLAGE-KAPITALIEN BEEINFLUSSEN

Dr. R. BRANDES DE ROOS
Dipl. Ing.

ERSTER TEIL

TEXT



HAAG
MARTINUS NIJHOFF
1928

ISBN 978-94-015-3770-4

ISBN 978-94-015-3861-9 (eBook)

DOI 10.1007/978-94-015-3861-9

INHALTSVERZEICHNIS

| | Seite. |
|---|--------|
| EINFÜHRUNG | XI |
| AUFBAU UND AUSARBEITUNG | XII |
| VERZEICHNIS DER GEBRAUCHTEN ABKÜRZUNGEN | XIV |
| ERRATA. | XIV |

A. DARSTELLUNG DER NIEDERLÄNDISCHEN INDUSTRIE

ERSTES KAPITEL: WIRTSCHAFTSSKIZZE DER INDUSTRIE

- § 1. *Die Industrialisierungsmöglichkeiten für Holland* 1
Vorbedingungen für eine Industrie, S. 1. — Die verbesserten Aussichten zu Ende des 19. Jahrhunderts, S. 2. — Der Bevölkerungszuwachs als Entwicklungsfaktor, S. 3.
- § 2. *Umfang der Industrie in den ersten Jahrzehnten des 20. Jahrhunderts* 4
Wirtschaftlicher Umfang, S. 4. — Die Nahrungs- und Genussmittel-Industrie, S. 6. — Metall- und Holzbearbeitungsindustrie, S. 9. — Chemische Industrie S. 11. — Textil-Industrie, S. 12. — Verschiedene Industrien, S. 12.
- § 3. *Die Industrie während der Kriegskonjunktur (1915—1920)* 13
Die Industrie beim Kriegsausbruch 1914, S. 13. — Beginn der Kriegskonjunktur 1916, S. 14. — Günstige Konjunktur im Jahre 1917, S. 15. — Stillstand im Jahre 1918, S. 15. — Unabhängigkeitsbestrebungen der nationalen Industrie, S. 16. — Ausbau der Industrie in den Jahren 1919/20, S. 17. — Ueberblick über die Ausdehnung der Industrie, S. 17.
- § 4. *Die Krisis von 1921* 18
Fehler, welche in der Kriegskonjunktur gemacht wurden, S. 18. — Bild der Krisis, S. 19. — Die Folgen der Krisis, S. 20. — Der anschliessende Tiefstand, S. 20. — In- und Auslandsabsatz der niederländischen Industrie, S. 22.

- § 5. *Die Konzentration in der niederländischen Industrie* 23
 Die Vorbedingungen für eine vertikale Konzentration, S. 23. — Die Vorbedingungen für eine horizontale Konzentration, S. 24. — Die Entwicklung des Konzentrationsgedankens während des Krieges und der anschliessenden Jahre, S. 24. — Zerlegung der Konzentrationsbewegung, S. 25. — Nahrungs- und Genussmittel-Industrie, S. 26. — Metall- und Holzbearbeitungsindustrie, S. 28. — Chemische-Industrie, S. 28. — Textil-Industrie, S. 29. — Verschiedene Industrien, S. 29.

ZWEITES KAPITEL: DIE N.V. ALS KAPITALANHÄUFENDE UNTERNEHMUNGSFORM

- § 6. *Rechtliche Bestimmungen der N.V.* 30
 Stellung der N.V., S. 30. — Geschichtlicher Ueberblick über das N.V. Recht, S. 30. — Die „geschlossene“ und „publike“ N.V., S. 31. — Die Gründung der N.V., S. 32. — Die Generalversammlung, S. 33. — Das Kollegium der Direktoren, S. 34. — Der Aufsichtsrat, S. 34. — Publizitätsverpflichtungen S. 35.
- § 7. *Die ökonomische Gestaltung der publ. N.V.* 35
 Oekonomisches Charakteristikum, S. 35. — Die Vergrösserung des fremden Kapitals zur Annäherung an die ökonomische Wirklichkeit, S. 35. — Die Ausgabe von Vorzugskapital zur Annäherung an die ökonomische Wirklichkeit, S. 36. — Die Ausgabe von Prioritätskapital zur Annäherung an die ökonomische Wirklichkeit, S. 37. — Die oligarchischen Klauseln zur Annäherung an die ökonomische Wirklichkeit, S. 37. — Das Wesen der Effekten-Substitution, S. 38. — Beispiel einer Substitution gefolgt von Aktienaussgabe, S. 39. — Die Effekten-Substitution gefolgt von Zertifikat-Aussgabe, S. 40.

DRIITES KAPITEL: DIE METHODE ZUR BESCHAFFUNG VON ANLAGEKAPITAL

- § 8. *Die unpersönliche Kapitalbeschaffung* 42
 Obligationen und Aktien, S. 42. — Die Zwischenformen, S. 42. — Die Beurteilung der Effekten, S. 43. — Die Höchstbeträge der Ausgaben, S. 44. — Andere Einteilung nach ökonomischem Gesichtspunkt, S. 45.
- § 9. *Die Kapitalbeschaffung aus eigenen Mitteln* 46
 Die Mittel zur Eigenkapitalisation, S. 46. — Die Folgen der konservativen Dividenden-Politik, S. 47.

B. DARSTELLUNG DER NIEDERLÄNDISCHEN KAPITALVERHÄLTNISSE

VIERTES KAPITEL: DER NIEDERLÄNDISCHE KAPITALSTROM

- § 10. *Die niederländischen Ersparnisse* 51
 Die Ersparnisse aus dem Vermögenseinkommen, S. 51. —
 Ersparnisse aus dem in Indien verdienten Einkommen,
 S. 52. — Ersparnisse aus dem Arbeitseinkommen, S. 53. —
 Die Unternehmung als Sparerin, S. 54. — Der Kapitalbe-
 griff, S. 54. — Die Verteilung der Ersparnisse über Kapital
 und Geldmarkt, S. 55. — Das Ineinandergreifen von Geld-
 und Kapitalmarkt, S. 56.
- § 11. *Der Amsterdamer Geldmarkt* 58
 Aufbau des niederländischen Geldmarktes, S. 58. — Stel-
 lung der Nederlandschen Bank am Geldmarkt, S. 59. —
 Die Entwicklung des niederländischen Geldmarktes, S. 60.
 — Die Internationalisierung, S. 61.
- § 12. *Die Amsterdamer Effektenbörse* 62
 Der holländische Effektenbesitz, S. 62. — Das Institut der
 Börse, S. 63. — Die Entwicklung nach 1914, S. 64. — Die
 Preisbildung an der Börse, S. 64. — Das Notierungssy-
 stem, S. 65. — Das Amsterdamer Comptantgeschäft und
 der Abwicklungsverkehr, S. 67. — Die Effektenbörsen in
 Rotterdam und im Haag, S. 68.
- § 13. *Der niederländische Effektenbesitz und die Emis-
sionstätigkeit* 68
 Angaben über den niederländischen Effektenbesitz zu Be-
 ginn dieses Jahrhunderts, S. 68. — Eigenschaften der An-
 lagewerte, S. 70. — Das Spekulationspapier, S. 71. — Dar-
 stellung der Emissionstätigkeit am öffentlichen Markt
 1913/26, S. 71. — Vergleich mit dem Umfang der Emis-
 sionstätigkeit im Ausland, S. 73. — Die Entwicklung in der
 Zusammenstellung des Effektenmaterials in diesem Jahr-
 hundert, S. 74.

FÜNFTES KAPITEL: DIE BÖRSE ALS EMISSIONSORGAN

- § 14. *Die Zulassung zum Börsenhandel* 76
 Das Reglement für die Aufnahme S. 76. — Nicht aufnah-
 mefähige Effekten, S. 76. — Voraussetzung der Zulassung
 S. 76. — Der Antrag auf Zulassung, S. 78. — Papiere,

welche dem Aufnahmegesuch beizufügen sind, S. 79. — Die Prüfung des Antrages, S. 82. — Sonderbestimmungen, S. 82.

§ 15. *Die Einführung zur Börse* 83

Die Bedeutung der Einführung, S. 83. — Die Einführung als Vorbereitung einer Emission, S. 83. — Die Einführung als Mittel zur Kapitalerlangung, S. 83. — Bestimmungen, an welche die Einführung unterworfen ist, S. 84.

SECHSTES KAPITEL: DIE BANKEN ALS EMISSIONSORGANE FÜR DIE INDUSTRIE

§ 16. *Die Entwicklung der allgemeinen Banken* 85

Die Banken als Emissionsorgane, S. 85. — Die Lage des Bankwesens während der Bankkonzentration 1911, S. 86. — Zunahme der fremden Mittel 1915/20, S. 88. — Die Umstellung der Bankgeschäfte, S. 89. — Ausbau der Bankorganisation, S. 91. — Das Bankwesen während der Krise, S. 91. — Das Bankwesen während des anschließenden Tiefstandes, S. 93.

§ 17. *Ueberblick über die einzelnen niederländischen Grossbanken* 94

Rotterdamsche Bankvereinigung, S. 94. — Amsterdamsche Bank, S. 95. — Twentsche Bank, S. 96. — Incasso Bank, S. 97. — Ueberblick über die Zweigniederlassungen im Ausland, S. 98. — Nederlandsche Handel Mij., S. 99. — Nederlandsch-Indische Handelsbank, S. 100.

C. DARSTELLUNG DER INDUSTRIELLEN EFFEKTEN IN HOLLAND

SIEBENTES KAPITEL: GESCHICHTLICHER ÜBERBLICK ÜBER DIE INDUSTRIELLEN EMISSIONEN

§ 18. *Einführung der industriellen Effekten an der Börse* 103

Stimmung des 19. Jahrhunderts, S. 103. — Umstellung in den 90ziger Jahren, S. 106. — 1895 und anschließende Jahre, S. 106. — Zergliederung der im Jahre 1914 vorhandenen industriellen Effekten, S. 110. — Kapitalbeschaffung im Ausland, S. 111.

- § 19. *Das zunehmende Interesse für die industriellen Effekten seit 1915* 112

Die Aenderungen in der Struktur der holländischen Wirtschaft, S. 112. — Zunehmendes Interesse für die heimische Wirtschaft, S. 115. — Die industriellen Emissionen von 1916/18, S. 117. — Die Emissionen von 1919/21, S. 118. — Betrachtung des 1920 vorhandenen Effektenmaterials, S. 121.

- § 20. *Stillstand während der allgemeinen Wirtschaftskrisis seit 1921* 122

Wiederspiegelung der Krisis im industriellen Effektenmaterial, S. 122. — Sanierung der industriellen Unternehmungen, S. 123. — Das wiedererwachende Interesse für die industriellen Effekten, S. 125.

ACHTES KAPITEL: WIRTSCHAFTLICHE BEDEUTUNG DER INDUSTRIELLEN EFFEKTEN

- § 21. *Wirtschaftliche Bedeutung der industriellen Effekten* 128

Der Begriff „wirtschaftliche Bedeutung“, S. 128. — Berechnung des in der Industrie angelegten Kapitals, S. 128. — Vergleich zwischen dem Effektenmaterial und den in der Industrie angelegten Kapitalien, S. 130. — Die Arbeitsmöglichkeiten, durch börsengängige Industriepapiere geschaffen, S. 131. — Die Bedeutung des Effektenmaterials an der Börse, S. 132. — Rentabilität des aus dem öffentlichen Markt genommenen Industriekapitals, S. 134.

NEUNTES KAPITEL: DER FINANZIELLE AUFBAU DER INDUSTRIELLEN „PUBL.“ N.V.

- § 22. *Untersuchung des finanziellen Aufbaus der industriellen publ. N.V.* 136

Das Material, S. 136. — Die Einrichtung der Untersuchung, S. 137. — Die verwendete Bezugsgrösse, S. 138. — Umfang der Untersuchung, S. 139.

- § 23. *Zusammensetzung des Kapitals und dessen Rentabilität* 141

Die Kapitalkonzentration, S. 141. — Zusammensetzung des Kapitals, S. 141. — Statutarische Reserven, S. 142. — Börseninteressen am Kapital, S. 142. — Die übrigen Betriebsmittel, S. 143. — Rentabilität, S. 144. — Die Ge-

| | | |
|-------|--|-----|
| | winnverteilung, S. 145. — Anhaltspunkte über die Dividendenpolitik, S. 145. | |
| § 24. | <i>Der Bilanzaufbau</i> | 146 |
| | Einteilung der Bilanzposten, S. 146. — Die Bezugsgrösse, S. 146. — Die Investierung, S. 147. — Vorräte und Halbfabrikate, S. 148. — Liquide Mittel, S. 149. — Gesamtforderungen, S. 149. — Gesamtschuldenlast, S. 150. | |
| § 25. | <i>Das Verhältnis zwischen der Grösse der Fabrikseinrichtung und der Arbeiterzahl</i> | 150 |
| | Die Typenarbeiterzahl als Bezugsgrösse, S. 150. — Genauigkeit der Untersuchung, S. 151. — Das Kapital pro Typenarbeiter, S. 152. — Investierung pro Typenarbeiter, S. 155. — Vorräte und Halbfabrikate pro Typenarbeiter, S. 156. | |
| § 26. | <i>Einige Bemerkungen über den finanziellen Aufbau der einzelnen Industriezweige</i> | 158 |
| | Margarine-, Oele-, Fette- und Seifen-Industrie, S. 158. — Zucker-Industrie, S. 159. — Uebrige Nahrungsmittel-Industrie incl. Bierbrauereien, S. 160. — Tabak-Industrie, S. 161. — Eisen-Industrie, S. 162. — Schiffbau, S. 163. — Elektrotechnische-, Metall- und Holzbearbeitungsindustrie, S. 164. — Chemische Industrie, S. 165. — Textil-Industrie, S. 165. — Verschiedene Industrien, S. 166. | |

D. NACHSCHRIFT

ZEHNTE KAPITEL: SCHLUSSBETRACHTUNG

| | | |
|-------|--|-----|
| § 27. | <i>Die industrielle Kapitalbeschaffung und die Struktur der niederländischen Wirtschaft</i> | 169 |
| | Mentalität der niederländischen Grosskapitalisten, S. 169. — Die Kleinkapitalisten und die industriellen Effekten, S. 170. — Die Finanzierung einer Industrie Gründung, S. 171. — Stellung des Bankwesens S. 172. — Die Errichtung besonderer Kreditinstitute, S. 172. — Die Holding Company als Vermittlerin zwischen Industrie und Kapitalmarkt, S. 173. | |
| | VERZEICHNIS DER ERLÄUTERTEN GRUNDBEGRIFFE | 174 |
| | QUELLEN- UND LITERATURVERZEICHNIS | 175 |

EINFÜHRUNG

In den letztvergangenen Jahren lässt sich in dem holländischen Wirtschaftsleben ein zunehmendes Interesse für die Beschaffung von langfristigen Mitteln an die heimische Industrie feststellen. Im Jahre 1921 wurde von N. J. Polak für verschiedenartige Betriebe der Bedarf an Mitteln theoretisch entwickelt, bald darauf unter dem Titel „Grundzüge der Finanzierung mit Rücksicht auf die Kreditdauer“ in den „Betriebs- und Finanzwirtschaftlichen Forschungen“ ins Deutsche übersetzt. Im selben Jahre erschien eine Betrachtung über die für Holland am meisten gangbaren Effekten und Kreditformen von B. H. de Jongh. Jedoch fehlte noch stets eine Darstellung über den Umfang, in welchem das Neukapital unmittelbar der Industrie anvertraut wurde. Diese Lücke auszufüllen neben der Darstellung der beherrschenden Faktoren, ist der Zweck nachfolgender Arbeit. Im Gegensatz zu der Polak'schen Arbeit musste hier infolge der Unselbständigkeit und des geringen ökonomischen Einflusses der holländischen Industrie die Konjunktur an der Börse leitender Gesichtspunkt sein.

Bei der Ausarbeitung machte sich der Mangel an Vorarbeiten sehr unangenehm bemerkbar; ausser vereinzelt Broschüren und einigen Aufsätzen von „de B.“ in den Economisch-Statistische-Berichten war bisher kein systematisch zusammengefasstes Material vorhanden. Ich was deshalb für das Sammeln und die statistische Bearbeitung desselben auf mich selbst angewiesen, was monatelange, sorgfältigste Arbeit erforderte. Insoweit die Ausarbeitung pro Arbeiter vorgenommen wurde, war ich hierzu nur durch das ausserordentliche Entgegenkommen der Rijksverzekeringsbank in der Lage. An dieses Institut sowie an die vielen Personen aus wirtschaftlichen und wissenschaftlichen Kreisen, die durch ihr weitgehendes Entgegenkommen an der Zusammenstellung dieser Arbeit mitgewirkt haben, sei an dieser Stelle nochmals ein herzliches Wort des Dankes gerichtet. Insbesondere danke ich auch Prof. Dr. C. Eisfeld für die freundliche Unterstützung bei der Zusammenstellung und Ausarbeitung.

Rotterdam, Frühjahr 1927

R. BRANDES DE ROOS

AUFBAU UND AUSARBEITUNG

Wie der Untertitel angibt, ist die nachfolgende Arbeit ein Beitrag zur Kenntnis der holländischen Industrie und der Faktoren, welche die Beschaffung ihrer Anlagekapitalien beeinflussen. Sie richtet sich infolgedessen sowohl an ökonomisch gebildete Leser als an solche aus industriellen Kreisen. Aus letzterem Grunde musste auf ökonomische Probleme öfters ausführlicher eingegangen werden. Für den mehr ökonomisch orientierten Leser mussten wir dagegen zur besseren Beurteilung des industriellen Effektmaterials einen selbständigen Abschnitt über die Darstellung des finanziellen Aufbaus der industriellen „Publieke Naamlooze Vennootschap“ beifügen; zur weiteren Vervollständigung ferner eine Wirtschaftsskizze der Industrie vorausschicken. Namentlich musste für die deutschen Leser, bei denen nicht ohne weiteres eine Vertrautheit mit dem Aufbau des niederländischen Wirtschaftslebens vorauszusetzen war, auf Einzelheiten ausführlicher eingegangen werden. Ebenso musste darauf Rücksicht genommen werden, dass Volkswirtschaftler und Industrielle infolge ihres verschiedenen Interessenkreises andere Anforderungen an die Arbeit stellen würden, während verschiedene Leser sich auch nur für einen Teil des Stoffes interessieren würden.

Unter dem Einfluss dieser Leitgedanken kamen wir zu einer Spaltung der Materie in drei Hauptteile: einer Darstellung der Industrie, des Kapitalmarktes und des industriellen Effektmaterials. Diese Teile wurden wieder sämtlich in ihre Elementarvorgänge zerlegt, deren Behandlungsfolge sich aus den denkbar einfachsten wirtschaftlichen Zusammenhängen ergab und auch für den nicht ökonomisch orientierten Leser leicht verständlich ist. Hierdurch wurde sowohl ein ziemlich vollständiges Bild der öffentlichen industriellen Kapitalbeschaffung entrollt als auch eine Möglichkeit zur schnellen Orientierung bei evtl. vorliegenden Spezialinteressen gegeben. In letzterer Richtung haben wir die Arbeit durch eine übersichtliche Inhaltsangabe und ein spezielles

Register für die verwendeten Grundbegriffe noch ergänzt. Der formelle Nachteil der geschichtlichen Wiederholung innerhalb der drei Hauptteile, bei einem chronologischen Aufbau nicht vorhanden, wurde bei zweckmässiger Verteilung der Materie auf die verschiedenen Paragraphen durch eine geringe Anzahl Verweise in befriedigender Weise ausgeglichen.

VERZEICHNIS DER GEBRAUCHTEN ABKÜRZUNGEN

| | | |
|--------------|---|--|
| B.G.B. | = | Bürgerliches Gesetzbuch. |
| Ec.Stat.Ber. | = | Economisch Statistische Berichten. |
| Mij. | = | Maatschappij (Gesellschaft). |
| Mill. | = | Millionen. |
| N.R.C. | = | Nieuwe Rotterdamsche Courant. |
| N.i.d.H. | = | Niet in den Handel (nicht im Handel). |
| N.V. | = | Naamlooze Vennootschap (Aktiengesellschaft). |
| Publ.N.V. | = | Publieke Naamlooze Vennootschap. |
| V.v.d.E. | = | Vereeniging voor den Effectenhandel (Verein für den Effektenhandel). |
| W.v.K. | = | Wetboek van Koophandel (Handelsgesetzbuch). |

ERRATA

- S. 5: In der 17. Zeile von oben steht gedruckt: meistens; man lese: mindestens
 - S. 23: In der 11. Zeile von oben steht gedruckt: Textil- und Papier-Industrie; man lese: Kakao-, Textil- und Papier-Industrie
 - S. 75: In der Tabelle steht in der letzten Rubrik gedruckt 1915; man lese 1925
 - S. 138: In der 4. Zeile von oben steht gedruckt: in den anschliessenden Jahren 1918/19; man lese: in den anschliessenden Jahren, *besonders* 1918/19
 - S. 170: in der 7. Zeile von oben steht gedruckt: einriss; man lese: einriss
-

A. DARSTELLUNG DER NIEDERLÄNDISCHEN
INDUSTRIE

ERSTES KAPITEL

WIRTSCHAFTSSKIZZE DER INDUSTRIE

§ 1. *Die Industrialisierungsmöglichkeiten für Holland*

Wenn wir Holland um die Mitte des 19. Jahrhunderts als Handels- und Agrarstaat antreffen, so ist dieser Rückstand der Industrie ¹⁾ in erster Linie der Rohstoffarmut des niederländischen Bodens zuzuschreiben, der keine Erze und — ausser in der Neuzeit entdeckten Salzsichten — keine Mineralien birgt. Die wenigen Kohlen gehören zu dem Wurmgebiet bei Aachen, liegen sehr weit vom eigentlichen Handelszentrum entfernt und sind ausserdem nicht einmal zu allen industriellen Zwecken geeignet. Hierdurch war insbesondere das Hochkommen einer Schwerindustrie unmöglich, und fehlten dem Wirtschaftsleben zugleich die von dieser ausgehenden Anregungen.

Der Bedarf an Industrie-Produkten war sehr gering, und der Holländer liess überdies bei der Auswahl dieser Produkte nicht in erster Linie nationale Gesichtspunkte gelten. Hollands geographische Lage und seine Stellung als Handelsstaat brachten von jeher die ausländischen Industrieerzeugnisse in genügendem Umfang und zu billigen Preisen an den niederländischen Markt, sodass ein Bedürfnis nach heimischer Industrie nicht bestand, während Handel und Landwirtschaft für die damalige Bevölkerungszahl noch ein genügendes Auskommen boten. Dass der nationale Bedarf auch in späteren Jahren, als er sich bereits sehr vergrössert hatte, bei der geringen Bodenfläche Hollands nicht gross genug war, um eine ausgedehnte Industrie ins Leben zu rufen, geht

¹⁾ Für einen geschichtlichen Ueberblick der niederländischen Industrie im 18. und 19. Jahrhundert s. E. H. von Baumhauer: *Voorlezingen over de Nederlandsche Nijverheid en de Middelen om haar te ontwikkelen*. Haarlem 1856, Z. W. Sneller: *De Ontwikkeling der Nederlandsche Export-Industrie*. Vortrag Rotterdam 1925 n.i.d.H., und I. J. Brugmans: *De arbeidende klasse in Nederland in de 19de eeuw (1813—1870)*, Diss. Amsterdam-Den Haag 1925. Ferner Ph. J. Ketner: „Nijverheid“ *Nederland in den Aanvang der XXe eeuw*. Leiden 1910, S. 538.

schon daraus hervor, dass nach Treub ¹⁾ die Export-Industrie sich finanziell stets am besten stand.

Für eine Industrialisierung ist ebenfalls die holländische Mentalität nicht so günstig wie die deutsche, da der holländische Charakter etwas Ueberlegendes hat, womit eine hohe Einschätzung eigener Arbeitsleistung gepaart geht. Geborene Techniker, wie z.B. Max Eyth ²⁾ sie beschreibt, trifft man hier wenig an. Das Denken der holländischen Geschäftsleute haftet durchaus an der Wirklichkeit und ist stets auf schnelle Realisierung der Erfolge bedacht. Solche Mentalität ist durchweg der grosszügigen Phantasie entgegengesetzt, welche für das Zusammenstellen grosser industrieller Pläne notwendig ist; tritt die Letztere doch auf, dann leidet sie meistens an mangelndem Verständnis, oder, was ebenso gefährlich ist, an genügender Kontrolle seitens der Wirtschaft.

Ein Faktor von Bedeutung ist ferner auch, dass Holland infolge des ungünstigen Ablaufs des vierten englischen See-Krieges und der anschliessenden napoleonischen Kriege, während der industriellen Revolution, in der die anderen Staaten gerade ihre Industrien ausbauten, eine Krisis durchmachte.

Den bisher erwähnten Faktoren, die auf die Industrialisierung Hollands einen hemmenden Einfluss ausübten, stand jedoch ein ausgedehnter Handel gegenüber, besonders mit Kolonialprodukten. Hier ist an erster Stelle die Tätigkeit der Nederlandsche Handel-Mij. zu erwähnen, der Holland ein erneutes Aufblühen seiner beiden grössten alten Industrien, des Schiffbaus und der Textil-Industrie, verdankt. Daneben wirkte auch die Landwirtschaft anregend als Rohstofflieferant und Abnehmer. Es bleibt aber zu bedenken, dass die Interessen von Handel und Landwirtschaft vielfach denen der Industrie auch entgegengesetzt waren; wir brauchen hier nur auf die Frage der Zolltarife zu verweisen.

Trotz allem besserten sich jedoch die Vorbedingungen für die Industrialisierung zu Ende des 19. Jahrhunderts. Auch das Handwerk wurde mehr und mehr maschinell betrieben und baute sich zu kleineren und grösseren Industriebetrieben aus. Die

¹⁾ s. M. B. Treub: Oorlogtijd, Haarlem 1916, S. 101.

²⁾ s. Max Eyth: Hinter Pflug und Schraubstock, Stuttgart, u. a. Werke.

Wohlfahrt der Holländer begann sich dabei auch nach aussen hin mehr zu zeigen, was zu einem grösseren Bedarf führte.

Nach vorliegenden Berechnungen waren auch die Arbeitsbedingungen in Holland günstiger als in einem anderen Staat. Die Handelskammer im Ruhrgebiet stellte zu Ende des 19. Jahrhunderts fest ¹⁾, dass eine Arbeiterfamilie von sechs Personen in Holland mit 21 Mark dieselben Bedürfnisse befriedigen konnte wie in Deutschland mit 28 Mark. Auch waren infolge des Dumping-Systems der grossen Industrie-Staaten und des holländischen Freihandels die technischen Hilfsmittel hier oft billiger als im Ausland, wodurch die Industrie in Holland fähig war, mit den umliegenden Staaten zu konkurrieren. Die Bedeutung der Entfernung wurde durch die verbesserten Transportmöglichkeiten abgeschwächt.

Auf die Industrialisierung Hollands wirkte aber auch ganz besonders der Bevölkerungszuwachs ein, welcher seit dem 19. Jahrhundert sehr gross war, so stark selbst, dass nach Sneller ²⁾ Holland eine Industrialisierung unter dem „Schreckgespenst“ des Bevölkerungszuwachses notwendig hinzunehmen habe.

Bevölkerungszahl von Holland ³⁾

| Am 31. Dezember | Einwohnerzahl | Bevölkerungszuwachs |
|-----------------|---------------|---------------------|
| 1869 | 3.579.529 | 433.164 |
| 1879 | 4.012.693 | 498.722 |
| 1889 | 4.511.415 | 592.722 |
| 1899 | 5.104.137 | 753.938 |
| 1909 | 5.358.175 | 1.007.139 |
| 1920 | 6.865.314 | |

Für diese Bevölkerungszunahme mussten auch neue Erwerbsquellen gesucht werden, sodass sich im Einklang mit der Entwicklung in den umliegenden Staaten auch die Berufsstruktur des niederländischen Volkes änderte. Der gewerblich tätige Teil

¹⁾ s. A. Heringa: *Fretrade and Protectionism in Holland*, Haarlem 1914, S. 48.

²⁾ s. Z. W. Sneller s. o., S. 25.

³⁾ Quelle: *Jaarcijfers voor Nederland 1923/24*, S. 3.

der Bevölkerung nahm auf Kosten der Landwirtschaft zu, was wir deutlich in einem Abströmen von der Landwirtschaft nach den Gewerben sehen können. Das Interesse, welches man der Industrie (und dem Handwerk) entgegenbrachte, tritt auch sehr deutlich in Zahlen hervor, wenn man die Zunahme der Berufstätigen feststellt und untersucht, welcher Prozentsatz hiervon in der Industrie und dem Handwerk Anstellung fand. Dieser betrug für die Jahre.

| | |
|-------------------|--------|
| 1899—1909 | 43,4 % |
| 1909—1920 | 50,2 % |

§ 2. *Umfang der Industrie in den ersten Jahrzehnten des 20. Jahrhunderts*

Die von der Verwaltung der Unfallversicherung (Rijksverzekeringsbank) veröffentlichte Statistik gewährt bis zu einem gewissen Grade einen Einblick in den Fortschritt der Industrialisierung Hollands. In dieser Statistik werden ca. 400 Industriezweige angeführt, von denen die Typenarbeiter-Anzahl einzeln angegeben wird, welche nach den verschiedenen Betriebsgrößen klassifiziert werden. Die Anzahl der Typenarbeiter wird durch die Rijksverzekeringsbank dadurch gewonnen, dass sie die in einem Gewerbe geleisteten Gesamt-Arbeitstage durch 300 teilt. Der Begriff „Arbeiter“ ist dabei so zu verstehen, dass die Betriebsangestellten einbegriffen sind. Bei Betrieben, welche das ganze Jahr voll arbeiten, deckt sich die Anzahl der Typenarbeiter somit fast mit der Summe von Angestellten und Belegschaft. In Saison-Betrieben, in welchen nur die Hälfte des Jahres gearbeitet wird, zählt die Anzahl der Typenarbeiter etwa die Hälfte der während der Arbeitszeit Beschäftigten.

Betriebe, welche nicht einer der 400 Gruppen voll zugerechnet werden konnten, wurden in einzelne Teile zerlegt, die den verschiedenen Gruppen zugeteilt wurden, da leitender Gesichtspunkt nicht die Ermittlung der wirtschaftlichen Einheiten (Unternehmungen) war, sondern die Aufteilung der wirtschaftlichen Einheiten nach Gefahrengruppen. Daher erscheint z.B. die Färberei-Abteilung einer Textil-Unternehmung nicht unter der Textil-Industrie, sondern unter der chemischen Industrie. Die Angaben der Statistik enthalten dadurch aber stets doppelte Zahlen; erstens

für „enkelvoudige“ Betriebe (einheitliche), welche der genannten Gruppe voll zugerechnet werden können, und zweitens für „samen-gestelde“ Betriebe (kombinierte), welche nur teilweise dieser Gruppe angehören.

Die 400 Industrien werden in der Statistik auch zu grösseren Industriezweigen zusammengefasst, doch ist diese Einteilung für unsere Zwecke nicht verwendbar, da hierin zunächst keine Trennung zwischen Industrie und verwandten Betrieben vorgenommen, und ferner auch das Handwerk einbegriffen ist. An dieser Stelle sei darauf hingewiesen, dass das holländische Wort „Nijverheid“ extensiv sowohl Gewerbe, Industrie, Bergbau, Eisenbahnwesen, als auch Schiffahrt umfasst ¹⁾.

Für unsere Zwecke war es deshalb notwendig eine Trennung zwischen Handwerk und Industrie vorzunehmen, und wir haben die Grenze von 10 Arbeitern angenommen. Aus der Erwägung heraus, dass jedoch die unter kombinierten Betrieben erwähnten Unternehmungen meistens zweimal vorkommen mussten, haben wir die Zahl von 10 Arbeitern auf die Hälfte, demnach auf 5 Arbeiter reduziert. Da wir nun eine Verbindung zwischen der Industrie und dem Kapitalmarkt bezwecken, haben wir eine neue Einteilung in jene 5 Gruppen vorgenommen, die dem Kapitalmarkt geläufig sind. Zu unserem Bedauern blieben hierdurch einige Industrien unberücksichtigt und zwar in erster Linie die Diamant-Industrie, welche für Holland eine ziemlich grosse Bedeutung hat, da sie ca. 10.000 Arbeiter beschäftigt. Sie hat sich für ihre Finanzierung aber bis heute noch nicht mit Effekten an den Amsterdamer Kapitalmarkt gewandt ²⁾. Ebenso konnten wir die Bergwerke nicht berücksichtigen, weil diese fast ausschliesslich in Staatshänden sind; dasselbe gilt für die Gas-, Elektrizitäts- und Wasserleitungs-Gesellschaften, welche in der Mehrzahl städtische Betriebe sind. Die Keramik- und Eisfabriken haben wir auch nicht angeführt, da sie in keine der fünf Betriebszweige einzureihen und auch nicht wichtig genug waren, um selbständig ange-

¹⁾ s. Van Dale's Groot Woordenboek der nederl. Taal, 6. Aufl., Den Haag 1924, S. 1235.

²⁾ Die Diamantindustrie hat aber trotzdem dem Kapitalmarkt grosse Beträge entzogen, indem die von Amsterdamer Bankinstituten in reichlichem Masse verliehenen Kontokorrentkredite infolge der anhaltenden Malaise in der Diamantindustrie einen langfristigen Charakter annahmen. Zahlenangaben sind hierüber nicht zur Verfügung.

führt zu werden ¹⁾. In dieser Weise haben wir Tabelle I Band II zusammengestellt, aus der die Entwicklung der niederländischen Industrie von den Jahren 1909 bis 1919 hervorgeht, wenn auch die Bedeutung nicht ausschliesslich durch die Anzahl der darin beschäftigten Typenarbeiter angegeben wird, sondern ebenfalls durch andere Momente, wie z.B. Kapitals- oder Arbeits-Intensität, Lebenswichtigkeit eines Betriebes, u.s.w.

Anzahl der Typenarbeiter in den Industriezweigen

| | 1909 | 1919 |
|---|---------|---------|
| Metall- u. Holzbearbeitungs-Ind. . . | 79.235 | 116.183 |
| Nahrungs- u. Genussmittel-Ind. . . . | 47.281 | 73.335 |
| Textil-Industrie | 48.688 | 59.296 |
| Chemische Industrie | 18.757 | 22.913 |
| Verschiedene Industrien (Bau-, Papier-, Leder-Ind.) | 63.344 | 82.782 |
| Gesamtindustrie ²⁾ : | 257.305 | 354.509 |

Nachdem wir aus dieser Aufstellung einen Gesamteindruck über die fortschreitende Industrialisierung gewonnen haben, gehen wir im Folgenden zur Betrachtung der fünf Industriezweige im einzelnen und ihrer Entwicklung in den Vorkriegsjahren 1910—1913 über. Die Reihenfolge ist dabei nach der Bedeutung der Anteilnahme der einzelnen Zweige am öffentlichen Kapitalmarkt vorgenommen ³⁾.

I. Die Nahrungs- und Genussmittel-Industrie

Von der *Margarine-, Oele-, Fette- und Seifen-Industrie* ist die Margarine-Industrie die weitaus wichtigste; sie ist über-

¹⁾ Die Keramik-Industrie ist verbreitet in der Provinz Süd-Holland und in Limburg. Nennenswert sind die Betriebe von P. Regout in Maastricht, welche rund 3000 Arbeiter beschäftigen.

²⁾ Ohne die unberücksichtigt gebliebenen Industrien.

³⁾ Für eine Darstellung der niederländischen Industrie zu Beginn des 19. Jahrhunderts s. man die umfangreiche Arbeit von J. C. Everwijn: *Historische Beschrijving van Handel en Nijverheid in Nederland*. 2 Bände, den Haag 1912.

haupt die grösste sämtlicher Nahrungs- und Genussmittel-Industrien. Sie gehört zu den jüngeren Industrien und erfuhr ihre grosse Ausdehnung besonders während des Weltkrieges 1914/1918 und in den beiden anschliessenden Jahren, wobei sie sich auch grosse Auslandsinteressen zu sichern wusste. Wir erwähnen den Jürgens-Konzern und van den Bergh's Margarine Fabriken. Ebenso wie die Margarine-Industrie arbeitet auch die Kerzen-Industrie für den Export, wogegen die Seifen-Industrie nur für den Inlandsbedarf produziert. Ueber den Umfang dieser Industrie im Jahre 1910 gibt die folgende Tabelle Auskunft. Die meisten dieser Industrien sind jedoch kapitalintensiv, sodass ihre Bedeutung nicht lediglich nach der Arbeiterzahl ermessen werden kann:

| | | |
|---------------------|-------|---------------|
| Margarine Industrie | 2.585 | Typenarbeiter |
| Oel- und Fett | 2.812 | „ |
| Kerzen | 1.214 | „ |
| Seifen | 890 | „ |

insgesamt: 7.501 Typenarbeiter.

Von jeher waren in Holland *Zucker*-Raffinerien heimisch, welche den aus Indien ausgeführten Rohrzucker verarbeiteten. Erst nachdem die Landwirtschaft zu Ende des 19. Jahrhunderts der amerikanischen Konkurrenz nicht mehr gewachsen war und sich auf Rübenbau umstellte, kam die Rüben-zuckerindustrie in Holland hoch. Die Verarbeitung von Rüben auf Rohrzucker ist hauptsächlich in Westbrabant und Groningen ansässig. Im Jahr 1910 beschäftigte sie 5.817 Typenarbeiter, die sich wie folgt verteilen: Verarbeitung auf Rohrzucker ¹⁾: 4.316 Typenarb.

Raffinerien (Rohr- und Rüben): 1.419 „

Zu der Gruppe „*Industrie der übrigen Nahrungsmittel*“ gehören einerseits holländische Spezialitäten, andererseits Industrien, die als Fortsetzung des Handwerks sehr deutlich den Stempel des lokalen Bedarfs tragen (z.B. Bäckereien) und meistens in den Grossstädten angetroffen werden. Nur die Kartoffelmehl-Fabriken liegen hauptsächlich in den Gegenden der früheren Torfgewinnung bei Groningen und Umgebung, da infolge der abgebauten Torffelder viele Arbeiter nach neuen Erwerbsmöglichkeiten

¹⁾ Da die Rohrzuckerbearbeitung ein Saison-Betrieb ist, wird es interessant sein anzuführen, dass nach Everwijn die Gesamtzahl der während der Saison angestellten Arbeiter 10.000 beträgt. Everwijn s. o. S. 472.

ten suchten und die Bodenbeschaffenheit dort zur Anpflanzung der Fabrikskartoffeln geeignet war. Grosse Mehlmühlen finden wir auch in Nordholland. Ueber die wirtschaftliche Bedeutung dieser Industrien gibt uns die folgende Tabelle Auskunft:

| | | |
|----------------------------------|-------|---------------|
| Brotfeinbäckereien | 9.222 | Typenarbeiter |
| Mehl- und Stärkefabriken | 4.194 | „ |
| Conservenfabriken | 4.366 | „ |
| Molkereien | 7.374 | „ |
| Graupen- und Reisschälereien . . | 1.260 | „ |

insgesamt: 26.416 Typenarbeiter

Die *Kakao-Industrie* ist infolge der Kolonialbesitzungen in Holland sehr bedeutend und hat sich nach Zeiten des Verfalls und Wiederaufbaus bis heute zu behaupten gewusst. Holland nimmt in der Zubereitung von Kakao die fünfte Stelle in der Weltproduktion ein, im Verbrauch pro Kopf der Bevölkerung die erste. Die Kakao-Industrie arbeitet zum grössten Teil für den Export. Sie beschäftigte im Jahre 1910: 3.232 Typenarbeiter. Die Fabriken liegen in den grossen Städten Südhollands und in anderen Städten des Landes, konzentrieren sich jedoch besonders um Amsterdam.

Auch die *Bierbrauereien* haben sich schon lange zu Grossbetrieben entwickelt und eine auffallende Konzentration gebildet, besonders in den Hauptstädten des Landes. Bemerkenswert sind die mit dem Absatz verbundenen Schwierigkeiten. Das sogenannte Lagerbier wurde früher vielfach nach England, heute hauptsächlich nach Indien versandt. Im Ganzen arbeiteten in dieser Branche im Jahre 1910: 2.789 Typenarbeiter, wobei zu bemerken ist, dass der Bierbrauereibetrieb kapital-intensiv ist.

Die *Tabak-Industrie* ist in Holland schon lange heimisch und während einerseits die eigentliche Tabak-Industrie langsam abnimmt, ist andererseits ein stetes Anwachsen der Zigarren- und Zigaretten-Industrie zu konstatieren. Wir finden die Tabak- und Zigarren-Industrie in fast allen Ortschaften des Landes, jedoch in stärkerer Konzentration in dem Industrie-Bezirk Südrabants und in den Grossstädten Südhollands. Einen Ueberblick über die Entwicklung in den letzten Jahren gewinnen wir bei dem Vergleich der Anzahl Typenarbeiter in den Jahren 1910 und 1919:

| | 1910 | 1919 | |
|------------------------|-------|-------|---------------|
| Tabak-Industrie . . | 2.133 | 1.481 | Typenarbeiter |
| Zigarren-Industrie . . | 1.969 | 5.227 | „ |
| Insgesamt . . | 4.102 | 6.708 | „ |

II. Metall- und Holzbearbeitungs-Industrie

Bei dem Mangel an verarbeitbaren Erzen ist die *Eisen-Industrie* für Holland keine natürliche Industrie. Im Zusammenhang hiermit findet man fast ausschliesslich Fabriken, die eine Weiterverarbeitung der aus dem Ausland bezogenen Halbfabrikate vornehmen. Die Metall-Industrie verdankt ihr Hochkommen besonders dem allgemeinen Bedarf der anderen Industrien. Wir nennen hier die Bedürfnisse der Textil-Industrie, des Schiff-, Kanal- und Eisenbahnbaus, sowie der kolonialen Zucker und anderen Industrien. Die südlimburgischen Bergwerke haben erst später ihren Bedarf an Maschinen bei holländischen Fabriken gedeckt. Im Zusammenhang mit dem Absatz findet man die Fabrikation von grösseren Maschinen hauptsächlich in der Nähe der Textil-Industrie (Twente) und des Schiffbaus (Seeprovinzen), wogegen die Herstellung von Werkzeugen und Gebrauchsartikeln über das ganze Land verbreitet ist. Trotz vollkommener Abhängigkeit von ausländischen Rohstoffen und teilweise auch von ausländischen Kohlen haben sich doch verschiedene Werke in grösserem Umfang entwickeln können. Im ganzen waren im Jahre 1910: 31.552 Typenarbeiter in dieser Industrie beschäftigt.

Während des ganzen niederländischen ökonomischen Lebens spielt der *Schiffbau* eine grosse Rolle. Ausser in einigen Depressionszeiten stand der Schiffbau auf einer sehr hohen Stufe, sodass auch vielfach für andere Nationen auf niederländischen Werften gearbeitet wurde. Dieser Industriezweig entsprang unmittelbar aus dem Bedürfnis des Handels nach Schifffraum. Bis zum Jahre 1870 wurde im Sprachgebrauch zwischen den Betrieben des Schiffbaus und der Schifffahrt keine grosse Trennung gemacht, und erst nach 1880, als man mehr und mehr von dem Bau von Holzschiffen zu Eisenschiffen überging, erblickte man in dem Schiffbau einen selbständigen Industriezweig neben der Schifffahrt. Danach hat der Schiffbau durch die in Holland vorhandenen gün-

stigen Bedingungen eine neue Belebung erfahren. Neben den grossen Seeschiffen werden auch Motorboote und sämtliche anderen Schiffsarten gebaut, die sich in den ersten Jahrzehnten des 20. Jahrhunderts eines guten Absatzes erfreuen konnten. Der Schiffbau ist hauptsächlich in den See-Provinzen konzentriert; besonders Rotterdam und Umgebung bilden einen Mittelpunkt. Die Typenarbeiteranzahl betrug im Jahre 1910: 19.791.

Die niederländische *elektrotechnische Industrie* ist naturgemäss noch sehr jung, und ihr Aufblühen setzte erst nach 1910 ein. Auch in dieser Industrie hat Holland seine Stellung unter den anderen Nationen sehr gut zu erringen und behaupten gewusst. Wir verweisen hier auf die Geschäftserfolge, die das Philips-Fabrikat unter strebsamer Führung erreicht hat. Die Glühbirnen-Industrie hat sich besonders in Eindhoven angesiedelt; dagegen werden elektrotechnische Bedarfsartikel im ganzen Lande hergestellt. Im Jahre 1910, als diese Industrie, wie oben erwähnt, erst im Aufkommen war, betrug die Zahl der Typenarbeiter 3.773, im Jahre 1919 aber bereits 9.064.

Von der *Industrie der übrigen Metalle* verdient nur die Gold- und Silber-Industrie eine besondere Hervorhebung, deren Arbeitsweise und Form der Fabrikate, die im Ausland sehr beliebt sind, auf einer alten Tradition beruhen. Diese Gold- und Silberschmiedekunst ist in der Hauptsache in Nord- und Südholland ansässig, während die Bearbeitung der übrigen Metalle, wie Messing und Zink, im ganzen Lande verbreitet ist. Insgesamt wurden im Jahre 1910 in diesen Industrien 6.019 Typenarbeiter beschäftigt.

Im Gegensatz zu der Metall-Industrie, mit der die *Holzbearbeitungs-Industrie* besonders bei Grossbetrieben vielfach verbunden ist, findet die Letztere ihre Rohstoffe zum Teil im Inland. Die Holzbearbeitungs-Industrie ist direkt aus dem Inlandsbedarf hervorgegangen und fertigt sämtliche Gebrauchsartikel an. In der Grossindustrie, wie z.B. bei Waggonfabriken, trifft man sie vielfach in Verbindung mit der Eisenindustrie. Neben Eisenbahnwaggons werden viele Bedarfsartikel für das tägliche Leben wie z.B. Möbel gemacht. Im Jahre 1910 fanden in dieser Industrie 20.993 Typenarbeiter ihre Beschäftigung. Bei der Beurteilung

dieser Zahl ist aber im Auge zu behalten, dass die Statistik der Rijksverzekeringsbank, welche für ihre Gewinnung als Vorlage gedient hat, sämtliche Holzbearbeitungsabteilungen anderer Industrien mitberechnet hat.

III. Chemische Industrie

Die *chemische Industrie* ist in Holland im Vergleich zu der deutschen von geringer Bedeutung und entwickelt sich hauptsächlich als Nebenindustrie. Die Hauptgruppe, die zu dieser Industrie gerechnet werden muss, ist die chemische Färberei, die im Zusammenhang mit der Textil-Industrie aufgekommen ist. Im ganzen waren in dieser Gruppe 3.055 Typenarbeiter beschäftigt. Ein zweiter Faktor, der zum Hochkommen der chemischen Industrie beigetragen hat, war der Bedarf der Landwirtschaft, durch den die Fabrikation von Kunstdünger entstand, in der 1.027 Typenarbeiter beschäftigt waren. Ausser den genannten Färbereien, die meistens in der Nähe der Textil-Industrie ansässig sind, hat sich die chemische Industrie meist in Amsterdam, Rotterdam und Umgebung konzentriert, obwohl sie in kleinerem Umfange im ganzen Land zu finden ist. Insgesamt beschäftigte diese Industrie im Jahre 1910: 12.927 Typenarbeiter.

Die *Gummi-Industrie* ist ebenfalls noch jüngeren Datums und erreichte eine gewisse Selbständigkeit erst in den Jahren des Weltkrieges 1914/18. Während im Jahre 1910 nur 279 Typenarbeiter bei ihr angestellt waren, betrug diese Zahl im Jahre 1919 bereits 2.409. Ein Teil der Produktion findet seinen Absatz im Ausland.

Die *Glas-Fabrikation* spielte während des ganzen 19. Jahrhunderts eine ziemlich wichtige Rolle im holländischen Wirtschaftsleben, und zwar wurden sowohl Flaschen als auch feinere Glasachen fabriziert. Die Flaschenfabrikation wurde im Jahre 1910 auf 70 Mill. Stück jährlich geschätzt, oder $\frac{1}{20}$ der Gesamterzeugung des europäischen Verbandes für Flaschenfabrikation. Von den 70 Millionen Stück sind ca. 20 Mill. zur Ausfuhr nach Indien bestimmt. Man findet die Glas-Industrie grösstenteils in Südholland mit 5.918 Typenarbeitern im Jahre 1910.

IV. Textil-Industrie

Die *Textil-Industrie* gehört zu Hollands ältesten und grössten Industrien. Heute wird vor allen Dingen Baumwolle verarbeitet, worauf besonders Twente ganz eingestellt ist. Die Twentschen Baumwoll-Fabriken sind meist Spinnereien, neben denen zwar auch Webereien vorhanden sind, doch müssen diese ihre Fabrikation auf bestimmte Nummern beschränken, während die fehlenden Sorten aus dem Ausland bezogen werden. In der gesamten Baumwoll-Industrie waren im Jahre 1910: 27.247 Typenarbeiter beschäftigt.

Die Woll-Industrie, welche sich nach dem grossen Aufschwung der Baumwoll-Industrie auf Brabant (Tilburg) zurückgezogen hatte, ernährte 7.164 Typenarbeiter. Ein besonderer Zweig der Textil-Industrie ist die Tricotagen-Industrie welcher ungefähr um 1874 aufkam, sich im ganzen Lande verbreitete und im Jahre 1910: 3.703 Typenarbeiter beschäftigte.

Ausser im Inland findet die holländische Textil-Industrie bedeutenden Absatz im Ausland, besonders in den niederländischen Kolonien und Süd-Afrika. Während sich, wie bereits oben erwähnt, die Baumwoll- bzw. Woll-Industrie hauptsächlich in Twente bzw. Brabant befindet, sind die Industrien der Spezialsorten, wie z.B. die Tricotagen-Industrie, auch in den übrigen Städten Hollands zu finden. Insgesamt beschäftigte die Textil-Industrie im Jahre 1910: 45.139 Typenarbeiter.

Die *Konfektion* ist noch sehr jungen Datums und hat daher keine eigene Geschichte. Zu Beginn des 20. Jahrhunderts wurden noch viele Konfektionsartikel aus Berlin bezogen, sodass diese Industrie im Jahre 1910 nur 5.418 Typenarbeiter beschäftigte. Infolge des Weltkrieges wurden jedoch in den Jahren 1914/18 viele Konfektionsartikel in Holland selbst produziert, sodass die oben angeführte Zahl im Jahre 1919 auf 17.856 gestiegen war.

V. Verschiedene Industrien

Unter der Gruppe *verschiedene Industrien* möchten wir nur drei Industrien hervorheben, die für Holland eine grössere Bedeutung erreichten:

An erster Stelle erwähnen wir die *Bau-Industrie*, zu der sowohl die Fabrikation von Baumaterialien als auch die ausführenden Werke zu rechnen sind. Die Dachziegelindustrie hat grossen Export besonders nach England. Wenn die Bau-Industrie im allgemeinen auch nur ein lokales Arbeitsfeld hat, so hat Holland doch einige grosse Gesellschaften aufzuweisen, die auch im übrigen Europa grosse Arbeiten besonders Hafenwerke ausführen, wie z.B. „Hollandsche Mij. tot het maken van werken in gewapend Beton“ und „Kondor Gewapend Betonbouw“; speziell für Hafenwerke: „Nederl. Mij. voor Havenwerken“. In Holland selbst hat die Bauindustrie sehr erheblichen Umfang angenommen, was aus der Anzahl der Typenarbeiter, die im Jahre 1910: 51.462 betrug, hervorgeht.

Ferner möchten wir noch die holländische *Papier-Industrie* erwähnen, die sämtliche Papiersorten herstellt. In den Gegenden der Torfgewinnung ist ausserdem eine blühende Strohnappe-Industrie aufgekommen, die 90 % ihrer Produktion exportiert. Insgesamt waren in der Papier-Industrie im Jahre 1910: 8.464 Typenarbeiter beschäftigt.

Die *Leder-Industrie* umfasst hauptsächlich die Schuh-Fabrikation. Die Gerbereien gehören zu den Klein-Betrieben und sind im Rückgang begriffen. Die Leder-Industrie ist in der Hauptsache in Nordbrabant (Langstraat) verbreitet und beschäftigte 1910: 7.092 Typenarbeiter, welche sich wie folgt verteilen auf:

| | |
|------------------------------------|--------------|
| Schuhfabriken | 5.418 |
| Gerbereien | 937 |
| Sonstige Leder-Industrie | 737 |
| Insgesamt | <u>7.092</u> |

§ 3. Die Industrie während der Kriegskonjunktur (1915—1920)

Aus Vorstehendem ist ersichtlich, dass im ersten Jahrzehnt des 20. Jahrhunderts in Holland eine zunehmende Industrialisierung vorhanden war. Bisher war diese Entwicklung noch langsam, doch wurde sie durch den Weltkrieg von 1914/18 beschleunigt. Aus der folgenden, von der Rijksverzekeringsbank ausgearbeiteten Tabelle ist ersichtlich, wie sich die Industrie beim Kriegsausbruch verhielt:

Anzahl der Neugründungen und Liquidationen in Prozenten der bestehenden Unternehmungen ¹⁾

| 1914 | Neugründungen | | Liquidationen | |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|
| | 1. Halb- jahr | 2. Halb- jahr | 1. Halb- jahr | 2. Halb- jahr |
| Grossbetriebe (über 50 Arbeiter) | 1,0 | 1,2 | 0,6 | 0,4 |
| Mittelbetriebe (von 5—49 Arbeiter) | 2,9 | 1,7 | 1,6 | 1,0 |
| Kleinbetriebe (unter 5 Arbeitern) | 4,2 | 1,6 | 3,3 | 1,9 |

In den Ec. Stat. Ber. ²⁾ schliessen sich hieran folgende Bemerkungen: „Ausser der normalen Tendenz zum Grossbetrieb zeigt die Tabelle, wie die Zahl der Neugründungen bei Mittel- und Kleinbetrieben zwar etwas nachlässt, jedoch die Anzahl der neugegründeten Grossbetriebe im 2. Halbjahr die des ersten Halbjahres übersteigt. Ferner geht daneben die Zahl der Liquidationen zurück, und zwar für Gross-, Mittel- und Kleinbetriebe in etwa gleichem Masse. Der Grund hierfür mag darin liegen, dass durch die wenig animierte Stimmung, die zur Uebernahme industrieller Unternehmungen bestand, viele Besitzer ihre Betriebe fortsetzen mussten, obwohl sie gerne zur Liquidation übergegangen wären.“

Am schwersten wurden durch den Kriegsausbruch die Export-Industrien getroffen, doch bot sich für die meisten schon bald eine andere Absatzmöglichkeit im Inlande, so beispielsweise für die Lebensmittelbetriebe. Regierungseingriffe gaben aber manchmal zu Reibungen zwischen verschiedenen Industrien Anlass, wie z.B. bei der Frage, ob Roh- oder raffinierter Zucker ausgeführt werden durfte, Differenzen zwischen der Rohzucker-Industrie und den Raffinerien entstanden.

Holland begann jedoch am Ende des Jahres 1915 seine isolierte Lage stärker zu spüren. Die Rohstoffe, besonders die für Kriegszwecke verwendbaren, stiegen bis zum Sechs- und Zehnfachen im

¹⁾ s. Ec. Stat. Ber. vom 5. Dezember 1917, S. 913.

²⁾ s. Ec. Stat. Ber. vom 5. Dezember 1917, S. 913. Die Bemerkungen sind frei übersetzt.

Preise, während die Vorräte sich schnell verminderten. So konnten z.B. die limburgischen Bergwerke nur $\frac{1}{3}$ des holländischen Bedarfs übernehmen. Infolge des deutschen Ausfuhrverbotes von 6. Januar 1916 für Träger, Eisenstäbe und Eisenbleche war die Eisen-Industrie ganz auf ihre Vorräte angewiesen. Ebenso hatte die Textil-Industrie grosse Schwierigkeiten in der Anfuhr von Baumwolle.

Neben dieser Rohstoff-Knappheit, welche an und für sich schon zu grösseren Arbeitsleistungen reizte, trat, als man sich mit dem Gedanken einer längeren Kriegsdauer vertraut gemacht hatte, eine übergrosse Nachfrage nach Industrie-Produkten ein.

Unter diesen Verhältnissen darf man der Industrie das Lob nicht vorenthalten, dass sie in kurzer Zeit den neu an sie gestellten Anforderungen gerecht wurde und sich ihnen gut angepasst hat. Besonders das Jahr 1917 zeichnet sich durch ein reges Wirtschaftsleben aus. Weisen wir beispielsweise auf die Gründung der Utrechtschen Messe hin (Jaarbeurs), die den niederländischen Fabrikanten die Gelegenheit bot, gegenseitig ihre Artikel kennen zu lernen und ihre Bestellungen zu erteilen. Es wurden Listen aufgestellt, in denen die verschiedenen, von der niederländischen Industrie gelieferten Artikel verzeichnet waren, wodurch In- und Ausland mehr mit den holländischen Erzeugnissen bekannt wurden. Durch dieses Verzeichnis wurden die Fabrikanten auf die in den verschiedenen Branchen bestehenden Lücken aufmerksam und vervollständigten durch die Aufnahme der fehlenden Artikel in ihre Produktion dementsprechend ihre Betriebe.

Die Fabrikanten, die in dieser Weise durch gemeinsame Schwierigkeiten aus der Isoliertheit, in welcher sie bisher gelebt hatten, aufgeschreckt wurden, gaben sich gegenseitig viele Anregungen und verliehen ihre Mitwirkung zu Wirtschaftskombinationen grossen Stiles. Ebenso wirkte die Preissteigerung fördernd auf die Unternehmungslust, während sich daneben eine Geringschätzung des Geldes geltend machte, das durch rasch abgeschlossene Ein- und Verkäufe leicht zu verdienen war.

Im Jahre 1918 trat jedoch ein Stillstand in der Industrialisierung ein, da die Vorräte zum grössten Teil aufgebraucht waren. Viele Industrien mussten ihre Betriebe infolge Rohstoffmangels stilllegen, trotzdem die Preise für Industrie-Produkte weit über

die Selbstkosten hinaus gestiegen und dadurch erhebliche Gewinne zu erzielen waren. Nach den Ec. Stat. Ber. ¹⁾ wurden insgesamt 80 Betriebe öffentlich versteigert, hingegen im Jahre 1917 nur 49, während die Zahl der Neugründungen sogar hinter der der Vorkriegszeit zurückblieb und nur Kleinbetriebe umfasste.

Da sich unter diesen Umständen die Abhängigkeit von den Rohstofflieferungen des Auslandes in unliebsamer Weise fühlbar machte, mussten naturnotwendig viele Pläne entworfen und Vorkkehrungen getroffen werden, die eine grössere Selbständigkeit der nationalen Industrie anstrebten. Es ist nicht Aufgabe dieser Arbeit auf den Ausbau und die Vervollständigung der niederländischen Industrie, welche in diesen Jahren geplant wurden, einzugehen. Wir wollen uns mit dem Hinweis auf den Plan zu einem eigenen Hochofenwerk begnügen, welches gleich nach Friedensschluss zu Velsen gebaut wurde. Hiermit wurde eine Kokerei verbunden. Die Einrichtung eines Walzwerkes musste jedoch wegen Kapitalmangels unterbleiben, und es wurde ebenfalls keine Bessemer Birne eingebaut.

Eine weitere Anregung fand die Industrie in der Tatsache, dass der Krieg bei ihren Abnehmern nationale Gefühle entfachte im Gegensatz zu den Vorkriegsjahren, in denen der Holländer eine eigentümliche Vorliebe für Auslandsprodukte gezeigt hatte. H. Smissaert ²⁾ weist deshalb in seinem „Vortrag über die Niederländische Industrie“ im Jahre 1913 darauf hin, dass die holländische Ware manchmal nach einer Grenzstation oder einem solchen Hafenplatz versandt wurde, um sie von dort aus wieder als „Auslandsware“ einzuführen. Dieses System hörte nunmehr auf. Es wurden in den Städten im Gegenteil sogenannte „Winkelweken“ (Ladenwochen) abgehalten, in denen man wetteiferte mit der Ausstellung und dem Verkauf von nationalen Produkten als Reklame für das heimische Fabrikat. Nur für wenige, meist chemische Artikel war die holländische Industrie nicht imstande, vollwertigen Ersatz herzustellen ³⁾.

¹⁾ s. Ec. Stat. Ber. vom 19. Februar 1919., S. 174.

²⁾ H. Smissaert: Die Niederländische Industrie. Den Haag 1913, S. 22, n.i.d. H.

³⁾ Dieselben Bestrebungen zum Schutz der nationalen Industrie findet man wieder bei dem sogenannten Prioritäts-Kapital oder Ueberfremdungs-Aktien, mit denen die Aktiengesellschaften vielfach an den Markt kamen oder auch bei den oligarchischen Klauseln, die sie in den Statuten aufnahmen. Man befürchtete ein Eindringen von

Der Waffenstillstand vom November 1918 und die anschließenden Friedensverhandlungen, durch die eine baldige Rohstofflieferung erwartet werden konnte, waren die Zeichen, auf die der im Jahre 1918 künstlich niedergehaltene Unternehmungsgeist gewartet hatte, um sich mit voller Kraft zu entfalten. Hollands Lage inmitten der ehemals Kriegführenden war nun auch besonders günstig. Ausserordentliche Kapitalien hatten sich im Lande angesammelt, und durch seine gute Valuta konnte es sich die Rohstoffe billig sichern. Fast die ganze Industrie Mittel-Europas war 4 Jahre lang auf Kriegslieferungen eingestellt, der normale Bedarf dieser Jahre war unbefriedigt geblieben, und eine Umstellung der Fabriken auf Friedensproduktion erforderte immerhin eine gewisse Zeit ¹⁾.

Ausserdem stellte sich noch ein gewisser Optimismus ein. Die Fabrikanten hofften alle durch eine etwas schnellere Lieferung ihrer Konkurrenz zuvorkommen zu können, und sie vertrauten darauf, dass im Ausland auch nach dem Krieg noch genügend latente Reichtümer in Händen künftiger Abnehmer vorhanden sein würden. Schliesslich rechnete man auch darauf, dass die Vernunft bei den ehemals kriegführenden Mächten siegen und sie gemeinsam das entgleiste ökonomische Leben auf schnellstem Wege wieder aufbauen würden.

Wir bringen jetzt einen Ueberblick über diejenigen Industrien, die in der Kriegskonjunktur die grösste Ausdehnung erfahren haben, viele hiervon selbst über die Landesgrenze hinaus:

I. *Besonders die Margarine-Industrie*, ein Kind der Tiefkonjunktur, hatte sehr viel durch die Kriegsjahre gewonnen. Durch ihre grosse Kapitalanhäufung gab sie der Spekulation für sie geeignete Effekten und war durch grosse finanzielle Mittel in der Lage, ihre deutschen und englischen Interessen bis zu einer Kontrolle der dortigen Margarine-Fabrikation überhaupt auszu dehnen.

Die *Zucker-Industrie* festigte aufs neue ihre Interessen in England. (Centrale Suiker Mij.)

fremdem Kapital in niederländische Unternehmungen oder auch, dass ausländische, besonders deutsche Firmen, die niederländischen Unternehmungen gebrauchen würden, um ihre alte Stellung bei den ehemaligen Feinden wieder zu erhalten. s. Treub „De Economische Toekomst van Nederland“. Haarlem 1917, S. 173.

¹⁾ s. Treub: De Economische Toekomst van Nederland. Haarlem 1917, S. 50 und 109.

Die *Zigarren-Industrie* profitierte ebenfalls von diesen Jahren und lenkte besonders durch ihre grossen Gewinne die Aufmerksamkeit auf sich.

II. Die *Metall-Industrie* erweiterte ihre Fabrikation durch die endgültige Aufnahme der infolge des Krieges von ihr verlangten Artikel und wurde dadurch vielseitiger. Durch die Errichtung des Velsener Hochofens wurde sie zugleich etwas unabhängiger vom Auslande.

Die *Schiffbau-Industrie* erfuhr eine ganz besondere Ausdehnung. Nach dem Kriege bestand eine erhöhte Nachfrage nach Schiffsraum gegen durchaus lohnende Preise, wodurch die Schiffahrt-Gesellschaften viele Schiffe in Auftrag gaben.

In der *elektrotechnischen Industrie* waren es besonders die Philips-Fabriken, die eine ausserordentliche Aktivität zeigten und sich viele Absatzgebiete und Interessen sicherten.

III. Die *chemische Industrie* folgte dem allgemeinen Aufschwung nur langsam, aber die Gummi-Industrie hatte gerade durch den Krieg in Holland Fuss gefasst.

IV. Die *Textil-Industrie* eroberte erst nach dem Kriege ihre alten Absatzgebiete wieder, wo sich die japanische und in geringerem Masse auch die amerikanische Konkurrenz vielfach eingemischt hatte. Vereinzelt beteiligte sie sich auch finanziell an deutschen Unternehmungen.

Wenn auch vieles, was in jenen Jahren begonnen wurde, nicht von bleibendem Erfolg war, so entstand doch der Boden für eine feste Industrie, und deshalb werden sie in der Geschichte von Hollands Industrialisierung stets von grösster Bedeutung bleiben.

§ 4. Die Krisis von 1921

Durch die Weltlage in den Jahren 1919/1920, in denen sich eine überwiegende Nachfrage nach industriellen Erzeugnissen geltend machte, wurden in dem Produktionseifer sehr oft die ökonomischen Prinzipien ausser Acht gelassen. Dies zeigte sich nicht nur bei den Rohstoff-Einkäufen, sondern in einer weniger sparsamen Betriebsführung überhaupt. Einige Unternehmungen liessen sich auch zum Bau architektonisch schöner aber unzweckmässiger Fabriksgebäude hinreissen. Insoweit es sich nicht um Zweigniederlassungen grösserer Gesellschaften handelt, welche

schon von vornherein eine gewisse gefestigte Stellung einnehmen, wie es in Holland jedoch selten der Fall ist, wirken diese ungünstig auf den Arbeitseifer ein und machen die darin untergebrachte Industrie unfähig, sich so schnell wie sonst den Konjunkturmischlägen anzupassen. Den Kriegsindustrien, wie z.B. den Konserven- und Zementfabriken und den Braunkohlen-Bergwerken, schrieb man in zu grossem Masse einen bleibenden Charakter zu, wie auch andere Industrien vielfach Erwartungen von der Zukunft gehegt haben, die sich später als viel zu optimistisch erwiesen. Besonders wirkten diese Verluste in weiten Kreisen nach, wenn die Industriellen sie schon vorzeitig kapitalisierten und über die Börse dem niederländischen Sparpublikum übertrugen, wie das z.B. in der Schiffbau- und Tabak-Industrie in grossem Umfang der Fall war.

Im Jahre 1921 wurde auch Holland von der Weltkrise, welche in Amerika durch den plötzlichen Preissturz der Stapelartikel einsetzte, erfasst, die sich in Holland durch eine ausserordentliche Konkurrenz und daraus folgenden grossen Absatzschwierigkeiten bemerkbar machte. Diese Konkurrenz kam sowohl von Amerika, das sich schneller dem niedrigen Preisniveau anpasste, als auch von deutscher Seite, wo die fortwährend zurückgehende Valuta Angebote weit unter den niederländischen Preisen ermöglichte. Auch die Umstellung auf Friedensproduktion ging im Ausland rascher als man anfänglich in Holland angenommen hatte, wo ausserdem noch sehr hohe Steuern verteuern auf die Produktion einwirkten. Demgegenüber war auch die Stimmung des kaufenden Publikums ziemlich abwartend. Schon von jeher waren die Holländer mehr zur Kapitalbildung als zum Verbrauch geneigt, und jetzt während der Krise verhielten sie sich noch besonders zurückhaltend, weil sie hofften, später einen besseren Kauf tätigen zu können. Sogar in der Volksvertretung ¹⁾ (zweite Kammer) wurde öffentlich zugegeben, „dass das eigene Land als Absatzgebiet für die eigene Industrie grösstenteils verloren gegangen war.“

Unter diesen Umständen waren für die niederländische Industrie ebenso die Aussichten auf Export ausgeschlossen oder zum

¹⁾ s. „Nijverheidsbescherming in de Tweede Kamer“ Ec. Stat. Ber. vom 1. December 1920 5e Jahrg. Bd. II S. 1047.

mindesten stark eingeschränkt. Jetzt machte es sich auch deutlich fühlbar, dass der Optimismus der vorhergehenden Jahre nicht durch eine Vermehrung des nationalen Güterreichtums, sondern lediglich durch die entstandenen Preisunterschiede hervorgerufen war, welche durch die Wertverminderung des Geldes verursacht waren. Hierdurch war die Industrie vielfach zu einem Handelsunternehmen geworden und dieser Handel manchmal in eine wüste Spekulation entartet.

Die Folgen dieser Krisis waren eine bald einsetzende Arbeitslosigkeit und grosse Verluste innerhalb der Unternehmungen, welche sich sowohl aus dem Betrieb selbst als auch aus den Posten „Vorräte“ und „Debitoren“ ergaben. Viele Verluste an Vorräten waren vielfach auf eine unsachgemässe Kreditgewährung der Banken zurückzuführen, wodurch diese zu Beginn der Krisis die Industrie noch geraume Zeit in die Lage versetzte ihre Vorräte unvermindert anzuhalten. Viele Betriebe mussten liquidieren oder zu einer Sanierung übergehen, wobei ein Teil des Kapitals oder das ganze Kapital abgeschrieben werden musste. Besonders schwer hatten hierbei die Kriegsunternehmungen zu leiden, die keinerlei Aussichten auf Umstellung aufzuweisen hatten. Gesunde Unternehmungen, deren Fortbestehen für das holländische Wirtschaftsleben von Vorteil war, welche nur zu viel gewagt hatten, jedoch die Möglichkeit sahen, ihren Betrieb wieder ökonomisch einzurichten, wurden vielfach — wenn auch meist nur unter vielen Opfern seitens der Besitzer — gestützt. Aber auch die liquidierten Betriebe blieben noch grösstenteils dem Wirtschaftskörper erhalten, indem sie, von neuen Besitzern erworben, wieder in Tätigkeit gesetzt wurden.

Im Jahre 1922 wurde die Krisis im ganzen holländischen Wirtschaftsleben noch sehr stark empfunden. Ebenso gab die Lage der deutschen Industrie, welche in starkem Masse das holländische Wirtschaftsleben beeinflusst, Anlass zu ernstern Bedenken.

Erst 1924 wurde in den niederländischen industriellen Kreisen die ersten Anzeichen eines kleinen Auflebens bemerkt. Der Handel mit Deutschland hatte sich wieder in normale Bahnen gelenkt wie aus der nachfolgenden Tabelle ¹⁾ über Im- & Export von und

¹⁾ Jaarstatistiek der In-, Uit- en Doorvoer.

nach Deutschland (exclusiv goldenem und silbernem Münzmaterial) ersichtlich ist. Der niederländische Export wies hier eine Steigerung auf, doch muss bei der Beurteilung dieser Angaben der stark schwankenden Kaufkraft des Geldes Rechnung getragen werden.

| Jahreszahl | Import von Deutschland | Export nach Deutschland |
|------------|---------------------------|----------------------------|
| 1920 | 893,3 | 420,5 |
| 1921 | 628,3 | 254,3 |
| 1922 | 608,4 | 167,8 |
| 1923 | 494,9 | 186,8 |
| 1924 | 576,7 | 469,8 |
| 1925 | 594,0 | 468,9 |

Die deutsche Konkurrenz war nur dann noch abnormal, wenn die Preise durch Liquidationsmotive beeinflusst waren. Eine Ausdehnung der deutschen Ausfuhr war auch durch die Geldknappheit auf dem deutschen Kreditmarkt unmöglich. Doch hatte die niederländische Industrie unter den noch oft schwankenden Wechselkursen stark zu leiden, und es war besonders die belgische und nord-französische Industrie, welche ihr dadurch stark zusetzte. Glücklicherweise fand der französische Valuta-Export grösstenteils nicht in den Produkten statt, die der holländischen Industrie schaden konnten. Die französische Textil-Industrie war für den Bezug ihrer Rohstoffe ebenso wie Holland auf das Ausland und die dort zu zahlenden Preise angewiesen. Die französische Metall-Industrie, welche ihre Rohstoffe aus dem eigenen Lande bezieht und infolgedessen länger von dem niedrigen Valutastand profitieren konnte, lieferte langsam und war deshalb als Konkurrentin weniger zu fürchten, als es sonst der Fall gewesen wäre.

Für die holländische Industrie kam ausserdem noch hinzu, dass die im Juli 1925 in Kraft getretenen „Zolltarife Colijn“ abermals verschiedene Rohstoffe und Hilfsmittel verteuerten. Trotzdem konnte die Nahrungs- und Genussmittel-Industrie wieder aufblühen, während auch in der Eisen-Industrie, die unter der Krisis am schwersten gelitten hatte, ein gewisser Aufschwung zu

verspüren war. Auch in der Papier-Industrie war wieder eine langsame Besserung bemerkbar, während dagegen die chemische Industrie unter der ausländischen Konkurrenz noch stark zu leiden hatte.

1924

| Industriezweig | 1 = 1 Mill. Gld. | | | Prozent des niederl. Bedarfs, der durch das nation. Fabrikat gedeckt wird |
|----------------------------------|-----------------------|-----------------|----------------------|---|
| | Inlands-Absatz | Auslands-Absatz | Einfuhr nach Holland | |
| I. Margarine Industrie | 55,9 Kg. | 98,5 Kg. | 0,3 Kg. | 99,4% |
| Seifen Industrie (1923) . . . | Fl. 26,7 | Fl. 1,5 | Fl. 2,0 | 89,6% |
| Ind.v. Mehlprodukten(1923). | „ 82,0 | „ 10,4 | „ 24,1 | 77,3% |
| Kakao-Industrie | „ 29,7 | „ 22,5 | „ 1,9 | 94,0% |
| Zigarren-Industrie | „ 76,6 | „ 3,2 | „ 0,2 | 99,4% |
| Zigaretten-Industrie | „ 43,4 | „ 0,6 | „ 0,6 | 98,6% |
| Tabak-Industrie | „ 34,2 | „ 8,8 | „ 0,1 | 99,7% |
| II. Schrauben & Nieten Ind. . | Fl. 5,0 ¹⁾ | Fl. 3,9 | Fl. 4,1 | 55,0% |
| Fahrräder-Industrie | „ 5,9 ¹⁾ | „ 0,9 | „ 3,9 | 60,2% |
| Blechwaren-Fabriken | „ 9,1 | „ 0,3 | „ 0,9 | 91,0% |
| Metall-Industrie | „ 6,6 | „ 1,9 | — | — |
| Blei- & Zinn-Industrie | „ 9,6 | — | — | — |
| Elektrotechnische Industrie | „ 8,5 | „ 2,5 | — | — |
| III. Gummi-Industrie | Fl. 4,5 | Fl. 1,2 | Fl. 9,8 | 31,4% |
| IV. Baumwoll-Industrie | Fl. 98,1 | Fl. 96,6 | Fl. 97,3 | 50,2% |
| Woll-Industrie | „ 45,9 | „ 12,8 | „ 51,9 | 35,6% |
| Tricotagen Fabriken | „ 10,0 | „ 2,9 | „ 23,2 | 30,1% |
| V. Papier-Industrie | Fl. 15,9 | Fl. 14,4 | Fl. 18,4 | 46,4% |
| Schuh-Industrie | „ 92,6 | „ 2,1 | „ 7,7 | 81,0% |

Für einige Industriebranchen, insoweit das Centraal-Bureau voor de Statistiek sie in seiner Produktions- und Verbrauchsstatistik aufgenommen hat, sind Angaben über den Absatz im In- und Auslande zu erhalten, die besonders interessant werden, wenn wir die Einfuhr in Produkten derselben Branche damit vergleichen, dadurch den Gesamtverbrauch feststellen und ferner ver-

¹⁾ Ausfuhr abgezogen vom Total-Absatz.

folgen, welcher Prozentsatz hiervon durch die heimische Industrie geliefert wird. Wir bringen die Angaben von 1924 (teilweise von 1923), welche wir im ganzen von B.I.M. van Spaendonk ¹⁾ übernommen haben. Bei der Beurteilung ist darauf zu achten, dass im Jahre 1924 noch keine regelmässigen Verhältnisse herrschten.

Die Tabelle zeigt, wie für die meisten Industrien im Inlande noch ein grosses Absatzgebiet vorhanden ist und die Einfuhr an ausländischen Fabrikaten durchweg den Export der niederländischen Industrie in derselben Branche weit übertrifft. Für den Export arbeiten in grösserem Umfange besonders die Margarine-Industrie und ferner auch die Textil- und Papier-Industrie.

§ 5. Die Konzentration in der niederländischen Industrie

Eine der interessantesten Fragen innerhalb der Industriewirtschaft ist die nach ihrer Konzentration, und wir wollen deshalb unserem Abschnitt über die Industrie einen Bericht über deren Konzentration beifügen.

Die *vertikale Konzentration* erstrebt die einheitliche Leitung vom technischen Produktionsprozess von der Rohstoffgewinnung bis zur Herstellung des Fertigfabrikates. Da aber der holländische Boden fast gar keine Mineralien aufweist und die vorhandenen Kohlengebiete erst seit einigen Jahrzehnten bekannt und seitdem in Händen des Staates sind, ist die hauptsächlichste Vorbedingung für eine vertikale Konzentration nicht gegeben. Wenn auch die holländischen Kolonien teilweise über Bodenschätze verfügen und auch pflanzliche Rohstoffe liefern, so können sie doch nicht den Mangel des Mutterlandes an Mineralien und Erzen ersetzen, zumal die ökonomische Entwicklung der Kolonien noch nicht weit genug fortgeschritten ist. Somit ist in Holland eine vertikale Konzentration nur in sehr beschränktem Masse möglich. Dort, wo sie in nennenswertem Umfang auftritt und nicht nur den Charakter einer Produktionserweiterung trägt, sondern sich aus-

¹⁾ s. das Prae-Advies von B.I.M. van Spaendonk für die Vereniging voor de Staatshuishoudkunde en de Statistiek, 's-Gravenhage 1926, „Is toepassing van eenig stelsel van bescherming of van maatregelen van verweer tegen buitenlandse Protectie, b.v. in de vorm van retorsie, in het algemeen belang van landbouw en nijverheid hier te lande gewenscht? Is toepassing van zoodanig stelsel mogelijk zonder schade voor de in het belang van Europa's economisch herstel noodzakelijke verkeersontwikkeling?“, S. 117.

drücklich nach der Richtung der Rohstoffe bewegt, ist sie meistens darauf angewiesen, sich Interessen ausserhalb der Landesgrenze zu schaffen. Das Interesse, welches die Fransch-Hollandsche Oliefabrieken „Calvé Delft“, sich im Jahre 1913 in der Société Commerciale Saller (jetzt Nouvelle Soc. Comm. Africaine genannt) sicherten, ist deshalb auch als ein Versuch zu einem natürlichen Zusammenarbeiten zwischen der Industrie und den Rohstofflieferanten anzusehen.

Die Vorbedingung für eine vertikale Konzentration besteht beinah nur allein bei Betrieben, welche heimische landwirtschaftliche Erzeugnisse verarbeiten, wie z.B. die Molkereien und Zuckerrüben-Industrie. Hier finden wir denn auch schon alte Verbindungen vor, welche sehr oft in genossenschaftlicher Unternehmungsform zum Ausdruck kommen.

Ebenso wie für die vertikale Konzentration sind die Vorbedingungen für die *horizontale* in Holland ungünstig. Hier steht besonders der Unabhängigkeitssinn der Fabrikanten, vor allem der Grossfabrikanten, im Wege und macht das Zusammenarbeiten von bestehenden Betrieben so gut wie unmöglich ¹⁾.

Ausserdem sind auch die natürlichen Vorbedingungen für eine horizontale Konzentration nicht vorhanden, da das Land klein ist und die Absatzmöglichkeit nicht zu grösserer und rationellerer Produktion reizt. Eine wesentliche Produktionserhöhung führt gewöhnlich zu einem Export, und mit diesem sind grössere Schwierigkeiten mit bedeutend erhöhten Risiken verbunden. Wo eine grössere Konzentration auftritt, ist sie meist das Ergebnis eines starken Expansionsbedürfnisses einiger strebsamen Unternehmungen.

Die Schwierigkeiten, welche während der Kriegsjahre mit den Rohstofflieferungen verbunden waren, zwang die Lieferanten zu einer Zusammenschliessung zwecks gemeinsamen Handelns. Diese Bewegung wurde zum Teil durch den Staat unterstützt, der selbst für viele Artikel als Grosshändler und Verteiler auftreten musste. Nachdem die Selbständigkeit der Fabrikanten einmal gebrochen war, nahm die Bewegung nach Treub ²⁾ zusehends zu und

¹⁾ s. Treub: „Economische Toekomst van Nederland“. Haarlem 1917.

²⁾ s. Treub: „Vragen van dezen Tijd“, Haarlem 1919, S. 31.

stellte sich mehr und mehr in den Vordergrund. Die allgemeine Interessen-Vertretung kam gewöhnlich in Form eines Fabrikanten-Vereines oder eines auf genossenschaftlicher Basis eingerichteten Einkaufsbüros zum Ausdruck. Die grösste Ausdehnung hat die Einkaufsgenossenschaft der Metall-Industrie erfahren. Nach den Ec. Stat. Ber. ¹⁾ trug ein grosser Teil dieser Institute den Charakter eines Kartells, welches als Ziel hatte, die Verkaufspreise auch nach dem Kriege so lange wie möglich zu bestimmen. Treub ²⁾ befasst sich auch eingehend mit der ökonomischen Absicht dieser Institute und weist darauf hin, dass die Vereine „Ned. Fabrikaat“ und „Fabrikanten Vereeniging“ eine einheitliche Führung anstrebten, dagegen die genossenschaftlichen Ein- und Verkaufsbüros nebeneinander standen.

Aus der Vertretung der gemeinsamen Interessen gingen viele Anregungen hervor. Es wurden Pläne ausgearbeitet, die weit über die Möglichkeit eines einzelnen Unternehmens hinausgingen und von vornherein schon eine grössere technische Konzentration bedingten. Um diese ausführen zu können, wurden Verbindungen mit Banken und anderen Instituten angeknüpft, deren Interessen oft wieder eine weitere Konzentration hervorriefen, die häufig in einem Streben zum Kapitalmarkt zum Ausdruck kam. (Vergl. die Firmen, deren Namen beginnen mit: „Mij tot Exploitatie van . . .“ und „Vereenigde . . .“).

Auch die Krisis vom Jahre 1921 brachte weitere Konzentrationen mit sich. Ein Teil der Firmen, die sich nicht halten konnten, wurde von anderen übernommen, während andere wieder versuchten, ihre Schwierigkeiten gemeinsam zu überwinden und sich besonders beim Export gegenseitig finanziell zu unterstützen; auch wirkten die Bank-Interessen fördernd in dieser Richtung.

Statistische Angaben über die Konzentrationsbewegung in der niederländischen Industrie sind sehr schlecht zu erhalten. Zunächst muss man hier einen Unterschied machen zwischen der *Interessen*-Konzentration, welche finanzieller Natur ist, der *technischen* Konzentration, die Umfang und Arbeiterzahl der zusammengehörenden Unternehmungen gemeinsam erfasst, und der

¹⁾ s. Ec. Stat. Ber. vom 19. Februar 1919, S. 174.

²⁾ s. Treub: s. o. S. 115.

Betriebs-Konzentration, die sich nur auf verschiedene Betriebe einzeln bezieht.

Ueber die *Interessen-Konzentration* sind keine amtlichen Auskünfte vorhanden, und wir sind ausschliesslich auf die Ausarbeitung von privater Seite angewiesen. Wir erwähnen beispielsweise die Werke von F. Wibaut ¹⁾ und Sternheim ²⁾.

Nur über die *technische Konzentration* sind statistische Angaben in der schon erwähnten Unfallstatistik der Rijksverzekeringsbank gegeben. Hierbei wird, wie wir an anderer Stelle erörtert haben, eine Zerlegung nach Betriebsumfang sehr eingehend vorgenommen. Die in § 2 erwähnten Nachteile, u.a. dass auch das Handwerk einbegriffen ist, machen sich jedoch unangenehm bemerkbar. Ferner geht die Statistik für eine übersichtliche Zusammenstellung auch viel zu sehr in Einzelheiten ein. Zwar bringt sie auch Zusammenstellungen nach Klein-, Mittel- und Grossbetrieben; die Grenze ist bei 5 und 50 Arbeitern gelegt. Unter Berücksichtigung der erwähnten Fehler ist diese Statistik aber nur als genaue Spezifikation zwischen Industrie und Handwerk zu bewerten, während sie uns praktisch nur den Nachweis bringt dass die meisten Unternehmungen der Textil-Industrie und der Metall-Industrie über 50 Arbeiter zählen.

Bei der *Betriebskonzentration* ist man ebenso wie bei der *Interessenkonzentration* auf private Angaben angewiesen.

Für die Rechtsform, in welche eine Konzentration gekleidet sein kann, verweisen wir auf R. Liefmann ³⁾. In Holland treten die Konzentrationen überwiegend in einfachen Rechtsformen auf.

Im Zusammenhang mit den weiteren Absichten dieser Arbeit bringen wir im Folgenden einen kurzen Abriss über die Konzentrationen, wie sie in den Nachkriegsjahren in den verschiedenen holländischen Industriebranchen auftraten.

I. Die Nahrungs- und Genussmittel- Industrie

In der *Margarine-, Oele-, Fett- und Seifen-Industrie* liegt die

¹⁾ s. F. Wibaut: „De nieuwste Ontwikkeling van het Kapitalisme“ in de Nieuwe Tijd, 18. Jrg. Amsterdam 1913, S. 284.

²⁾ s. Sternheim: „Concentratiebeweging in Nederland“. De Kroniek II. Jrg. 12. März 9. April 1924., S. 364, 373, 381, 391 und 396.

³⁾ s. R. Liefmann: „Kartelle und Trusts und die Weiterbildung der volkswirtschaftlichen Organisation“. Stuttgart 1924.

Leitung durchweg in Händen der Jürgens und van den Bergh's Konzerne, die im Ausland wieder gemeinsame Interessen haben. In der Seifen-Industrie nennen wir neben den beiden erwähnten Konzernen die Lever's Zeepfabrieken.

Die Interessen der *Zucker-Industrie* sind insoweit sich die Fabriken früher in Privathänden befanden, seit 1919 durchweg bei der Centralen Suiker Mij. konzentriert, welche in scharfe Konkurrenz tritt mit den genossenschaftlichen Fabriken. Die Centrale Suiker Mij. besitzt in Holland 7 Fabriken und den grössten Teil der Aktien von weiteren 5 Fabriken. Ausserdem übt sie in der englischen Zucker-Industrie einen grossen und immer weiter zunehmenden Einfluss aus.

Für die Erzeugung der *übrigen Nahrungsmittel* ist eine gewisse Kapitalintensität notwendig, sodass diese Unternehmungen einen durchaus grossen Umfang haben. Da sie aber meistens noch den Stempel ihrer natürlichen Entwicklung aus dem lokalen Handwerk tragen, sind sie nicht zu einer grösseren Interessengemeinschaft zusammengeschlossen. Gesellschaften wie „Hollandia“ Hollandsche Fabriek van Melkprodukten en Voedingsmiddelen, Den Haag, welche ca. 10 Fabriken (verschiedener Art) in mehreren Ortschaften des Landes besitzt, blieben eine Ausnahme. Die Absatzpolitik der Margarine Industrie hat aber zu Interessen-Verknüpfungen zwischen einigen Nahrungsmittel-Unternehmungen mit der Margarine-Industrie geführt.

Die *Bierbrauereien* weisen eine sehr starke Konzentration auf, welche vorbereitet wurde durch den „Bond van Nederlandsche Bierbrouwers“, eine im Jahre 1906 erfolgte Gründung zwecks gegenseitiger Aussprache über die Kreditwürdigkeit der Bierabnehmer. In der Bier-Industrie haben sich sowohl bemerkenswerte Betriebs- als Interessen-Konzentrationen gebildet. Die meisten Bierbrauereien liegen in den grossen Städten des Landes, und wir nennen als Haupt-Interessenssphären die „Amstelbrouwerij“, „Heinekens“ und „Oranjeboom“.

Die *Tabak-Industrie* weist unter dem Einfluss der Absatzschwierigkeiten auch eine immer zunehmende Tendenz zur Konzentration auf, doch bestehen unter den grossen Unternehmungen noch zahlreiche kleinere, sodass die Konzentration noch keine Einheitlichkeit aufweist.

II. Metall- und Holzbearbeitungs-Industrie

Die *Metall- und Holzbearbeitungs-Industrie* hat mit Ausnahme ihres jüngsten Zweiges, der elektrotechnischen Industrie, in allen Branchen gemeinsam, dass sie kraft ihrer geschichtlichen Entwicklung eine Reihe von stattlichen Unternehmungen aufweist die jedoch unabhängig nebeneinander bestehen. Die Kriegsjahre haben zwar bei den einzelnen Unternehmungen Interessenverknüpfungen gebracht, doch für ein starkes Metallsyndikat ist in Holland nicht der geeignete Boden. Eine Ausnahme bilden die Schrauben- und Mutterfabriken, die dem internationalen amerikanischen Syndikat beigetreten sind. In der *Schiffbau-Industrie* haben selbst die vielen Verluste nur wenig an der allgemeinen Sachlage geändert.

In der *elektrotechnischen Industrie* nimmt der Philips-Konzern eine durchaus herrschende Stellung ein, die er vor allem einer tüchtigen Geschäftsführung verdankt.

III. Chemische Industrie

Die zu den jüngeren Industrien gehörende *Chemische Industrie* weist eine verhältnismässig grosse Konzentration auf, welche in der neuesten Zeit noch straffer wird, vergl. die Fusion zwischen der „Kon. Pharmaceutischen Fabrik v/h Brocades & Steehman“ zu Meppel und der „Kon. Pharmaceutischen Handels Vereeniging“ zu Amsterdam. Bemerkenswert ist, dass die Konzentrationsbewegung in der chemischen Industrie unter dem Einfluss der Exportschwierigkeiten schon im ersten Kriegsjahr einsetzte, und bereits im Jahre 1915 die Errichtung der „Vereenigde Chemische Fabrieken“ zu Rotterdam und der „Algemeene Norit Mij“ zu Amsterdam in 1918 stattfand. Die Streichhölzer-Industrie ist dem internationalen schwedisch-amerikanischen Streichhölzer-Trust angeschlossen.

In der *Gummi-Industrie* sind fast alle Interessen in den „Vereenigden Nederlandschen Rubber-Fabrieken“ vereint.

Die *Glas-Industrie* weist verschiedene grosse Unternehmungen auf, von denen die Stellung der „Vereenigden Glasfabrieken Leerdam-Vlaardingen“ weitaus die bedeutendste ist.

IV. Textil-Industrie

Wie schon erwähnt, bestand die *Textil-Industrie* von jeher fast ausschliesslich aus Unternehmungen grösseren Umfanges. Diese standen aber durchaus selbständig nebeneinander und eine Interessen-Verknüpfung beruhte höchstens auf persönlicher Basis. Grössere Wirtschaftskombinationen finden wir unter dem Einfluss der Kriegsjahre nur in Spezialbranchen vor, wie z.B. in der Teppich-Industrie (Kon. Vereenigde Tapijtfabrieken) und in der Seil-Industrie (Vereenigde Touwfabrieken), welche Gründungen beide im Jahre 1918 stattfanden.

Die *Kunstseiden-Industrie* war von Anfang an sehr konzentriert. Die Interessen konzentrieren sich in der „Hollandsche“ und „Nederlandsche“ Kunstseiden-Industrie, von denen jede für ihre Auslandsinteressen eine Tochtergesellschaft gegründet hat.

V. Verschiedene Industrien

Die holländische *Papier-Industrie* ist hauptsächlich in Händen der „Vereenigde Kon. Papierfabrieken“, der Firma van Gelder & Zonen, konzentriert. Die *Leder-Industrie* ist neben dem Häutehandel für eine genauere Durchforschung nicht wichtig genug, während die *Bau-Industrie* zu sehr einen lokalen Charakter aufweist, um für grössere Konzentrationen in Betracht zu kommen.

ZWEITES KAPITEL

DIE N. V. ALS KAPITALANHÄUFENDE UNTERNEHMUNGSFORM

§ 6. *Rechtliche Bestimmungen der N. V.*

Eines der mächtigsten Mittel, das bei der Entwicklung der auf dem modernen Kapitalismus beruhenden Industrie behilflich war, ist die Gesellschaftsform. Die zu Ende des 19. Jahrhunderts einsetzende Evolution der niederländischen Wirtschaft hat sich im Einklang mit der im Ausland u. a. auch durch die Zunahme der Unternehmungen in Gesellschaftsform gezeigt, in Holland durchweg durch die N.V. verkörpert. Die für diese Unternehmungsform geltenden Bestimmungen des niederländischen Rechtes haben zugleich ihr Gepräge auf das niederländische Wirtschaftsleben überhaupt gedrückt. Deshalb werden wir zu einer näheren Darstellung dieser Bestimmungen übergehen.

Die sich auf die N.V. beziehenden rechtlichen Bestimmungen finden wir in den §§ 36—56 des W. v. K. niedergelegt. Nach E. Tekenbroek ¹⁾ entstammen diese Paragraphen im wesentlichen dem napoleonischen Code de Commerce. Es sind Satzungen anderer ökonomischer Verhältnisse als die in der heutigen Wirtschaft bestehenden. Nach ihm sah man damals in der N.V. in erster Linie „einen Zusammenschluss von Personen und weniger eine Zusammenarbeit von Kapitalien“. Prüfen wir die einzelnen Paragraphen näher auf ihren Inhalt, so scheint das Recht die Stellung der Klein-Aktionäre gegenüber den Gross-Aktionären schützen zu wollen und das Gebilde der N.V. so zu gestalten, dass es trotz seiner beschränkten Haftung den Gläubigern eine möglichst grosse Sicherheit bietet.

Versuche, um das N.V. Recht im Laufe der Zeit mehr nach der

¹⁾ s. E. Tekenbroek: „De Verhouding tusschen de Aandeelhouders en de Bestuurders bij de publieke N.V. in Nederland. Diss. Rotterdam 1923 S. 166 und 19.

ökonomischen Wirklichkeit zu orientieren, litten in den Jahren 1871, 1890 und 1910 Schiffbruch. Im Jahre 1924 wurde ein neuer Entwurf „Nelissen-Heemskerck“ in Behandlung genommen und ist heute beim Schreiben dieser Zeilen bereits von der 2. Kammer angenommen. Wenn auch unsere Besprechungen in der Hauptsache dem heute geltenden Recht gewidmet sind, so werden wir doch kurz die hauptsächlichsten Aenderungen mit erwähnen.

Das holländische Wirtschaftsleben kennt zwei Arten von Gesellschaften, welche sich der N.V.-Form bedienen. Bei der einen Art schliesst sich ein kleiner Bekanntenkreis zwecks Errichtung oder Weiterführung einer Erwerbsunternehmung zusammen. Hier wird die N.V.-Form gewählt wegen des damit verbundenen Vorrechtes der Beschränkung der Haftpflicht, wodurch der Teil des Vermögens, der ausserhalb des Betrages der Beteiligung fällt, unbelastet bleibt, aus steuertechnischen oder noch anderen Gründen. Die zweite Art der Gesellschaft ist die, welche unabhängig von persönlichen Beziehungen die Kapitalerlangung in den Vordergrund stellt und sich hierfür an das niederländische Publikum, die Gross- und Kleinkapitalisten schlechthin, wendet, während die Gesellschaft einen viel selbständigeren Charakter erhält. Das ökonomische Leben hat im Laufe der Zeit eine besondere Gestaltung für solche Gesellschaften hervorgerufen. Bei diesen trägt die Beteiligung vielmehr den Charakter einer „Kapitalanlage“, auch wo ein persönlicher Kontakt zwischen Aktionären und Unternehmung nicht vorhanden ist. Diese Gesellschaft erscheint nun ebenso wie erstere in der Rechtsform der N.V., weil für den Erwerb von Kapitalien die Beschränkung der Haftpflicht eine notwendige Voraussetzung ist.

Im Einklang mit dem Vorstehenden macht man in der holländischen Rechtswissenschaft schon seit längerer Zeit den Unterschied zwischen der „geschlossenen“ und der „publiken“ (öffentlichen) N.V., die mit den beiden oben erwähnten Arten übereinstimmen. Diese Unterscheidung wurde unseres Wissens zuerst von H. Schadee ¹⁾ gemacht und zu Beginn der 1920er Jahre durch E. Tekenbroek ²⁾ stark in den Vordergrund gestellt. Genannter

¹⁾ s. hier zu die Artikel von H. M. A. Schadee in dem „Magazijn van het Handelsrecht“ 1903, 1904, 1906, S. 12, resp. 121 und 149.

²⁾ s. E. Tekenbroek s. o.

Schriftsteller ¹⁾ sieht den wirtschaftstechnischen Ausdruck der letzteren ökonomischen Konstellation der N.V. in „der öffentlichen Emission, der Ausgabe von Inhaber-Aktien und der daraus folgenden Marktfähigkeit der Aktien sowie der Aufnahme der Effekten in die Börsennotierung.“

Als Charakteristikum für die Konstellation der publ. N.V., auf die wir uns im Rahmen dieser Arbeit ausschliesslich beschränken, werden wir kurzerhand die Aufnahme der Effekten in die Börsennotierung annehmen, da nach unserer Auffassung nur hierdurch ein wirklicher Aufruf an die Kapitalisten erlassen wird.

Die Gründung einer N.V. geht in Holland gewöhnlich aus einem direkten Zusammenschluss der Interessenten hervor, dem nur relativ selten die Vorarbeit eines „Promotors“ vorangeht. Die N.V. wird durch notariellen Akt (§ 38) für eine bestimmte Anzahl von Jahren (§ 46) errichtet und tritt in dem Augenblick in Kraft, in dem die Königl. Genehmigung, die rein formeller Art ist, für die Statuten erworben ist (§ 36). Für eine zweckmässige Gestaltung der Statuten verweisen wir nach M. Bles ²⁾. Bei der Gründung muss der 5. Teil des Gesellschaftskapitals gezeichnet (§ 50) und hiervon mindestens 10 % eingezahlt sein, ehe ein Geschäftsanfang gemacht werden darf (§ 51). Die Gründung ist im Staatsanzeiger bekannt zu machen und die N.V. in das Handelsregister einzutragen (§ 38). Die Gründungskosten betragen $2\frac{1}{2}$ % vom eingezahlten Kapital an Stempel und $\frac{1}{4}$ % des gezeichneten und noch nicht eingezahlten Kapitals („Registratiewet“ 1917 § 46). Die Kosten der notariellen Urkunde richten sich nach dem Nominalkapital. Beträgt dieses Fl. $\frac{1}{2}$ —1 Mill., so belaufen sich die Kosten auf 1000 Gulden, über eine Million jedoch mindestens auf Fl. 1.250.—

Das Vorhergehende zeigt, wie das holländische Gesetz im Gegensatz zu dem deutschen H.G.B. §§ 184/189 die Successiv-Gründung erlaubt. Hierdurch ist bei der Gründung nicht die Mitwirkung eines kapitalkräftigen Institutes notwendig und die Stellung der N.V. schon von Beginn ab unabhängiger, während auch die technische Seite der Emission in einfacherer Weise durchzuführen ist.

¹⁾ s. E. Tekenbroek s. o. S. 29.

²⁾ s. M. A. E. Bles: Vereenigen en Naamlooze Vennootschappen en hare Behandeling aan het Departement van Justitie, Den Haag 1903.

Ebenso kennt das holländische Recht weder ein Minimum für das Kapital der N.V., noch schreibt sie eine bestimmte Anzahl von Gründern vor, während wir über die Beschaffenheit der Aktien auch nur die eine Bestimmung finden, dass nur voll eingezahlte Aktien auf den Inhaber lauten dürfen (§ 41). Wenn auch die meisten Aktien auf Fl. 1000.— oder ein Vielfaches davon lauten, so ist doch das Fehlen einer Bestimmung über den Nominalwert der Aktien sehr angenehm, besonders bei Sanierungen, da dieselben jetzt nach einem diesbezüglichen Beschluss der Generalversammlung einfach durch Abstempelung der Aktien erfolgen können. Aus § 41 des N.V. Rechtes leitet die Rechtswissenschaft ferner das Verbot der Ausgabe von Aktien unter *Pari ab.* Im neuen Entwurf wird dieses Verbot ausdrücklich angeführt (§ 38c), doch lässt § 38a dagegen die Freiheit, sie den Emittenten schon gegen 94 % des Nennwertes zur Verfügung zu stellen. Bei einem noch niedrigeren Kurs muss lt. § 40d die Vereinbarung veröffentlicht werden.

Um einen Einblick in den Aufbau der N.V. zu gewinnen, werden wir jetzt die verschiedenen Organe der N.V. näher ins Auge fassen: Die Generalversammlung, das Kollegium der Direktoren und den Aufsichtsrat.

Die niederländische Rechtswissenschaft legt die höchste Macht in der Aktiengesellschaft in die Hände der Generalversammlung) Hierzu kann man sowohl kommen, wenn man, nach Molengraaff¹⁾ die Auffassung von Jhering²⁾ und Planiol³⁾ annimmt und die Rechtspersönlichkeit der Aktiengesellschaft für eine nur vereinfachte Ausdrucksweise der Gesamttaktionäre ansieht, als auch wenn man, nach Gierke⁴⁾ in der Aktiengesellschaft ein selbständiges Rechtssubjekt sieht, einen besonderen Organismus, in dem die Generalversammlung das hauptsächlichste und alles beherrschende Organ ist.

Für die Einberufung der Generalversammlung finden wir im

¹⁾ s. W. L. P. A. Molengraaff: *Verslagen en mededeelingen der Kon. Academie van Wetenschappen, Afd. Letterkunde 5e Reeks III Deel, 1e Stuk, S. 426—455.*

²⁾ s. R. Jhering: *Geist des römischen Rechts, Leipzig 1865, Bd. III 1. Abt. § 55 und §§ 60—61.*

³⁾ s. Planiol: *Traité élémentaire de droit civil, Paris 1915 nos. 3005—3057 S. 942—966.*

⁴⁾ s. O. Gierke: *Die Genossenschaftstheorie und die deutsche Rechtssprechung, Berlin 1887.*

Gesetz keine Bestimmungen vor. In dem neuen Entwurf sind hierfür jedoch die §§ 43*b*—44*a* massgebend. Auch über die Erteilung des Stimmrechts lässt das Gesetz möglichst grosse Freiheit und enthält nur das Verbot, dass von einem einzelnen Aktionär nicht mehr als 6 Stimmen abgegeben werden dürfen (§ 54). Es lässt aber andererseits die Aufteilung der Aktien in Unteraktien zu. Wo diese Bestimmung ferner noch störend wirkte, hat das ökonomische Leben die Praxis der Strohmänner ins Leben gerufen. Im neuen Entwurf trifft man diese Bestimmung auch nicht mehr an, und es wird das Stimmrecht im Verhältnis zu dem Umfang des Aktienbesitzes geregelt. Zwar ist hierin auch eine gruppenweise Regelung erlaubt, doch treten dann verwickelte Sonderbestimmungen in Kraft (§ 44*b*/44*c*). Ebenso folgt aus § 54, dass Inhabern von Gründer- und Genussscheinen kein Stimmrecht verliehen werden darf. Ueber die Befugnisse der Generalversammlung kennt das Gesetz noch keine Bestimmungen, doch finden wir hierüber im neuen Entwurf die §§ 44*d* und 45*b*.

Mit der laufenden Geschäftsführung der N.V. ist das Kollegium von Direktoren beauftragt, das von der Generalversammlung ernannt wird. Es ist verpflichtet jährlich der Generalversammlung eine Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung vorzulegen (§ 55), wobei der neue Entwurf noch eine Erläuterung über den Bewertungsmaassstab der Vorräte hinzufügt (§ 42). Die Direktoren haften bei richtiger Geschäftsführung Dritten gegenüber für ihre Amtstätigkeit nicht (§ 45). Zwar tritt eine persönliche Haftpflicht für jeden der Direktoren auf, sobald ein Verlust von 75 % des Gesellschaftskapitals stattgefunden hat. (§ 47, Abs. 2). An diese Bestimmung wird aber in der Praxis nicht die Hand gehalten, weshalb sie im neuen Entwurf auch weggefallen ist. Dagegen erstrebt der neue Entwurf in den §§ 47 *a* und *b* und 49*f* wohl eine nähere Umschreibung des Begriffes „richtige Geschäftsführung“, um in dieser Weise die Haftpflicht der Direktoren zu vergrössern.

Die Einrichtung des Aufsichtsrates ist fakultativ. Ihm fällt keine bestimmte Aufgabe zu; sie muss daher in den Statuten umschrieben werden. Für die publ. N.V. ist jedoch die Ernennung eines Aufsichtsrates Regel. Hierfür werden mit Vorliebe Personen von Namen und mit Kapital ernannt. Im Gegensatz zu dem au-

genblicklichen Recht will der neue Entwurf dem Aufsichtsrat verschiedene Verantwortungen auferlegen (§§ 49a, 51c, 52 usw.).

Neben den Bestimmungen über die Verwaltung ist für die publ. N.V. besonders auch der Umfang, in dem Aufschlüsse über den Geschäftsgang erteilt werden müssen, von Bedeutung. Veröffentlichungsverpflichtungen Dritten gegenüber treffen wir bis heute in dem Gesetz nicht an, während die Verpflichtungen den Aktionären gegenüber sich auf die jährliche Vorlage der Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung beschränken (§ 55). Der neue Entwurf geht unter dem Drang der ökonomischen Verhältnisse weiter. Er erkennt den Besitzern von Inhaber-Aktien (§ 54c) ein Interpellationsrecht zu (§ 55), während § 42c bestimmt, dass die Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung sowie Erläuterungen auch beim Handelsregister zur allgemeinen Einsichtnahme hinterlegt werden müssen.

§ 7. *Die ökonomische Gestaltung der publ. N.V.*

Nach den Erörterungen im vorhergehenden Paragraphen ist in der publ. N.V. ein selbständiges Gebilde zu sehen, „welches unabhängig von allen persönlichen Beziehungen die Kapitalerlangung in den Vordergrund stellt.“ Die rechtliche Form der N.V. wurde, wie wir bereits erwähnten, wegen der daran verbundenen Vorteile der beschränkten Haftung gewählt, die zum Erreichen der ökonomischen Absicht unentbehrlich ist. Das ökonomische Charakteristikum dagegen liegt nach R. Liefmann ¹⁾ vielmehr in dem unpersönlichen Verhältnis zu ihren Geldgebern; dies kann man treffend zum Ausdruck bringen als: „Trennung von Unternehmensleitung und Unternehmensbesitz.“ Da nun die Rechtswissenschaft der N.V. einen persönlichen Charakter beilegt, hat das ökonomische Leben mehrfach auf anderem Wege eine Annäherung der tatsächlichen Verhältnisse herbeizuführen versucht. Wir werden die meist üblichen dieser Gebräuche kurz aufführen.

Weitaus das mächtigste Mittel, um in kein persönliches Verhältnis zu den Geldgebern zu treten, ist die Kapitalerlangung mittels Ausgabe von Obligationen, bei denen gar keine Verwaltungs-

¹⁾ s. R. Liefmann: Die Unternehmensformen, Stuttgart, 1912, S. 54.

rechte abgetreten werden. Zwar sind die Interessen der Obligations-Besitzer in dem Falle einer hypothekarisch gesicherten Anleihe meistens durch einen Trustee vertreten, doch hat die Praxis zur Genüge bewiesen, dass dieselbe im vorkommenden Falle gewöhnlich auf Seiten der betreffenden Unternehmung steht. Von der Obligationsausgabe hat die holländische Industrie, besonders die älteren Zweige, stets gerne Gebrauch gemacht. Man vergleiche hierzu z. B. auch die Bedeutung der Obligationen an der Amsterdamer Börse besonders in den Jahren vor 1914. Diese Ausgabe von Obligationen wurde noch erleichtert durch die Ähnlichkeit, welche sie wegen ihrer festen Verzinsung mit anderen in Holland beliebten Effektsorten wie z. B. Staatspapieren, Pfandbriefen und Eisenbahn-Obligationen hatte. Hierdurch entstanden aber in der Industrie teilweise Verhältnisse, wie C. W. von Wieser ¹⁾ sie bei der englischen Industrie beschreibt, und die Aktionäre empfanden in Jahren anhaltender Krise auch den Nachteil dieser Ueberkapitalisation in der Form eines Dividendenausfalles. In der Neuzeit wird deshalb meistens ein günstiger Finanzierungsplan gewählt. Ein typisches Beispiel finden wir noch in der „Lever's Zeep Mij“, die 1901 als Tochterunternehmung einer englischen Gesellschaft (Lever Brother Limited) zu Vlaardingen errichtet wurde. Diese Unternehmung hatte laut ihrer Bilanz vom 1. Januar 1924 Fl. 30,0 Mill. an Obligationsanleihen im Umlauf neben einem eingezahlten Aktienkapital von Fl. 1,15 Mill., das ganz in Händen der englischen Muttergesellschaft war. Nur ist der Vergleich aber insofern schief als bei dieser Tochtergesellschaft der als Kapital angegebenen Zahl faktisch nur der Wert einer Rechengröße beizumessen ist.

Seit 1910 hat sich auch die Vorzugsaktie an der Amsterdamer Börse eingebürgert. Besonders die jüngeren und oftmals mehr Kapital-intensiven Industrien haben, um ihren selbständigen Charakter den Geldgebern gegenüber zu wahren, von dieser Effektenart Gebrauch gemacht. Zwar sind in der Vorzugsaktie auch Bestimmungsrechte über die Unternehmungsleitung einbezogen, doch konnte nach den Rechtsbegriffen des damaligen Ministeriums nach J. P. van Tienhoven ²⁾ die Unternehmungslei-

¹⁾ s. C. W. von Wieser: Der finanzielle Aufbau der englischen Industrie. Jena 1919, S. 154 ff.

²⁾ s. J. P. van Tienhoven: „Industrie en Banken“, Vortrag 1917, S. 24.

tung, wenigstens solange genügend Erfolg aufzuweisen war, in Händen der Stammaktionäre gelassen werden. Besonders die sehr modern finanzierten Unternehmungen und vor allem die Margarine-Industrie sind zur Ausgabe von grossen Beträgen zu Vorzugsaktien übergegangen, sodass augenblicklich sehr viele Beispiele von solchen Finanzierungen vorhanden sind. Dass aber auch hier die Gefahr einer Ueberkapitalisierung auf der Hand liegt, hat die jüngste Krisis von 1921 bewiesen, auf die an der Börse starke Zurückhaltung gegenüber den Vorzugsaktien folgte.

Im Gegensatz zu den beiden schon erwähnten Mitteln, welche darauf gerichtet waren, keine Bestimmungsrechte über die Unternehmungsführung aus der Hand zu geben, kann die Unternehmung ausser zu einer Ausgabe von Aktien auch zu einem Reservieren ihrer Verwaltungsrechte übergehen. Hierzu kann sie z.B. Prioritäts- oder Ueberfremdungs-Aktien benutzen, die dann mit besonderen Rechten ausgestattet werden. Sie lauten meist auf Namen, und die Uebertragung ist erschwert. Ihre Vorzugsrechte bestehen gewöhnlich in einem bestimmten statutarisch umschriebenen Einfluss auf die Beschlüsse der Generalversammlung und nicht, wie im Ausland, in einem mehrfachen Stimmrecht. Dieses liegt in der Bestimmung des § 54 des W. v. K., wobei die Zahl der Stimmen, die ein einzelner Aktionär bei der Generalversammlung abgeben darf, auf höchstens sechs festgelegt ist. Die Ausschüttung von Dividende ist gewöhnlich limitiert, was aber nicht zu ihrem Wesen gehört. Sie zeigen hierdurch gewisse Ähnlichkeit mit den Vorzugsaktien, die zur Kapitalerlangung verwandt werden, von denen sie jedoch ökonomisch sehr verschieden sind.

Zum selben Zwecke wie die Ueberfremdungsaktien und gewöhnlich Hand in Hand mit diesen gehend werden auch vielfach die sogenannten oligarchischen Klauseln in die Statuten aufgenommen. Wenn hierfür nach A. S. Oppenheim ¹⁾ auch 4 bis 5 verschiedene Definitionen möglich sind, so wollen wir hier die Definition von Koolen ²⁾ anführen. Dieser versteht hierunter die Bestimmungen, welche:

¹⁾ s. A. S. Oppenheim „De Oligarchische Clausule“, Aufsatz in der Festaussgabe zum W. P. N. R. No. 2947 vom 19. Juni 1916.

²⁾ s. Koolen: Handelingen der 2e Kamer vom 7. Mai 1918, S. 2508.

- a) für die Ernennung der Direktoren die Vorschläge von zwei Personen seitens des Aufsichtsrates verpflichtend machen,
- b) für die Ernennung der Direktoren die Vorschläge seitens der Prioritäts-Aktionäre verpflichtend machen,
- c) die Genehmigung der Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung durch den Aufsichtsrat verlangen,
- d) die Möglichkeit einer Statutenänderung nur auf Wunsch des Aufsichtsrates geben.

Besonders in den Jahren 1918/20 wurden in den Statuten der meisten grossen Aktiengesellschaften zusammen mit der Ausgabe von Prioritätskapital oligarchische Klauseln aufgenommen. Hierbei wurden überwiegend nationale Bestrebungen vorgeschützt, wodurch die Einführung erleichtert wurde. Sobald aber der neue Entwurf des N.V.-Rechtes an Stelle des jetzt geltenden tritt, werden die oligarchischen Klauseln infolge der §§ 48, 48b und 42 nicht mehr in der heutigen Strenge gehandhabt werden.

Ein letztes und am häufigsten angewandtes Mittel, wodurch die Unternehmungen sich die Verwaltungsrechte vorbehalten, besteht nun darin, dass sie ihre Effekten bei einer speziell hierfür bestehenden Administrations-Gesellschaft unterbringen. R. Liefmann ¹⁾ spricht hier von einer „Effekten-Substitution“. Die zweite Unternehmung kann sich nun in der üblichen Weise an den Kapitalmarkt wenden. Die Effektenbesitzer werden aber jetzt nur indirekt ihren Einfluss auf die Unternehmungsleitung ausüben können, weil die Administrations-Gesellschaft dazwischen geschaltet ist. Dieses Verfahren hat nun zu ökonomisch ausserordentlich interessanten Gebilden geführt wie z.B. ein einfacher Hinweis auf die amerikanischen Verhältnisse zur Genüge beweist. Die Beurteilung richtet sich nach der Art der zweiten Administrations-Gesellschaft. Nach R. Liefmann ²⁾ wird diese stets eine Beteiligungsgesellschaft sein, da die Substitution den Charakter einer dauernden Kapitalanlage trägt, „des Erwerbes seines Anspruches auf Erträge“, im Gegensatz zu der Finanzierungsgesellschaft ³⁾, die eine Kapitalbeschaffung für die Unternehmung bezweckt. Wenn diese Beteiligungsgesellschaft aber einen selbstän-

¹⁾ s. R. Liefmann: *Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften*. Jena 1921, S. 76.

²⁾ s. R. Liefmann, s. o. S. 45.

³⁾ s. R. Liefmann s. o., S. 84.

digen Charakter trägt, der dahin geht, dass der „Besitz dieser Aktien Hauptzweck ist“, so wird nach R. Liefmann ¹⁾ von einer Kontrollgesellschaft oder Holding Company gesprochen. Ein Sonderfall kann noch eintreten, wenn die Beteiligungsgesellschaft zugleich auch für die Uebernahme und infolgedessen für die Finanzierung der Emission verwendet wird. Hier kann man laut R. Liefmann ²⁾ von einer „Effekten-Uebernahme-Gesellschaft“ sprechen, welche eine an die Effektenbeschaffung, die Finanzierung, sich anschließende Funktion auszuführen hat, die das sonst übliche Korrelat der Finanzierung: die Emission ersetzt. Bei diesen Ausführungen ist aber in Betracht zu ziehen, dass die rechtlichen Bestimmungen für die Kapitalerhöhung in Holland wesentlich einfacher sind als in Deutschland.

Bei der Effekten-Substitution sind noch zwei Fälle zu unterscheiden: 1. die administrierende Unternehmung beschafft das zur Substitution benötigte Kapital durch Ausgabe eigener Aktien; 2. die Gesellschaft hat Treuhandbefugnisse und beschafft das erforderliche Kapital durch Ausgabe von Zertifikaten. Eine Eigentümlichkeit für Holland ist hier die besondere Form, dass die Unternehmung die Ausgabe von Zertifikaten selbst verwaltet. Wir werden nachfolgend Beispiele beider Arten bringen.

Die Substitution mit folgender Aktien-Emission der Beteiligungsgesellschaft hat in Holland in den Jahren 1919/20 mehrfach stattgefunden. Als erstes Beispiel, bei dem es sich um eine reine Beteiligungsgesellschaft handelt, erwähnen wir die 1919 errichtete N.V. „Nationaal Bezit van Aandeelen“, um den nationalen Charakter der Kon. Mij. De Schelde, einer Schiffbau- und Werkzeugfabrik, zu wahren, die seitdem den Besitz von 1491 der 2000 Aktien dieser Gesellschaft erworben hat. Um die Umwechslung von Aktien „Schelde“ gegen solche von „Nationaal Bezit“ zu fördern, wurde zwischen beiden Unternehmungen ein Abkommen getroffen, laut welchem der „Nationaal Bezit“ in die Lage versetzt wurde, eine $\frac{1}{2}$ % höhere jährliche Dividende auszuschütten.

Ein zweites Beispiel für die Gestaltung der Beteiligungsgesellschaft als Holding Company ist die 1921 errichtete N.V. Wiltons Dok en Werf Mij., die sich u.a. zum Ziel gesetzt hat: den Erwerb

¹⁾ s. R. Liefmann s. o., S. 184.

²⁾ s. R. Liefmann s. o., S. 296.

von Aktien der N. V. Wilton's Machinefabriek en Scheepswerf *und anderer Unternehmungen*. Auf deren Bilanz vom 31. Dezember 1923 stand ein Gesamtpassivum von rund Fl. 25,5 Mill. einem Aktivposten: „Aktien der N.V. Wilton's Machinefabriek en Scheepswerf“ von rund Fl. 25,0 Mill. gegenüber.

Als letztes Beispiel für den Sonderfall, in dem die zweite Gesellschaft als Effekten-Uebnahme-Gesellschaft ausgestattet wurde, erwähnen wir die 1920 errichtete N.V. Gemeenschappelijk Bezit van Aandeelen Philips Gloeilampenfabrieken. Diese Gesellschaft hat sich die Verwaltung der Aktien von Philips Gloeilampenfabrieken zum Ziel gesetzt, bezweckt daher deren *Kauf und Verkauf* sowie sonstigen Erwerb, „ferner die Verwaltung dieser Aktien und schliesslich alle Transaktionen, die dazu dienen können, der zu schützenden Unternehmung ihren nationalen Charakter zu erhalten“.

Die Substitution mit nachfolgender Ausgabe von Zertifikaten findet vermittels eines Treuhänders oder einer Trustee und sonst in ähnlicher Weise wie die Substitution mit nachfolgender Aktienaussgabe statt. Nach R. Liefmann¹⁾ liegt der Vorgang der Effekten-Substitution darin, dass diese Zertifikate genau wie Aktien im Publikum untergebracht werden können. Das Zertifikat ist schon lange eine gangbare Erscheinung an der Amsterdamer Börse. Sein Entstehungsgrund liegt darin, dass die Effekten gewöhnlich auf den ziemlich hohen Nennwert von Fl. 1000 lauten, wodurch ein Bedarf an Stücken kleineren Nennwertes entsteht²⁾. Deshalb machen es sich verschiedene Zertifikatgesellschaften (Administratie- en Trustkantoren) zur Aufgabe gegen eine bestimmte Gebühr (kosten van aanmaak) Zertifikate von kleinerem Nennwert auf bei ihnen hinterlegte Aktien auszugeben. Die Inhaber dieser Zertifikate können ebenfalls nur indirekt einen Einfluss auf die Unternehmungen, deren Effekten dem Trustee übergeben sind, ausüben.

Als Beispiel dieser Art der Effekten-Substitution, wobei die

¹⁾ s. R. Liefmann s. o. S. 76.

²⁾ Statt des genannten Grundes können auch andere vorliegen. Erstens können Namensaktien auf diesem Wege zu börsenfähigen Papieren führen. Zweitens bietet die Ausgabe von Zertifikaten auf ausländische Effekten eine Möglichkeit die holländischen Interessen in einer Hand zu vereinen. Drittens können kleine Stücke, wie es z. B. bei denen der Sinia Viscosa der Fall war, so zu grösserem Nennwert zusammengelegt werden.

Beteiligung zugleich den Charakter einer „Effekten-Uebnahme“ trägt, sei die *Mij. tot Beheer van Aandeelen der Nederlandsche Gist- en Spiritusfabriek* zu Delft genannt, die Zertifikate für bei ihr deponierte Aktien der „Gist- en Spiritusfabriek“ ausgibt.

Hierbei kennt das holländische ökonomische Leben noch eine Eigenheit. R. Liefmann ¹⁾ weist bei der Behandlung des Trustee-Prinzipes ausdrücklich darauf hin, dass es für die Effekten-Substitution stets notwendig ist, dass die dabei beteiligten Unternehmungen die Gesellschaftsform besitzen. In Holland kennt man aber Beispiele, wo die Unternehmungen die Ausgabe von Zertifikaten selbst verwalten, wobei das das Zertifikate ausgebende Institut u.a. die Vereinsform besitzen kann. Verweisen wir z.B. auf den Vorgang, wie er bei der „Nederlandschen Maatschappij tot het verrichten van mijnbouwkundige werken“ zu Haarlem stattgefunden hat. Hier wurde wie die Geschäftsberichte angaben, um den nationalen Charakter der Gesellschaft zu schützen, im Jahre 1906 neben der Gesellschaft, ein *Verein* gegründet: „Vereeniging voor gemeenschappelijk bezit der aandelen der Nederlandschen Maatschappij tot het verrichten van mijnbouwkundige werken“, welcher die Funktion einer reinen Beteiligungsgesellschaft ausübte. Nur Holländer können dem Verein beitreten. Er ist im Besitz sämtlicher Aktien und Genussscheine der zu schützenden Unternehmung und hat zu diesem Zweck für jede Aktie ein Zertifikat „A“, für jeden Genussschein ein Zertifikat „B“ abzugeben.

¹⁾ s. R. Liefmann s. o. S. 76.

DRITTES KAPITEL

DIE METHODEN ZUR BESCHAFFUNG VON ANLAGEKAPITAL

§ 8. *Die unpersönliche Kapitalbeschaffung*

Wenden wir jetzt unsere Aufmerksamkeit den Effekten selber zu. Die beiden Grundformen, nach denen sie gestaltet sein können sind Obligationen und Aktien, zwischen denen freilich viele Zwischenformen gebräuchlich sind. Die Obligationen tragen *juristisch* den Charakter einer festverzinsten Schuldverschreibung, während die Aktien einen Mitbesitz in der Unternehmung verkörpern. Im Vorstehenden haben wir aber gezeigt, wie die publ. N.V. durch verschiedene Mittel eine Trennung zwischen den Besitz- und Verwaltungsrechten bei den Aktien vorzunehmen versucht. Hierdurch kann dieser juristische Unterschied im Charakter der Obligationen und Aktien allein im Konkursfalle oder einer sonstigen Liquidation von Bedeutung sein. Ihr *ökonomischer* Unterschied macht sich dagegen dadurch bemerkbar, dass die Aktien eine bleibende Kapitalbeschaffung darstellen, während Obligationen einer Tilgung unterworfen sind. Der hauptsächlichste ökonomische Unterschied liegt aber in der festen Verzinsung der Obligationen und der Berechtigung der Aktien am Unternehmungsgewinn. Auch dieser ökonomische Unterschied hat sich im Laufe der Zeit noch auszugleichen versucht, indem bei der weiteren Ausdehnung der Gesellschaft und dem dadurch sich vergrößernden Bedarf an Gesellschaftskapitalien die Gesellschaften mehr und mehr zu einer konservativen Dividendenpolitik übergingen, um die Aktien so zu gestalten, dass sie auch als Kapitalanlage für die nicht nur auf Kursgewinn, sondern auch auf Rentabilität sehenden Kapitalisten in Frage kamen.

Da nun das ökonomische Leben verschiedene Zwischenformen zwischen Aktien und Obligationen kennt, gleichen sich die beste-

henden Differenzen mehr und mehr aus. Die Grundformen hierfür sind die Vorzugsaktien, die bei der Dividendenerteilung einen Vorzug bis zu einer bestimmten Höhe geniessen. Bei genügendem Geschäftserfolg zeigen sie daher eine Reihe konstanter Ausschüttungen und tragen somit das ökonomische Merkmal der Obligationen, wenn sie auch in Form der Aktie gekleidet sind. Wie wir schon erwähnten, hat sich die Vorzugsaktie nach J. P. van Tienhoven ¹⁾ seit 1910 eine feste Stellung an der Amsterdamer Börse verschafft. Gewöhnlich sind die Vorzugsaktien aber mit Kumulationsrechten ausgestattet, d.h. die rückständigen Dividenden bilden einen Schuldposten für die Unternehmung, nach dessen Einlösung erst Ausschüttungen auf Stammaktien erfolgen dürfen. Diese Bestimmung soll verhindern, dass die Gewinne nicht nach verschiedenen Jahresperioden, sondern regelmässig in der Bilanz erscheinen. Stärker als die Stellung der einfachen Vorzugsaktien ist jedoch die der zweiten Serie oder der am Gewinn teilnehmenden Vorzugsaktien. Ausser ihrer Vorzugsdividende empfangen diese noch in einem bestimmten Verhältnis einen Teil des Uebergewinnes, der nach der an die Stammaktien erfolgten Ausschüttung noch übrig bleibt.

Die Beurteilung der Obligationen richtet sich hauptsächlich nach der Rentabilität und der Solidität des Ausstellers. Ausserdem können noch bestimmte Vorzüge und andere Faktoren, die den Obligationen anhaften, ihren Einfluss auf den Kurs geltend machen, was aber nicht von weitgehender ökonomischer Bedeutung ist.

Die Beurteilung der Aktien richtet sich in der Hauptsache nach den Geschäftserfolgen, die man in unmittelbarer Zukunft von der Gesellschaft erwartet, wobei Holland mehr als das Ausland die jeweilige Zinshöhe für langfristige Darlehen als Ausgangspunkt wählt. Die in unmittelbarer Zukunft erwarteten Geschäftserfolge richten sich auch zum grossen Teil nach den bisher erzielten, sodass die Kurse im Verhältnis zur Konjunktur zeitlich zurückbleiben. Die finanzielle Lage der Gesellschaft, die Dividenden- und Reservenpolitik spielen bei der Preisbildung an der Börse in Holland die zweite Rolle. Diese ist schon darin enthalten, dass sie die künftigen Ertragserwartungen beeinflusst. In Krisis-

¹⁾ s. J. P. van Tienhoven s. o. S. 26.

zeiten treten sie jedoch im einzelnen mehr in den Vordergrund. Ausserdem kann die Beurteilung der Aktien durch Spekulationsmomente beeinflusst werden; in Amsterdam aber nicht so stark wie auf anderen Börsen.

Die Kurse der Vorzugsaktien richten sich wie die der Obligationen, denen sie ökonomisch am nächsten stehen, nach der Höhe ihrer Vorzugsdividende. Hierbei ist im Auge zu behalten, dass die Vorzugsaktien sich im Gegensatz zu den Stammaktien mehr in Händen des Anlage-suchenden Publikums befinden, das Sicherheit über Kursgewinne stellt. Die juristische Konstruktion der Vorzugsaktien gewährt ihm nur einen geringeren, meist indirekten Einfluss auf die Unternehmungsleitung. Eine gewisse Aengstlichkeit wird hierdurch hervorgerufen und Berechnungen über die Wahrscheinlichkeit der Dividendenauszahlung spielen bei der Beurteilung der Vorzugsaktien eine nennenswerte Rolle. Die Kurse folgen deshalb dem Konjunkturverlauf von weitem, während hierbei die besondere Lage der einzelnen Betriebe ebenfalls spezielle Berücksichtigung findet.

Obwohl die Art der Papiere, welche durch die Unternehmung zur Erlangung von Neukapital ausgegeben werden, sich in erster Linie nach der Konjunktur am Kapitalmarkt orientiert, so ist die Unternehmung doch für jede Effektenart an bestimmte Grenzen gebunden, die in der Praxis sehr schwierig anzugeben und für die einzelnen Betriebe auch stets sehr variabel sind. Am ehesten ist noch der Betrag, der an Obligationen ausgegeben werden darf, festzustellen. Wir finden diesen bei B. H. de Jongh ¹⁾, der sich mit den Mittelbedürfnissen vom Standpunkt der Unternehmung speziell befasst, nach drei Richtungen hin ausgearbeitet: nach der Art der Betriebe, der Zusammensetzung der Aktiva und der Zusammensetzung der Passiva. Was die Art des Betriebes betrifft, so muss eine solche Stabilität vorhanden sein, dass auch bei schlechter Konjunktur ein genügender Absatz und dabei ein genügender Geschäftserfolg gewährleistet ist, sodass den aus den Obligationsanleihen entstehenden Zins- und Tilgungsverpflichtungen nachgekommen werden kann. Mit diesem Beweis sind aber gewöhnlich Schwierigkeiten verbunden; deshalb begnügt sich ge-

¹⁾ s. B. H. de Jongh: Beschouwingen over eenige Effecten en Credietvormen in hun beteekenis voor de financiering der onderneming, den Haag 1924, S. 49.

nannter Schriftsteller in seinen ferneren Ausführungen auch mit dem Nachweis, dass die bisher erzielten Geschäftsgewinne eine mehrfache Erfüllung dieser Verpflichtungen erlaubt hätten. Die Forderung an die Zusammensetzung der Aktiva zerfällt in zwei Teile: erstens muss die Investierung einen angemessenen Umfang haben, und zweitens ein Posten der Aktiva dem Obligationendarlehn in Dauer und Grösse entsprechen, sodass er als Unterpfand dienen kann. Die Zusammensetzung der Passiva muss schliesslich die Anwesenheit von genügenden eigenen Mitteln aufweisen. Hierbei wird man sich gewöhnlich an den Finanzierungsplänen bestehender Unternehmungen orientieren und eine zu starke Abweichung vermeiden. Wir verweisen hierbei auf die entsprechenden Tabellen in § 23.

Auch für die Ausgabe von Vorzugskapital muss man in der Hauptsache dieselben Regeln gelten lassen wie bei der Ausgabe von Obligationen. Die niederländische Wirtschaft dagegen hat in den letzten Jahrzehnten den beträchtlichen Fehler gemacht, den Schwerpunkt der Vorzugsaktien in ihre juristische Konstruktion zu legen, d.h. sie als „eigene Mittel“ zu betrachten und ihren Höchstbetrag nach der Gewinnmöglichkeit zu errechnen. Dieser Fehler hat sich während der Krise bitter gerächt, und die Zurückhaltung des Kapitalmarktes den Vorzugsaktien gegenüber ist zum grossen Teil hierauf zurückzuführen.

Ueber die Grenze der Erhöhung des Stammaktien-Kapitals sind am allerwenigsten Vorschriften zu machen. Diese müssen hauptsächlich auf einer Berechnung des vermutlichen Gewinnes nach der Kapitalerhöhung gegründet sein. Es darf hierbei so weit gegangen werden, dass auch nach der Erhöhung pro Aktie mit dem gleichen Ertrag als bisher gerechnet werden kann. Ausserdem dürfen aber hier auch allgemeine ökonomische Betrachtungen, wie Konzentrations- und Absatzerwägungen, mitsprechen.

Ausser der Unterscheidung der Effekten in festverzinsliche und gewinnberechtigte können wir, vom ökonomischen Standpunkt betrachtet, auch eine andere wesentliche Einteilung vornehmen, nämlich in Effekten, für die ein grosser Markt vorhanden ist, und in solche, in denen der Handel gering bleibt.

Damit sich ein grosser Markt für die Effekten entwickelt, muss erstens eine beträchtliche Menge dieser Papiere vorhanden, und

müssen diese zweitens weit unter dem Publikum verbreitet sein. Die Voraussetzung hierfür ist, dass das Papier eine bestimmte Anziehungskraft besitzt, was wiederum die Gewähr für einen regen Umsatz gibt. Die Stellung der Effekten, in denen der Markt gross ist, ist ökonomisch viel stärker als die, in denen der Handel zurückbleibt. Das allgemeine Interesse sowie das der grossen Kredit-Institute ist dann grösser, wodurch auch in Krisiszeiten eine gewisse Stabilität in Aussicht steht und einzelne Verkäufe nicht zu sonderlichen Kursschwankungen Anlass geben. Führt man nun in Bezug auf die Anlagebedürfnisse nach E. Schmalenbach ¹⁾ die Trennung zwischen Obligationen und Aktien durch, so machen die erwähnten Umstände die Obligationen als Anlagewerte sicherer, während sich Aktien ausserdem für Spekulationsmotive besonders günstig erweisen, wodurch ebenfalls die Aufnahmebereitschaft vergrössert wird.

§ 9. Die Kapitalbeschaffung aus eigenen Mitteln

Schon im Vorhergehenden streiften wir, wie auch durch Eigenkapitalbeschaffung die Möglichkeit zum Heranziehen von Kapital besteht ²⁾. J. G. de Jongh ³⁾ weist darauf hin, wie in der niederländischen Wirtschaft eine allgemeine Tendenz zur Reservebildung vorhanden, und man unerschöpflich bemüht ist, um über den statutarisch festgelegten Umfang stets noch neue Reservierungsmöglichkeiten zu erdenken. Ebenso bemerkt er, wie diese weitgetriebene Reservierungspolitik über etwaige Geschäftsverluste hinaus in eine Kapitalbildung übergeht. Diese Grenzen sind jedoch sehr schlecht anzugeben. Gewöhnlich wird man sich mit der Feststellung zufrieden geben müssen, ob die Reservenpolitik im Rahmen des Gebräuchlichen bleibt oder darüber geht. Wir verweisen in diesem Zusammenhang auf die zu § 23 gehörenden Tabellen. Als eine der Ursachen der Bildung von Neukapital

¹⁾ s. E. Schmalenbach s. o. S. 301.

²⁾ In dieser Erörterung werden wir unsere Aufmerksamkeit der Bildung von stillen und offenen Reserven zuwenden. Das neuerdings in Amerika auftretende Stock-Dividenden-System, nach welchem die Dividendenausschüttung statt in bar ausschliesslich in neuen Aktien ohne Nominalwert stattfindet, hat bei holländischen Unternehmungen noch keinen Eingang gefunden. Für die Vor- und Nachteile dieses Systems verweisen wir auf das Allgemeine Handelsblad, Ochtendblad v. 6. Nov. 1927.

³⁾ s. J. G. de Jongh: Reservevorming der Nederlandsche Naamlooze Vennootschap. Vortrag Rotterdam 1919 S. 14 ff.

durch Reserven nennt J. G. de Jongh ¹⁾ den Umstand, dass viele publ. N.V.'s durch die Umstellung eigener Firmen entstanden sind. Da bei den früheren Teilhabern stets die Ansicht vorherrschte, dass das Reservieren eines Teiles des Gewinnes zur Kapitalbildung für den Finanzierungsplan ihrer Unternehmung unbedingt notwendig sei, blieb diese Ansicht bei der neuen Rechtsform der Unternehmung weiter bestehen. Bei den Industriebetrieben scheint in der gebräuchlichen Reservierungshöhe deshalb auch eine beträchtliche Kapitalbildung versteckt zu sein. Der Kapitalmarkt scheint sich auch an diese Sachlage gewöhnt zu haben. Ein Vergleich des gesamten Aktivums des Unternehmens mit dem kapitalisierten durchschnittlichen Unternehmungsertrag führt augenscheinlich zu diesem Ergebnis, da ersteres gewöhnlich bei weitem den Kapitalisierungswert übertrifft. Auch der Kapitalmarkt hat sich bei seiner Kursbildung diesem Umstand angepasst.

Wir wollen nunmehr die Folgen einer weitgehenden Eigenkapitalbeschaffung zeigen, besonders wenn sie nicht regelmässig sondern plötzlich weit über den üblichen Umfang hinaus zum Zwecke einer still beabsichtigten Geschäftserweiterung stattfindet. Wird diese finanziert durch Einhaltung eines Teiles der Dividende, so kommt die Unternehmung in den Ruf, eine konservative Dividendenpolitik zu führen und sehr solide finanziert zu werden. Hierdurch stärkt sich ihr Ansehen und besonders die Stellung der Verwaltung. Die Direktoren werden deshalb zur Finanzierung einer Geschäftserweiterung auch mit Vorliebe die Eigenkapitalbeschaffung vor anderen Mitteln wählen, weil diese ihnen die Kontinuität der Leitung sichert.

Wenden wir aber unsere Aufmerksamkeit einmal den Kapitalgebern der Unternehmung zu. Die Obligationen und Vorzugsaktien werden durch die Vergrößerung der Reserven immer sicherer; augenscheinlich auch die Stellung der Aktionäre, da die anwachsenden Reserven sie immer mehr gegen die ersten Betriebsverluste sichern. Teilweise wird sich jedoch unsere Ansicht ändern wenn wir hiermit die Opfer vergleichen, welche die Stammaktionäre sich wegen dieser stärkeren Stellung haben auferlegen müssen. Die Reservebildung erfolgte ganz auf Kosten ihrer Dividenden. Besonders Aktionäre, die für ihren Lebensunterhalt auf ihren Kapital-

¹⁾ s. J. G. de Jongh s. o. S. 14.

ertrag angewiesen waren, werden hiervon einen schweren Nachteil empfinden, der vielfach zu einem Abstossen der Papiere führen wird. Als erste Folge kann daher eine Aenderung in der Zusammenstellung des Kreises der Aktionäre eintreten. Verfolgen wir ferner den Kursverlauf: dieser wird durch die gekürzte Dividende und die etwaigen Verkäufe eine fallende Tendenz zeigen, welche durch den erhöhten inneren Wert zwar gehalten werden kann, aber nach der Meinung von J. H. Wesselings ¹⁾, der sich mit dieser Frage eingehend befasst, doch nie den gebrachten Opfern ganz entsprechen wird. Die zu den Verkäufen gezwungenen Aktionäre werden infolgedessen auch auf diesem Wege keine Vergütung für ihre Opfer finden. Der Markt wird schliesslich noch dadurch verringert werden, dass sowohl das Neukapital als auch die Spekulation sich von diesen Papieren fernhalten werden, was besonders im Falle einer späteren Neuemission ungünstig wirkt. Hierbei macht es sich doch schon unangenehm bemerkbar, dass der Preis, gegen den die Neuaktionäre zu einer Beteiligung zu bewegen sind, sich hauptsächlich nach dem Kurs richtet und infolgedessen nicht den vorher seitens der Aktionäre gebrachten Opfern entspricht. Gross- und Kleinaktionäre werden hierdurch in gleichem Masse betroffen.

Für den Fall, dass diese Erörterungen den Anschein erwecken würden, dass wir uns gegen eine Reservebildung überhaupt aussprechen würden, erinnern wir daran, dass wir nur den Fall einer weit über den Durchschnitt gehenden Reservenpolitik darstellten zum Zwecke einer Geschäftserweiterung. Wir zweifeln nicht daran, dass eine und für Holland sogar sehr weitgehende Reservebildung für eine gesunde finanzielle Basis notwendig ist. Auch wollen wir in keinerlei Weise die ökonomischen Vorteile angreifen, welche besonders mit einer stabilen Dividendenpolitik verbunden sind.

¹⁾ s. J. H. Wesselings: „De Claim”, ¹Diss. Rotterdam, Amsterdam 1925 S. 52 u. 82.

B. DARSTELLUNG DER NIEDERLÄNDISCHEN KAPITALVERHÄLTNISSE

VIERTES KAPITEL

DER NIEDERLÄNDISCHE KAPITALSTROM

§ 10. *Die niederländischen Ersparnisse*

Im 17. und 18. Jahrhundert hatten sich die holländischen Kaufleute durch Frachtfahrt, Handel und durch ihren Kolonialbesitz (Ost- und West-Indien) grosse Reichtümer erworben, welche auch noch heute den Kern des Nationalvermögens bilden. Hieraus entsprangen bedeutende Zinsbeträge, die bei der früher einfachen Lebensweise der Holländer und ihrem Spartrieb zu einem nicht geringen Teil dem Vermögen wieder zugeführt wurden, wodurch ein stetes Anwachsen des Nationalvermögens stattfand. Seit der Mitte des letzten Jahrhunderts finden wir hierüber auch Angaben in den Schätzungen von Verrijn-Stuart ¹⁾, der das holländische Nationalvermögen um etwa

1855 auf Fl. 6 Milliarden

1885 „ „ 11 „

1905 „ „ 16 „

schätzte, während das Nationalvermögen im Jahre 1915 nach Treub ²⁾ etwa 20 Milliarden betrug. Da sich aber inzwischen auch die Einwohnerzahl Hollands verändert hat, wird ein deutlicheres Bild dadurch gewonnen, dass man die Zahl pro Kopf der Bevölkerung umrechnet. Wir finden dann

um 1855 Fl. 1.825,—

„ 1885 „ 2.424,—

„ 1905 „ 2.191,—

Sehr interessant ist ein Vergleich dieser Reichtümer mit denen des Auslandes, der uns vermittels Berechnungen von J. Stamp ³⁾ für das Vorkriegsjahr 1914 möglich ist.

¹⁾ s. Verrijn-Stuart „Inleiding“ Bd. III s. 356/359.

²⁾ s. Treub „De Economische Toekomst van Nederland“, Haarlem 1917 S. 13.

³⁾ s. J. Stamp: Studies in Current Problems in Finance and Government. London 1924 S. 332.

| Land | Gesamt Nat. Vermögen in Mill. £ | Nat. Verm. pro Kopf der Bevölkerung in £ | Land | Gesamt Nat. Vermögen in Mill. £ | Nat. Verm. pro Kopf der Bevölkerung in £ |
|-----------------------|---------------------------------|--|-------------------|---------------------------------|--|
| Verein. Staaten . . . | 42.000 | 424 | Schweden | 940 | 168 |
| Argentinien . . . | 2.400 | 340 | Holland | 1.050 | 167 |
| England | 14.500 | 318 | Belgien | 1.200 | 157 |
| Australien . . . | 1.530 | 318 | Spanien | 2.940 | 144 |
| Frankreich . . . | 12.000 | 303 | Italien | 4.480 | 128 |
| Canada | 2.285 | 300 | Oesterr. Ungarn . | 6.200 | 121 |
| Deutschland . . | 16.550 | 244 | Norwegen . . . | 220 | 90 |
| Schweiz | 800 | 205 | Russland | 12.000 | 85 |
| Dänemark . . . | 500 | 176 | Japan | 2.400 | 44 |

Wie aus dieser Tabelle hervorgeht, stand Holland vor dem Kriege an elfter Stelle. Nach Bongers ¹⁾ waren aber diese Zahlen zu niedrig gegriffen, und müsste eine Korrektur vorgenommen werden, wonach Holland pro Kopf der Bevölkerung gerechnet direkt nach Deutschland an 8. Stelle treten würde. Auch sind direkte Angaben über die Grösse der einzelnen Privatvermögen vermittle des Ertrages der Vermögenssteuer erhältlich. In 1895 unterlagen dieser Steuer 7672 Personen, auf die im Durchschnitt ein Vermögen von Fl. 63.000.— entfiel. Im Jahre 1905 stellte sich diese Zahl auf 8747 Personen mit einem Durchschnittsvermögen von Fl. 71.300.—

Berechnungen über den Totalertrag, welcher an Zinsen aus diesem Vermögen hervorging, finden wir aber erst nach dem Kriege in grösserem Umfang ausgeführt. Wir verweisen hier auf die Schätzung von Bongers ²⁾, nach welcher der Totalbetrag der niederländischen Zinsen im Jahre 1920 ungefähr eine Milliarde Gulden betrug. Sie stellen gewöhnlich 20—25 % des Gesamteinkommens dar.

Von besonderer Bedeutung für die niederländische Wirtschaft sind die holländischen Ersparnisse, welche in Indien gemacht wer-

¹⁾ s. W. A. Bongers: Vermögen en inkomen in Nederland gedurende den Oorlogstijd, Amsterdam 1923 S. 34.

²⁾ s. W. A. Bongers s. o. S. 44.

den. Zahlenmässig geht das schon daraus hervor, dass die sogenannten „indischen Ersparnisse“ nach Treub ¹⁾ in den letzten Jahren durchschnittlich Fl. 300 Mill. betragen d.h. rund die Hälfte der Gesamtersparnisse des niederländischen Volkes, welche auf Fl. 5—600 Mill. ²⁾ berechnet wurden. Diese Sonderstellung geht aus den indischen Verhältnissen selbst hervor. Einerseits sind die Tropen in jeder Hinsicht ertragreicher, andererseits aber ist das tropische Klima so ermattend, dass man dort nur wenige Jahrzehnte arbeiten kann. Deshalb muss die Arbeitsleistung während dieser Jahre an Tantiemen und Gehältern so grosse Ersparnisse ermöglichen, dass die Ruhejahre sichergestellt sind. Diese Spartendenz wird noch dadurch unterstützt, dass Indien selbst wenig Gelegenheit zur Geldausgabe im europäischen Sinne bietet.

Doch neben den Vermögensbesitzern und neben den Personen, die ihre Carrière in Indien gemacht haben, werden auch Personen, die für ihren Lebensunterhalt hauptsächlich auf den Ertrag der unmittelbar vorangegangenen Arbeit angewiesen sind, Ersparnisse machen: für den Winter, für das Alter, für die Erziehung der Kinder, usw.

Einen Einblick in die durchschnittliche Höhe des niederländischen Einkommens kann man durch eine Division des gesamten niederländischen Einkommens durch die Bevölkerungszahl bekommen, wenn auch die Verteilung der Einkommen hierin an einzelnen Stellen sehr grosse Abweichungen hervorruft. Im Jahre 1920 war das Gesamteinkommen des niederländischen Volkes rund Fl. 4,3 Milliarden ³⁾, während nach der Volkszählung desselben Jahres ⁴⁾ ca. 2,6 Millionen Personen einen selbständigen Haushalt führten (Gesamteinwohnerzahl vermindert um die Zahl der verheirateten Frauen und die Zahl der Kinder), sodass das durchschnittliche Einkommen rund Fl. 1.650.— betrug, während auf jeden Haushalt ca. 3 Personen entfielen.

Berechnungen über den Totalbetrag dieser Ersparnisse finden wir nicht vor; hiermit wären unüberwindliche Schwierigkeiten verbunden. Nur haben wir einige Anhaltspunkte an den Einlagen

¹⁾ s. Treub: *Revue économique internationale*. Vol. III. No. 1, Juillet 1926, S. 126.

²⁾ Schätzung Aalberse, *Handelingen IIe Kamer* 9. November 1920, S. 348.

³⁾ Nach der Einkommensteuer s. *Jaarcijfers voor het Koninkrijk der Nederlanden* 1926, S. 143.

⁴⁾ s. *Jaarcijfers voor Nederland* 1926 *Centraal Bureau voor de Statistiek* S. 3—6.

der Sparkassen, Prämien, die für Lebensversicherungen eingezahlt werden, und der Emissionstätigkeit überhaupt. Zur Illustrierung bringen wir einige Angaben über die Reichspostsparkasse ¹⁾. Die Einlagen betragen:

| | | | | |
|------|------|-----|-----|-------|
| 1911 | etwa | Fl. | 170 | Mill. |
| 1916 | „ | „ | 200 | „ |
| 1922 | „ | „ | 300 | „ |

Im Jahre 1922 hatte jeder dritte Einwohner ein Sparkassenbuch bei der Reichspostsparkasse. Hierneben spielen die anderen Sparkassen im einzelnen keine bedeutende Rolle; nach K.G. Goedewaagen ²⁾ betragen im Jahre 1914 ihre Gesamteinlagen Fl. 100 Mill. Anhaltspunkte über die Totalbeträge, wofür jährlich bei den Lebensversicherungen gespart wurde, finden wir bei W. Wiebes ³⁾ unter „ontvangen premien en koopsommen“, wenn auch die Leibrenten hierbei mit eingerechnet sind. Sie betragen:

| | | | | | | | |
|-------|-----|------|-------|-------|-----|------|-------|
| 1913: | Fl. | 47,0 | Mill. | 1917: | Fl. | 59,1 | Mill. |
| 1914: | „ | 47,6 | „ | 1918: | „ | 72,9 | „ |
| 1915: | „ | 47,6 | „ | 1919: | „ | 80,6 | „ |
| 1916: | „ | 56,2 | „ | 1920: | „ | 89,4 | „ |
| | | | | 1924: | Fl. | 77,1 | Mill. |
| | | | | 1925: | „ | 76,3 | „ |

Neben den Privatpersonen treten aber auch die Unternehmungen als Sparerinnen auf und zwar zunächst für ihre Angestellten, welche Beträge oft speziell dafür errichteten Fonds zugewiesen werden. Daneben wird die Unternehmung Reserven bilden, welche früher sogar noch zum Teil ausserhalb des eigenen Betriebes angelegt wurden. Bei regulärem Betriebsgang werden aber auch zeitweise Summen unbenutzt bleiben, die bei einer vorübergehenden Produktionsverringerung noch erhöht werden. Besonders erwähnen wir in diesem Zusammenhang die Petroleumgesellschaften, Kulturunternehmungen, Schiffahrtsgesellschaften, Eisen- und Kleinbahnen.

Die Ersparnisse, die wir bisher betrachtet haben, bilden Kapi-

¹⁾ s. Jaarcijfers voor Nederland 1926 Centraal Bureau voor de Statistiek S. 3—6.

²⁾ s. K. G. Goedewaagen: Onze Geldmarkt, Amsterdam 1915, S. 29.

³⁾ s. W. Wiebes: Jaarcijfers van Nederlandsche Levensverzekerings Mij., Begrafnisfondsen, Spaarkassen en Hypotheekbanken, Audergem b. Brüssel.

tal. Was die Definition des Kapitals betrifft, schliessen wir uns der von N. J. Polak ¹⁾ an, der unter Kapital versteht: die angehäufte Verfügungsgewalt über Güter, welche noch nicht zum Verbrauch dem Verkehr entzogen sind. Es ist somit auch als ein „Kapitalgut“ im modernen Sinne zu betrachten, doch von liquider Art, im Gegensatz zu den anderen Kapitalgütern, die in früheren Zeiten als „Kapital“ bezeichnet wurden.

Der Ort, an dem die Anlage stattfindet, wird mit Markt bezeichnet. Es gibt einen Markt, auf dem die kurzfristigen Bedürfnisse befriedigt werden, „Geldmarkt“ genannt, und einen solchen auf dem die langfristigen Ersparnisse zur Anlage kommen, der „Kapitalmarkt“. Wenn auch die Einteilung vorerst rein nach dem Termin gemacht ist, wobei ein Jahr als Grenze angenommen wurde, so ist ausserdem noch das Aeussere beider Märkte sehr verschieden, da bei ihnen andere juristische Formen üblich sind. Die kurzfristige Uebertragung erfolgt durch Akzept, Wechsel und ähnliche Papiere. Die Uebertragung auf langen Termin geschieht durch Aktien, Obligationen und andere übliche Effektenformen. Für beide Arten der Kreditbedürfnisse mussten auch anders aufgebaute Organisationen ins Leben gerufen werden, so verschieden, dass von Beckerath ²⁾ gerade hierin den Hauptunterschied zwischen Kapital- und Geldmarkt erblickte und in Bezug auf den Termin nur noch bemerkt: „dass er ein lediglich juristisch formaler Umstand und deshalb für eine ökonomische Unterscheidung nicht zu gebrauchen ist.“ Diese Meinung steht im Widerspruch mit der von N. J. Polak ³⁾, der zeigt, wie die auf dem Geldmarkt angelegten Ersparnisse sogenanntes *variables* Kapital bilden, während das übrige Kapital, bis auf einzelne Ausnahmen, *konstant* ist. „Der ökonomische Unterschied zwischen beiden liegt gerade darin, dass das konstante Kapital in dem Sinne konstant ist, dass die ersparte Verfügungsgewalt, die in der Form von langfristigem Kredit übertragen worden ist, nie durch die Gesamtheit der Sparer verzehrt werden kann, wie sehr auch jeder einzelne Sparer diese Macht besitzen mag. Nur variables Kapital kann durch die genannten Sparer verzehrt werden“. Die Worte konstant und varia-

¹⁾ s. N. J. Polak: Grundzüge der Finanzierung. Betriebs- und finanzwirtschaftliche Forschung II. Serie, Heft 25, Berlin-Wien 1926, S. 14.

²⁾ s. v. Beckerath: Der Kapital- und Geldmarkt. Jena 1916, S. 27.

³⁾ s. N. J. Polak s. o. S. 35.

bel können hier begriffsverwirrend wirken, weil das „variable“ Kapital des Gesamtgeldmarktes in der ökonomischen Wirklichkeit einen viel konstanteren Charakter trägt als das „konstante“ Kapital, das im Laufe der Jahre stets zunimmt.

Für den Geldgeber zeigt sich zwischen Kapital- und Geldmarkt hauptsächlich der Unterschied darin, dass im allgemeinen bei der Anlage auf dem Geldmarkt der Endtermin eher abgewartet werden kann. Dadurch wird der Geldgeber im gegebenen Falle nicht darauf angewiesen sein, seinen Rechtstitel an andere Sparer abzutreten, welche manchmal nur gegen eine bestimmte Prämie dazu zu bewegen sind. Auf dem Kapitalmarkt macht sich dies unangenehm durch Kursdifferenzen bemerkbar, auf dem Geldmarkt tritt statt dessen höchstens ein Zinsunterschied ein.

Für den Geldnehmer macht sich die Differenz zwischen Kapital- und Geldmarkt bemerkbar, dass die Mittelübertragung auf dem Geldmarkt einen viel uniformeren Charakter trägt und die Bereitwilligkeit des Geldgebers sich hauptsächlich nach der Solidität der Unterschriften richtet. Es ist einem Geldgeber, der sich bei einem Effektenkauf lange besinnen würde, gewöhnlich ziemlich dasselbe, von wem er einen Wechsel kauft, solange die Aussteller von gleicher Solidität sind.

Wie aus Vorhergehendem ersichtlich ist, sind Geld- und Kapitalmarkt durch ihre verschiedentlich aufgebauten Organisationen vollkommen als selbständige Institute zu betrachten. Sie sind in Holland beide nebeneinander in Amsterdam konzentriert.

Es ist nun aber die Frage, ob die Anlagen der kurzfristigen Ersparnisse auch wirklich immer auf dem Geldmarkt stattfinden, und ob der Kapitalmarkt ausschliesslich langfristige Ersparnisse aufnimmt. Bei näherer Untersuchung stellt sich heraus, dass öfters ein Uebertreten der beiderseitigen Grenzen stattfindet. Man vergleiche hierzu u. a. den Aufsatz von G. Halm ¹⁾, der diese Tatsache besonders in Verbindung mit dem Problem der Preisbildung auf den beiden Märkten verbindet. Eine sehr gewöhnliche Erscheinung, welche sich besonders in Krisiszeiten prägnant zeigt, ist, dass langfristige Ersparnisse aus Liquiditätserwägungen heraus auf dem Geldmarkt zur Anlage gebracht werden. Andererseits wird bei

¹⁾ s. G. Halm: Das Zinsproblem am Geld- und Kapitalmarkt. Jahrbuch für Nationalökonomie und Statistik, 125. Band III Folge 70 Band Jena 1926 II S. 1 u. 97.

flüssigem Geldmarkt neben einer Kapitalknappheit in fast allen Fällen ein Uebergreifen des Geldmarktes auf den Kapitalmarkt festzustellen sein. Hierzu sind hauptsächlich zwei Wege möglich: die Ausgabe von Finanzpapier und das Effekten-Lombard-System.

Der Missbrauch der Ausgabe von Finanzpapier in grösserem und kleinerem Stil wird von den verschiedenen Schriftstellern zur Genüge erörtert. Ein genaues Aequivalent für den Begriff „Finanzwechsel“ kennt die holländische Sprache nicht. Bei internationalen Ziehungen wird nach W. Westerman ¹⁾ das Wort „Finanzpapier“ vielfach übernommen. Erfolgt die Wechselziehung zwischen Personen innerhalb der Landesgrenze, so spricht man, wenn die Personen für die Verbindlichkeit gut geachtet werden, von „Complaisancepapier“, in den anderen Fällen von „Ruiterwissels“.

Die zweite Art, durch die eine Kapitalanlage vermittelt werden kann, ist das Prolongationssystem (monatlicher Effekten-Lombard), das in dem holländischen Wirtschaftsleben eine ganz besondere Rolle spielt. Dies ist schon aus einem Vergleich der Gesamtsumme der Prolongationen mit dem niederländischen Geldmarkt ersichtlich. Unmittelbar vor dem Kriege wurden diese durch J. Wolff ²⁾ auf ca. Fl. 400 Mill. geschätzt, während der gesamte niederländische Geldmarkt (inclusive Prolongationen) nach Goedewaagen ³⁾ Fl. 600 Millionen betrug. Für den zwar abnormalen Monat Juli 1914 sind hier infolge der Börsenkrisis genaue Angaben zu erhalten. Die gesamten auf Prolongation ausgesetzten Beträge zusammen mit den „Call“-Geldern betragen nach G. Vissering ⁴⁾ Fl. 325 Mill., während sich der Totalbetrag der Verbindlichkeiten auf Fl. 460 Mill. stellte.

Ausser den genannten Arten, in denen Kapital- und Geldmarkt ineinandergreifen können, kann dieses Uebergreifen auch noch gewissermassen juristisch hervorgerufen werden, indem geldähnlichen Papieren eine Umlaufzeit von über 1 Jahr zuerkannt wird, wie z.B. bei 5-jährigen Schatzwechseln oder bei 2—5-jährigen Noten, wie sie van den Bergh Ltd. herausgegeben hat. Andererseits

¹⁾ s. W. Westerman: *Het Crediet*, Rotterdam 1914, S. 27. (niet in den handel).

²⁾ s. Joh. E. Wolff Ezn. *Over het afleveren van Fondsen, het prolongatiesystem ter Beurze van Amsterdam en nog wat*, Amsterdam 1913, S. 12.

³⁾ s. K. G. Goedewaagen: s. o. S. 31.

⁴⁾ s. M. Treub: *Oorlogtijd*, Haarlem 1916, S. 254.

würden Obligationen, von denen mit Sicherheit bekannt ist, dass ihre Einlösung innerhalb Jahresfrist erfolgen wird, trotz ihrer juristischen Form zu dem Geldmarkt zu rechnen sein. Das ökonomische Leben ist nicht gewohnt, hier eine scharfe theoretische Trennung vorzunehmen, weiss aber von Fall zu Fall sehr genau seine Entscheidung zwischen Geld- und Kapitalmarkt zu treffen.

§ 11. *Der Amsterdamer Geldmarkt*

Der niederländische Geldmarkt ist in Amsterdam konzentriert, wenn auch der Einfluss der Rotterdamer Institute sich in der Neuzeit vergrössert hat. Der *Sprachgebrauch* versteht unter „Geldmarkt“ nur die aktiven Wechsel- und Remboursgeschäfte der Wechselmakler, Bankiers und Kommissionäre. Wir fassen dagegen den Geldmarkt als abstrakten Begriff auf und zwar: „als die Gesamtheit aller Uebertragungen von Mitteln auf kurzen Termin“. Hierdurch werden auch die Prolongationsgeschäfte mit zum Geldmarkt gerechnet. Die grossen Gesellschaften, oder wie W. Westerman ¹⁾ im einzelnen genauer angibt: „die grossen Eisenbahngesellschaften nach der Ausgabe eines Darlehns, die grossen Tabaksunternehmungen nach dem Verkauf und darauf erfolgten Barzahlung ihrer Produkte und die Königliche Petroleumgesellschaft, bei welcher sich die Dividenden zur Gewinnausschüttung anhäuften“, verfügen zeitweise über viele Millionen, welche sie gewohnt sind, direkt nach Amsterdam „auf Prolongation“ zu geben. Hierzu stellen sich als Geldgeber auf dem Geldmarkt noch die Reichssparkasse, die Lebensversicherungsgesellschaften, die Bankiers und eine Anzahl anderer Privatpersonen. Vor dem Kriege betrugen die auf diese Weise zusammengebrachten Summen nach Goedewaagen ²⁾ ca. Fl. 450 Millionen.

Nach unserer erweiterten Definition sind ausserdem die passiven Geldgeschäfte oder die Geschäfte der Nederlandsche Bank zu dem Geldmarkt zu rechnen. Vor dem Kriege brachte dieses Institut neben den erwähnten Fl. 450 Mill. noch Fl. 150 Mill. zur Anlage. Da aber ihre Stellung am Geldmarkt von der der anderen Geldgeber abweicht, werden wir dieses Institut genauer ins Auge fassen.

¹⁾ s. W. Westerman: *De Crisis* s. o. S. 21.

²⁾ s. K. G. Goedewaagen s. o. S. 31.

Einen Ueberblick über die Bankgeschäfte der Nederlandschen Bank gewährt Tabelle 2 ¹⁾. Zu den Umsätzen in Inlands-Wechseln, Effekten- und Waren-Lombard sind ausserdem die Durchschnittsbeträge angegeben, durch die die Errechnung der durchschnittlichen Zeitdauer der Kreditanspruchnahme ermöglicht wird. Ausserdem wurden die Beträge der durchschnittlichen Beleihungen und der Gesamtanlage im Ausland hinzugefügt.

Nach Eisfeld ²⁾ wurde der Nederlandsche Bank in den Vorkriegsjahren die Kontrolle über den Geldmarkt in steigendem Masse entnommen. Hierauf weist sowohl der grosse Anteil des Effektenlombardgeschäftes an den Bankgeschäften als auch eine genaue Untersuchung des Wechselmaterials. Die unter Wechseldiskont angeführten Beträge umfassen ausser den „gezogenen“ Handelswecheln nämlich auch Schatzwechsel und Eigenwechsel (Promessen). Der grosse Umfang der Lombardierungen ist um so interessanter, als die Nederlandsche Bank bei ihrer Kapitalanlage besonders auf eine gute Liquidität bedacht sein muss, da ihre werbenden Anlagen sich über 90 % aus dem Surplus des Notenumlaufes über den Metallbestand zusammensetzen. Dies steht im Gegensatz zu z.B. der Reichsbank, die in den Vorkriegsjahren (1909/13) ihre werbenden Anlagen für ca. 44 % aus dem ungedeckten Notenumlauf und 52 % aus Guthaben erzielte.

In ihren Geschäften verhält sich die Bank ausschliesslich passiv und zwei bankpolitische Mittel stehen ihr in ihrer Herrschaft über den Geldmarkt zur Verfügung: Die Diskont- und die Rationierungspolitik. Für die Diskontpolitik verweisen wir auf die zahlreiche Literatur. Unter Rationierungspolitik ist nach M. Hirschfeld ³⁾ nicht so sehr zu verstehen, dass die Nederlandsche Bank jedem Bank-Institut ein bestimmtes Quantum zuweist, bis zu dem sie Wechsel desselben in ihr Rediskont nimmt, sondern vielmehr, dass sie eine vorhergehende Aussprache verlangt, bevor die einzelnen Institute zu einer Kreditverleihung in grösserem Umfange übergehen.

¹⁾ Diese Tabelle und die ferneren mit Nummernangabe angeführten Tabellen befinden sich in Band II.

²⁾ s. C. Eisfeld: Das Niederländische Bankwesen. Haag 1916, S. 142.

³⁾ s. M. Hirschfeld: Moderne Stroomingen in het Nederlandsche Bankwesen. Roermond 1924. S. 21.

Die Eigentümlichkeit des niederländischen Wirtschaftslebens, wobei der Effektenbesitz im Vergleich zum Auslande seit über 150 Jahren einen grossen Teil des Nationalvermögens bildete, führte von selbst dazu, dass auch die Banken und andere Institute sich der Effekten-Finanzierung nicht fernhalten konnten. Hierdurch standen aber andererseits dem Geldmarkt nur relativ geringe Mittel zur Verfügung. Wir finden so auch mehrfach aus dem niederländischen Wirtschaftsleben heraus Anregungen an die über kurzfristige Mittel verfügenden Institute, wie z.B. die Reichspostsparkasse und die Versicherungsgesellschaften, ihre liquiden Mittel, statt sie der Börse zufließen zu lassen, mehr als bisher in Wechseln anzulegen. Die Krisis vom Juli 1914, in der der gesamte niederländische Geldmarkt infolge des Kriegsausbruches festlag und insbesondere die Prolongationsposten infolge der plötzlichen Börsenschliessung nicht mehr abgewickelt werden konnten, liess den Geldmarkt auf die Nederlandsche Bank zurückgreifen. Durch Erweiterung ihres ungedeckten Notenumlaufes, wie aus Tabelle 2 hervorgeht, wandte die Bank die Gefahr ab. Die Jahre 1916/17 brachten darauf eine langsame Verminderung der Bankgeschäfte; der Einfluss der Bank auf den Geldmarkt blieb aber bestehen, besonders in Bezug auf die Auslands-Zahlungen. Bemerkenswert für diese Jahre ist die zunehmende Nachfrage nach Banknoten. Da der vermehrten Banknotenausgabe anfänglich eine gleich grosse Zunahme des Metallbestandes gegenüber stand, vergrösserte diese zunehmende Nachfrage die werbenden Anlagen der Bank nicht. Hierin war erst seit 1919 eine Zunahme festzustellen, was sowohl dem Wechselgeschäft als dem Effekten-Lombard zugute kam. Diese Tendenz hielt in den beiden anschliessenden Jahren noch an. Die erwähnte Zunahme des Effekten-Lombards bedeutete dabei eine Vergrösserung des doch schon reichlichen Kapitalmarktes. Obwohl die Zahlen der Jahre 1919/20 im Verhältnis zu den Vorhergehenden einen Höhepunkt aufwiesen, so ist dem doch nicht eine entsprechende Bedeutung in Bezug auf den Bank-einfluss beizumessen, da diese Zeit sich durch grosse Aenderungen und Entwicklungen der niederländischen Wirtschaft in jeder Hinsicht kennzeichnete. Neben den Beträgen, für welche sich die Nederlandsche Bank am Geldmarkt beteiligte, wurden von privater, besonders von ausländischer Seite sehr grosse Kapitalien an den Markt gebracht. Wir verweisen in diesem Zusammenhang

besonders auf die in Amsterdam errichteten deutschen Banken.

Während der Krisisjahre 1921/22 blieb der Geldmarkt in Holland stets flüssig, selbst noch, als das Reich seine laufenden Auslagen über den Geldmarkt finanzierte. Doch stellten diese Jahre erhöhte Kreditanforderungen an die Bank, und besonders das Wechselgeschäft erfuhr eine weitere Ausdehnung. Auch die Anforderungen, welche in diesen Jahren an die Nederlandsche Bank als Geld-Institut gestellt wurden, waren ausserordentlich gross. Hollands Lage inmitten der ehemals kriegführenden Reiche brachte eine ausserordentliche Gefährdung seiner Valuta mit sich. Der Banknotenumlauf der sich in den Vorkriegsjahren durchschnittlich um Fl. 300 Mill. bewegte, hatte nun die Milliarde überschritten. Unter solchen Umständen war die Bank gezwungen, ihre Hauptaufmerksamkeit mehr und mehr auf ihre Valutapolitik zu beschränken, was jedoch auf Kosten ihres Einflusses auf den Geldmarkt erfolgte, besonders da die Beträge von privater Seite stets grössere Abmessungen annahmen. Der Privatdiskontsatz notierte infolgedessen ständig einige Prozente unter dem Bankdiskont. Am 25. April 1925 kehrte Holland aber zusammen mit England und noch einigen anderen europäischen Reichen zur Goldwährung zurück.

Der Umstand, dass der Londoner Geldmarkt auch nach Beendigung des Weltkrieges im Jahre 1918 für die ehemals feindlichen Reiche geschlossen blieb, zusammen mit der Tatsache, dass der Diskontsatz, in Amsterdam noch fortwährend unter dem von London notierte, das noch stets an seinen Kriegslasten litt, führte einen Teil der internationalen Geldgeschäfte nach Amsterdam.¹⁾ Wir finden hier die Errichtung vieler deutschen Banken, sowie neuer Diskont- und Akzepthäuser vermittels internationaler Hilfe. Nach den neuesten Berichten beabsichtigen sogar Londoner und New-Yorker Firmen die Gründung von Zweigniederlassungen in Amsterdam.

Die Anforderungen, welche diese Finanzierungen an den Geldmarkt stellten, übertrafen in jeder Hinsicht die Bisherigen. Neben einer stabilen und kurrenten Währung war hierfür eine ge-

¹⁾ s. hierzu die interessanten Aufsätze im Nieuwe Rotterdammer Courant vom 18. März 1925; 19. und 20. Sept. 1925; 26. und 27. September 1925; 20. Mai 1927; 7. Juni 1927.

wisse Kapitalkraft und besonders eine dementsprechende Organisation erforderlich. Auf die Erhöhung der Kapitalkraft, besonders durch ausländische Kapitalien, anfänglich deutsche, später überwiegend französische und belgische, haben wir im Vorgehenden zur Genüge hingewiesen. Nach der Rückkehr von Holland und Indien zur Goldwährung flossen noch ausserordentliche indische Kapitalien nach Holland. Die Kolonialbanken konnten dadurch die Kapitalkraft des niederländischen Geldmarktes erheblich steigern. Der Gesamtwechselmarkt, der nach unserer Schätzung in den unmittelbaren Vorkriegsjahren ca. Fl. 100 bis 125 Mill. betrug, beträgt heute, nach Angaben von Amsterdamer Bankiers, mindestens das Doppelte, wovon allein schon Fl. 50 Mill. auf die Nederlandsch Indische Handelsbank entfallen.

Die Nederlandsche Bank stand dieser Entwicklung anfangs passiv, wenn auch wohlwollend, gegenüber. Die schweren Anforderungen, die sie an diskontierbarem Papier stellte, dass es aus Handelsgeschäften rein holländischer Art entspringen müsse, änderte sie nacheinander in die Anforderung ab, dass durch die Handelsgeschäfte *auch* holländische Interessen gefördert werden mussten und schliesslich, dass sie mit diesen nicht in Widerspruch sein dürften. Hierdurch wurde besonders der Markt für den Rembourskredit vergrössert. Bei der Errichtung der bereits erwähnten Diskonthäuser wirkte die Bank ebenfalls mit. Schliesslich war sie noch nach dem Vorbild des Finanzministeriums bereit, an einige Häuser Vorschüsse gegen Wechselsicherheit zu verleihen, wodurch dieser Markt ebenfalls aufnahmefähiger wurde.

Nur in einer Weise hat die Nederlandsche Bank auch aktiv zur Internationalisierung mitgewirkt, indem sie infolge ihrer Valutapolitik bei ausländischen Märkten Devisen ankaufte. Man vergleiche hierzu die Zunahme der Devisenanlagen, wie sie aus Tabelle 2 hervorgeht.

§ 12. *Die Amsterdamer Effektenbörse*

Die Ersparnisse auf langen Termin fliessen dem Kapitalmarkt zu. Sie können nun Vertrauenspersonen gegen Schuldverschreibungen zur Verfügung gestellt werden, doch wird die Mehrzahl der Ersparnisse, sobald sie die erforderliche Höhe erreicht haben, in Effekten angelegt. In dem erst erwähnten Falle kann man, insoweit

eine Vermittlung stattfindet, von einem privaten Geldmarkt sprechen, der in Holland mit Ausnahme des gut entwickelten Hypothekenmarktes jedoch nicht sehr ausgeprägt ist, da ihm gegenüber schon von jeher ein besonders starker Effektenkapitalismus stand. Die Höhe des Effektenbesitzes kann hierüber einige Auskunft geben. Nach Verryn Stuart ¹⁾ bildete der Effektenbesitz in den Jahren:

| | | | | | | | | |
|-------|---------|-----------|------|------|---|-----|------|-----------|
| 1855: | Fl. 1,8 | Milliarde | oder | 29,6 | % | des | nat. | Vermögens |
| 1885: | „ 3,4 | „ | „ | 33,1 | % | „ | „ | „ |
| 1905: | „ 5,5 | „ | „ | 34,8 | % | „ | „ | „ |

Diese direkte Verbindung des Sparpublikums mit der Börse drückt der ganzen holländischen Wirtschaft ihren Stempel auf. Bei unserer Besprechung über den Kapitalmarkt haben wir bereits hierauf hingewiesen (Prolongationssystem) und werden bei der Erörterung des niederländischen Bankwesens darauf zurückkommen.

Die Amsterdamer Börse ist ein Privatinstitut, zu dem nur Mitglieder des V. v. d. E. ²⁾ Zutritt haben. Die überwiegende Mehrzahl der Mitglieder besteht aus privaten Kommissionären. Im Jahre 1911 haben diese versucht, von ihrer Monopolstellung Gebrauch zu machen, um die Grossbanken der Börse fern zu halten. In diesem Sinne wurde die Abweisung des Aufnahmegesuches der Nederlandsch-Indischen Handelsbank und der Javaschen Bank allgemein gedeutet ³⁾. Hieraus ist auch die Weise, durch die die Rotterdamsche Bankvereinigung sich den Zugang zur Börse verschaffte, zu erklären, die dazu eine Amsterdamer Firma, welche Vereinsmitglied war, aufkaufte. Seitdem stand dem Zutritt der Banken kein Widerstand mehr im Wege. Die Rolle, die die deutschen Grossbanken an der Berliner Börse erfüllen, wird hier aber durch die grossen Privatbankiers und Kommissionäre ausgeübt, welche enorme Beträge auf Prolongation an die Börse bringen. So erwähnen wir von den Grossbankiers: van Loon, Hope & Co., Lippman & Rosenthal, Taxeiros de Mattos, und von den Grosskommissionären: van Marken

¹⁾ s. Verrijn Stuart, Inleiding Bd. III, S. 351 ff.

²⁾ V. v. d. E. ist die gebräuchliche Abkürzung für „Vereeniging voor den Effectenhandel“, gleich Verein für den Effektenhandel.

³⁾ s. Nieuwe Financier en Kapitalist 20. December 1911

& Middendorp, van Vloten & de Gijsselaar, Jonas & Kruseman.

Der Ausbruch des Weltkrieges im Sommer 1914 rief an der Börse eine Panik hervor. Das Ministerium schritt infolgedessen zur Schliessung der Börse. Die anfänglich auf wenige Tage geplante Schliessung dauerte bis zum 29. Februar 1915. In diesen Wochen wurde zuerst eine umfassende gesetzliche Regelung der Börse vorgenommen, welche als das Börsengesetz vom 4. September 1914 Stbl. 445 in Kraft trat; dieses stellte die Börse unter Staatsaufsicht, anfänglich des Handelsministeriums später des Finanzministeriums.

Als das niederländische ökonomische Leben nach und nach wieder aufblühte, wurde auch die Börse wieder geöffnet. Eine Nationalisierung des Kapitalmarktes wurde dabei durch die beiden Bestimmungen erzwungen, laut denen ausländische Effekten, welche nach 1915 in Holland verstempelt waren, von der Lieferung ausgeschlossen waren und die Genehmigung zur neuen Aufnahme in die Preisliste dem Finanzminister unterstellt wurde. Durch die letzte Bestimmung blieben tatsächlich ausländische Effekten bis 1923 von der Aufnahme ausgeschlossen.

Unter dem Einfluss der speziellen Lage, in der sich Holland während der Kriegsjahre befand, nahm das ökonomische Leben einen vorher ungeahnten Aufschwung, während daneben grosse Kapitalien dem Lande zuströmten. Hierdurch belebte sich auch der Effektenhandel wieder, und setzte eine bedeutende — wenn auch im Verhältnis zu den Vorkriegsjahren mehr einseitige — Emissionstätigkeit ein, worauf in § 13 näher zurückgekommen wird.

Diese Jahre, in denen die Entwicklung der holländischen Wirtschaft in einem so schnellen Tempo vor sich ging, brachte auch eine beschleunigtere Entwicklung der Machtverhältnisse an der Börse, wie sie sich in den Vorkriegsjahren schon angedeutet hatte. Der Einfluss der Grossbanken, die sich besonders in diesen Jahren ausgedehnt hatten, kam hier stets mehr zur Geltung, da sie erstens als die massgebenden Emittenten auftraten, und weil sie ferner einen steigenden Einfluss auf die Börsenmittel, Prolongationsgelder, ausübten. Doch ist von einer Vorherrschaft der Banken bis jetzt noch keine Rede.

Einer der wesentlichsten Vorgänge an der Börse ist die Preis-

bildung. Die Einteilung der Börse ist hierbei zunächst eine örtliche, weil jeder Effektengruppe, ein eigener Verhandlungsraum zugewiesen ist. Die Preisbildung kommt zustande durch das Verhältnis von Kauf- und Verkaufsaufträgen aus Anlage oder Spekulationsmotiven seitens des Publikums und der Aufnahmefähigkeit der Börse selbst. Bestimmte Börsenmitglieder spielen nun in Bezug auf die Preisbildung eine besondere Rolle; es sind diejenigen, welche sich mit dem Ausgleich der eingelaufenen Ein- und Verkaufsaufträge befassen. Da ihre Tätigkeit naturgemäss auf eine bestimmte Effektengruppe, oder bildlich gesprochen auf eine bestimmte „Ecke“ (hoek) beschränkt ist, werden sie Eckkommissionäre (hoeklui) genannt. Je nachdem ein reger oder geringer Handel stattfindet können die Ecken in „offene“ oder „geschlossene“ unterschieden werden. Es ist verständlich, dass bei geschlossener Ecke dem betreffenden Eckkommissionär ein besonderer Einfluss auf die Preisbildung der Effekten, welche dort verhandelt werden, zusteht.

Neben den Eckkommissionären spielen auch noch die Eigenhändler eine besondere Rolle. Sie handeln auf eigene Rechnung als Spekulanten meist in einem bestimmten Papier, dessen Tendenzen sie nach jahrelanger Erfahrung genau kennen, und tragen Sorge, dass die gekauften und verkauften Posten sich am Abend ausgleichen. Deshalb werden sie Tageshändler (daghandelaren) genannt. Sie sind mit dem jobber oder dealer der Londoner Börse zu vergleichen.

Nach Brenningmeyer ¹⁾ betrieben im Jahre 1919 von den 400 Firmen, welche Mitglieder des V.v.d.E. waren, ca. 85 das Eckgeschäft in fester Ecke, ca. 25 das Eckgeschäft bald in dieser, bald in jener Ecke, während auf die Gruppe der Eigenhändler ca. 20 Mitglieder entfielen. Nach den Angaben von Vereinsmitgliedern treffen diese Zahlen für die Neuzeit nicht mehr zu; besonders die Zahl der Eigenhändler hat zugenommen. Da sich aber bei dem Verein für den Effektenhandel noch nie ein Bedürfnis nach einer derartigen Statistik gezeigt hat, ist er nicht imstande, hierüber Auskunft zu erteilen.

Neben der Preisbildung spielt auch das Problem der Notierungsweise eine Rolle für das ökonomische Leben.

¹⁾ s. L. Brenningmeyer: Die Amsterdamer Effektenbörse Berlin 1920, S. 65.

Im Anfang des 19. Jahrhunderts begnügte man sich damit, zwei Kurse zu nennen, zwischen denen gehandelt wurde. Hieraus hat sich das bis Ende 1924 geltende Notierungssystem entwickelt, welches sich mit der Angabe der höchsten und niedrigsten Kurse unter evtl. Zufügung eines Schlusskurses begnügte.

Diese Notierungsweise hatte zur Folge, dass die meisten Aufträge schlechthin zum sogenannten „Mittelkurs“ gegeben wurden. Hierdurch gaben die Kurse auf die Dauer kein richtiges Bild der Wirklichkeit mehr, einerseits, weil ein grosser Teil der Aufträge bereits bei den Grossbanken und in der Provinz kompensiert wurde, andererseits, weil die ausführenden Börsenmitglieder durch Eigenkäufe oder Verkäufe geringeren Umfanges den höchsten und niedrigsten Kurs und damit den Mittelkurs zu ihren Gunsten beeinflussen konnten. Ferner gewinnt der Eckkommissionär bei diesem System einen zunehmenden Einfluss auf die Kursbildung.

Aus den erwähnten Gründen ist die Verwaltung des V.v.d.E. für niederländische und niederländisch-indische Staats- und Kommunalanleihen zu einer fortlaufenden Notierung in Abständen von je 10 Minuten übergegangen, während sie ebenfalls für eine Anzahl anderer couranter Effekten zu einer fortlaufenden Notierung geschritten ist (Art. 14 B neue Fassung). Von den industriellen Effekten gehören hierzu Jurgens, Philips Glühlampen und die Papiere der Kunstseiden-Industrien. Zu diesem Zwecke ist die Börse in vier Perioden eingeteilt, von denen die erste nur 10 Minuten dauert und im Wesen insofern von den andern abweicht, als hier nur der Schlusskurs angegeben wird, welcher Hauptkurs genannt wird, während für die 3 anderen Perioden die üblichen höchsten und niedrigsten Kurse angegeben werden¹⁾). Durch diesen Uebergang zur fortlaufenden Notierungsweise hofft man wahrscheinlich auch den Berufshandel zu grösseren Umsätzen zu reizen. Dass die Regierung sich auch der Wichtigkeit einer genauen Notierung wohl bewusst ist, scheint schon daraus hervorzugehen, dass ihre Aufsicht, der die Amsterdamer Effektenbörse seit der Krise von 1914 unterstellt ist, in den letzten Jahren nachliess, nach dem Nieuwe Rotterdamsche Courant²⁾: „Vielleicht unter dem Einfluss der Veränderungen, welche die

¹⁾ s. N. R. C. Morg.Bl. vom 29 Oktober 1924.

²⁾ s. N. R. C. Ab.Bl. vom 15. Mai 1926.

Verwaltung des V.v.d.E. von sich aus in der Notierungsweise anbrachte.”

Ebenso wie das Problem der Preisbildung und die Notierungsweise hat auch der Amsterdamer Abwicklungsverkehr weitgehende Folgen für die holländische Wirtschaft.

An der Amsterdamer Börse wird nur relativ selten à la baisse spekuliert. Erstens entspricht dies dem holländischen Volkscharakter nicht, und zweitens bestimmt das Reglement des V.v.d.E., dass jeder Posten effektiv geliefert werden muss. Die Zeitspanne zwischen Auftrag und Lieferung stellt er laut § 3 auf 4 Tage fest und schliesst dadurch die Möglichkeit des Terminhandels aus. Wenn die Praxis auch nicht immer die Hand hält an diesen Termin und auch wohl ein Ausleihen von Stücken stattfindet, so haben sich zu Amsterdam doch keine Auswege entwickelt, wie die New-Yorker Börse sie kennt.

Die relative Seltenheit der Baisse-Spekulation gibt der Amsterdamer Börse ein unausgeglichenes Ansehen. Hausse-Bewegungen finden in ihrer Entwicklung keine entsprechende Hemmung, und bei den darauf folgenden Kursstürzen verhindern keine Deckungskäufe das allzutiefe Einsinken. Deshalb nehmen die Krisen an der Amsterdamer Börse gewöhnlich einen schärferen Charakter an als an Auslandsbörsen. Die Schwierigkeiten, an eine Baisse-Spekulation verbunden, sind ferner auch Ursache, dass das Emitieren von Effekten zweideutiger Solidität an der Amsterdamer Börse manchmal sehr einfach war.

Die effektive Lieferungsverpflichtung ist eine Folge des Amsterdamer Abwicklungsverkehrs, der mit nur geringfügigen Ausnahmen ausschliesslich das Kassa- oder Komptantgeschäft kennt. Diese Geschäftsform ist aufgebaut auf dem schon an anderer Stelle erwähnten Prolongationssystem, welches für Holland von traditioneller Bedeutung ist, da der Holländer hierin einen grossen Reiz zur Spekulation, einer der motorischen Kräfte der Wirtschaftsentwicklung, erblickt.

In den letzten Jahren hat sich unter ausländischem Einfluss die holländische Mentalität in mancher Hinsicht geändert, demzufolge man auch hier der Baisse-Spekulation nicht mehr so fremd gegenübersteht. Bei der Baisse-Spekulation treten aber die Börsen-Vorschriften hemmend auf, weshalb schon vielfach Anregungen

zur Aenderung des Amsterdamer Abwicklungsverkehrs aus der niederländischen Wirtschaft hervorgingen. Neben einer Abhilfe der genannten Nachteile würde dies ausserdem noch den Vorteil bringen, dass sich ein grosser Teil der Fl. 400 Millionen, welche jetzt auf Prolongationen ausstehen, erübrigen würde. Einerseits würde die Effekten-Spekulation hierdurch billiger werden, da die $\frac{1}{4}$ % monatliche Prolongations Provision zum Teil verfallen würde. (W. Westerman ¹⁾ berechnete den jährlichen Minumertrag dieser Provision auf Fl. 3,9 Mill.). Andererseits würden die jetzt frei gekommenen Prolongationsgelder den Wechsel- und Remboursmarkt vergrössern und dadurch der Wirtschaft noch mehr zugute kommen. Das Ausland hat hierbei genügend gezeigt, dass auch das Termingeschäft ebensogut zur Spekulation reizt, wenn es sich nur gut bis zu den Gross- und Kleinspekulanten durchentwickelt hat. Die vorkommenden Verluste werden durch die erzielten Gewinne innerhalb des Wirtschaftskörpers ausgeglichen und bringen deshalb keine Verkleinerung des Nationalreichtums.

Neben der Amsterdamer Effektenbörse befinden sich noch zwei Provinzialbörsen: in Rotterdam und im Haag, welche durch die ortsansässigen Bankiers und Effekthändler abgehalten werden. Diese beiden Börsen richten sich in ihren Notierungen aber ganz nach denen der Amsterdamer Börse. Da sie auch für lokale Werte keinen selbständigen Markt bilden, fehlt ihnen hiermit die Bedeutung, die man sonst den provinziellen Börsen zuschreibt.

§ 13. *Der Niederländische Effektenbesitz und die Emissionstätigkeit*

Eine Statistik, aus der der Umfang der niederländischen Emissionstätigkeit ersichtlich ist, treffen wir erst im zweiten Jahrzehnt dieses Jahrhunderts an. Einen Einblick in die Emissionstätigkeit und in die Effektsorten, welche vor dieser Zeit hier am meisten gangbar waren, können wir nur durch ein Analysieren des Effektenbesitzes gewinnen. Wir brachten bereits die Berechnung von

¹⁾ s. W. Westerman: De Crisis s.o. S. 34.

Verryn Stuart ¹⁾ über den Umfang des Effektenbesitzes im Prozenten des Nationalvermögens überhaupt. Zwischen den Jahren 1883/86 betrug dieser Effektenbesitz:

Inland.

| | |
|-------------------------------------|-----------------|
| Staatsanleihen | Fl. 551 Mill. |
| Kommunalanleihen: | „ 148 „ |
| Sonstige Obligationen und Aktien | „ 492 „ |
| <hr/> | |
| Gesamtinländische Effekten. | Fl. 1.191 Mill. |
| Ausländische Effekten | „ 2.241 „ |
| <hr/> | |
| Gesamteffektenbesitz: | Fl. 3.432 Mill. |

oder 33,1 % des gesamten nationalen Vermögens.

Hieraus geht schon die grosse Stellung der ausländischen Effekten an der Amsterdamer Börse hervor, auf die auch Brenningmeyer ²⁾ bei seiner Besprechung des niederländischen Effektenmaterials hinweist. Besonders die internationalen Staatspapiere und später die amerikanischen und russischen Eisenbahnwerte waren hier sehr beliebte Effektensorten.

Ebenso finden wir Schätzungen vor von G. M. Boissevain ³⁾, welcher eine Analyse der vererbten Vermögen vornahm. Da hier die Totalanzahl der Vermögen, welche vererbt wurden, für unsere Zwecke ohne Bedeutung ist, werden wir uns damit begnügen, nur die prozentualen Verhältnisse zu dem Gesamtaktivum anzugeben.

¹⁾ s. Verrijn Stuart: s.o., S. 351 ff.

²⁾ s. Brenningmeyer: s.o. S. 159.
1889/93 1894/98 1899/1903 1904/06

³⁾ s. G. M. Boissevain: Kapitaalbezit en Kapitaalvernietiging. Aufsatz im Economist Jahrgang 1909 I. Band S. 234.

Ebenso besteht eine Zusammenstellung von F. M. Meyers, in der ebenfalls der Prozentsatz an inländischen und ausländischen Effekten des total vererbten Vermögens angegeben wird. Bringen wir diese Angaben ebenfalls ab 1890 so finden wir:

| | 1890/94 | 1895/99 | 1900/04 | 1905/09 | 1910/14 |
|----------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Inländische Effekten: | 15,1 % | 16,2 % | 20,8 % | 21,1 % | 22,0 % |
| Ausländische Effekten: | 28,6 % | 28,7 % | 27,9 % | 23,7 % | 23,8 % |

s. E. M. Meyers: „Buitenlandsche Belegging van Kapitaal“ Vragen des Tijds, Juli 1917, S. 271 u. f.

| | 1889/93 | 1894/98 | 1899/1903 | 1904/06 |
|--|---------|---------|-----------|---------|
| Niederländische und indische Staatsanleihen . . | 4,9% | 4,7% | 4,3% | 3,5% |
| Anleihen von inländischen Kommunal-Körperschaften. | 1,5% | 1,4% | 1,6% | 2,0% |
| Andere inländische Effekten | 7,0% | 8,1% | 10,5% | 13,5% |
| Ausländische Effekten. . . | 25,1% | 26,8% | 24,8% | 21,8% |
| Gesamt Effektenbesitz in % der ges. Aktiven . . | 38,5% | 41,0% | 41,2% | 40,8% |
| Zinstragende Forderungen | 16,0% | 15,7% | 15,6% | 16,5% |

Wir haben ebenfalls die zinstragenden Forderungen angeführt, weil ein Vergleich zwischen deren Umfang und dem des gesamten Effektenbesitzes Auskunft über die Verbreitung des Effektenkapitalismus erteilt.

Bei der Betrachtung der Eigenschaften, welche die in Holland gangbaren Papiere besitzen, finden wir die Unterscheidung in Anlagewerte (beleggingsfondsen), als Kern des niederländischen Effektenvermögens, und Spekulationspapiere.

Die Anlagewerte müssen einen sehr sicheren Charakter tragen und eine feste Verzinsung bringen. Mit Vorliebe werden hierzu Papiere von öffentlichen oder ähnlichen Körperschaften, wie Eisenbahnunternehmungen, usw., gewählt, oder es wird eine andere grosse Sicherheit verlangt, wie sie z.B. die Pfandbriefe bieten. Bei den genannten Ausstellern haben die Zinszahlungen im allgemeinen pünktlich und ohne grosse Unregelmässigkeiten stattgefunden. Es ist den holländischen Kapitalisten sehr sympathisch, die Höhe der Ausschüttung von vornherein zu wissen, um sich dadurch über die Grösse ihres Einkommens im Klaren zu sein. Auf die wirtschaftliche Produktivität und die dadurch bedingten ökonomischen Vorteile wird bei der Anlage kein Wert gelegt. Dadurch ist Holland trotz seines grossen Reichtums ein typischer Rentnerstaat, was oft drückend auf den Unternehmungsgeist gewirkt hat.

Auf den Spekulationssinn in allen Kreisen Hollands, sowohl bei den männlichen als weiblichen Einwohnern, ist schon von manchem Schriftsteller hingewiesen. Die Eigenschaften der Spekulationspapiere müssen aber hauptsächlich der psychologischen Einstellung der Holländer entsprechen. Die Mehrzahl betreibt die Effektenspekulation als reines Hazardspiel, wobei man sich auf Zeitungsberichte und andere Informationen verlässt. Besonders das Wort „Amerika“ gab die Freiheit zu unbegrenzten Erwartungen. Für systematisch durchgeführte Spekulationen hat der Holländer, einige international orientierte Grosskapitalisten vielleicht ausgenommen, im allgemeinen keinen Sinn. Diese Wenigen reißen aber die Menge mit sich. So finden wir den holländischen Spekulationssinn bei v. Reibnitz ¹⁾ folgendermassen umschrieben: „während der Franzose lieber niedriger verzinsliche als unsichere Anlagen erwirbt, kauft der Holländer hochverzinsliche ausländische Papiere, über deren Status er sich fortdauernd aufs Genauste unterrichtet, sodass er sie meist billig kauft und später mit Gewinn abstösst. Man kann ihn daher weder als Anlagebesitzer noch als Spekulant bezeichnen, klassifiziert ihn vielmehr am besten als „spekulativen Anleger.“

Inzwischen lässt diese reine Art der Spekulation unter Einfluss der Börsenkrise von 1908 und unter den durch den Weltkrieg 1914/18 verursachten Aenderungen im niederländischen Wirtschaftsleben mehr und mehr nach. Das holländische Publikum wählt jetzt lieber Papiere mit sogenanntem „spekulativem Einschlag“, welche gewöhnlich einen höheren Ertrag als die mündelsicheren Papiere geben und daneben noch die Aussicht auf einen kleinen Kursgewinn offen lassen.

Im zweiten Jahrzehnt dieses Jahrhunderts fangen verschiedene Statistiken an, die über den Umfang der Emissionstätigkeit am öffentlichen Markt Auskunft erteilen. In erster Linie bringt der „Nieuwe Financier en Kapitalist“ seit 1911 eine Aufstellung aller öffentlichen Emissionen. Diese wurden seit 1912 von dem Centraal Bureau voor de Statistiek weiter verarbeitet. Dem ökonomischen Aufschwung der Kriegskonjunktur entsprangen in 1916 die „Economisch Statistische Berichte“ und die Zeitschrift „In- en Uit-

¹⁾ s. K. v. Reibnitz: Amerikas internationale Kapitalwanderungen. Sozialwissenschaftliche Forschungen, Abt. 4. Heft 3, Berlin-Leipzig 1926, S. 65.

voer", welche ebenfalls ökonomische Statistiken bringt. Schliesslich erwähnen wir noch die Statistiken des „Telegraaf", von denen wir bei unseren ferneren Ausführungen Gebrauch machen. Diese Statistiken werden von jedem der verschiedenen Organe selbständig ausgewertet, wodurch eine gegenseitige Kontrolle stattfindet. Die Angaben des Centraal Bureaus voor de Statistiek zeigen manchmal grosse Differenzen mit denen der anderen Organe, was wahrscheinlich darauf zurückzuführen ist, dass das Bureau über die Emissionen von Staats- und Kommunalkörperschaften besser informiert ist.

Einen weitgehenden Einblick in die holländische Emissionstätigkeit von 1913/26 gewährt Tabelle 3. Hieraus ist ersichtlich, welchen Arten von Instituten und Unternehmungen die holländischen Ersparnisse zufließen, sowie der Konjunkturverlauf in den einzelnen Zweigen. Da während der Jahre 1915/24 der niederländische Kapitalmarkt infolge des Börsengesetzes und des anschließenden Ministerialbeschlusses für das Ausland offiziell verschlossen war, entsprachen die total angebotenen Privatmissionen dem Konjunkturverlauf der holländischen Wirtschaft überhaupt. Die Zahlen bedürfen keiner weiteren Erörterung. Konversionsanleihen wurden nicht einbegriffen.

| | |
|-----------------------|-----------------------|
| 1915: Fl. 134,8 Mill. | 1920: Fl. 609,8 Mill. |
| 1916: „ 206,8 „ | 1921: „ 217,6 „ |
| 1917: „ 250,0 „ | 1922: „ 133,6 „ |
| 1918: „ 295,9 „ | 1923: „ 43,5 „ |
| 1919: „ 525,1 „ | 1924: „ 134,6 „ |

Dieser Gesamtemissionsbetrag entspricht ungefähr dem Betrag, für den Neukapital gebildet wurde. Er ist aber nicht den Gesamtersparnissen des niederländischen Volkes gleichzustellen, welche von Aalberse ¹⁾ und W. Bonger ²⁾ inclusiv der Fl. 300 Mill. „indischen Ersparnisse" auf ca. Fl. 5 bis 600 Mill. im Jahresdurchschnitt geschätzt wurden. Erstens weil sich an diese Emissionen auch viele Auslandskapitalien beteiligten, die durch Hollands besondere Lage angezogen wurden. Andererseits weil trotz der Regierungsbemühungen den niederländischen Kapitalmarkt für das Ausland geschlossen zu halten doch ein Teil der niederländischen Ersparnisse infolge des Mittelüberflusses und der an-

¹⁾ s. Aalberse: Handelingen II. Kamer vom 9.11.1920, S. 348.

²⁾ s. Bonger: s.o. S. 12 und 22.

scheinend günstigen Gelegenheit für Devisenspekulationen in ausländischen, besonders deutschen Papieren angelegt wurde. Das Institut für Krisisuntersuchungen berichtet ¹⁾, dass die Regierung die Höhe der in dieser Weise nach dem Ausland abgeführten Beträge in einer Periode von etwa 1½ Jahren (1917/18) auf ungefähr Fl. 200 bis 250 Mill. schätzte.

Im Jahre 1925/26 trat wieder eine Internationalisierung des Amsterdamer Kapitalmarktes ein, indem auch Auslandsemissionen wieder zur Subscription aufgelegt wurden. Unter den von privater Seite angebotenen Emissionen befanden sich 1925 Fl. 99,0 Mill. und 1926 Fl. 173,5 Mill. ausländische, besonders deutsche Emissionen. Im Jahre 1926 waren von dem Gesamtbetrag der Emissionen über 60 % für das Ausland bestimmt oder Fl. 284 Mill. von den insgesamt Fl. 460 Mill.

Im Zusammenhang mit der Absicht dieser Arbeit ist es gut, mit einem kurzen Wort auf die Emissionstätigkeit der *industriellen* Unternehmungen hinzuweisen. In Tabelle 3 sind unter diesen Posten sowohl Emissionen der inländischen als auch ausländischen industriellen Unternehmungen angeführt, während bei den heimischen Unternehmungen keine genauere Auswahl getroffen ist. Wir verweisen deshalb auf die im Kapitel VII gebrachten Angaben, die wesentlich niedrigere Zahlen bringen.

Da wir im Vorstehenden die Internationalisierung des Amsterdamer Kapitalmarktes streiften, wird es für die Beurteilung des Umfangs speziell der industriellen Emissionstätigkeit nicht ohne Bedeutung sein, wenn wir hiermit den Umfang der Emissionstätigkeit an der Londoner und New-Yorker Börse vergleichen. Die Angaben hierfür sind ebenfalls dem „Telegraaf“ entnommen.

Emissionsmarkt in London ²⁾. 1 = 1000 £.

| | 1922 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|
| Staats- und Kommunal- Anleihen. | 459,228 | 183,170 | 131,177 | 175,860 | 104,996 |
| Privat-Emissionen . . | 125,725 | 103,107 | 111,351 | 168,728 | 159,553 |
| <i>insgesamt</i> | 584,953 | 286,277 | 242,528 | 344,588 | 264,549 |

¹⁾ s. Kapitaalexport. Opgesteld door het Instituut van Crisisonderzoek (door A. C. van Pellecom), Handschrift zonder Jaar (1919) Folioformaat. n.i.d.H. S. 85.

²⁾ Entnommen aus dem „Telegraaf“ Ab.Bl. vom 25. Januar 1927.

Im Jahre 1926 verteilten sich diese Londoner Emissionen auf das Inland, die Kolonien und das Ausland mit 53,9 %, 21,7 % und 24,4 %.

Emissionsmarkt der Vereinigten Staaten ¹⁾. 1 = 1 Mill. \$.

| | 1922 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|
| Private Emissionen | 2,336 | 2,702 | 3,322 | 4,101 | 4,357 |
| Ausländische Staatsanleihen . . . | 416 | 187 | 571 | 541 | 481 |
| Landwirtschaftliche Anl. | 344 | 337 | 179 | 169 | 91 |
| Kommunal Anleihen | 1.217 | 1,078 | 1,521 | 1,414 | 1,382 |
| <i>Insgesamt</i> (ohne Konversionsanl.). | 4,313 | 4,304 | 5,593 | 6,225 | 6,311 |

Einige Angaben über die Aenderungen, die im holländischen Effektenmaterial stattgefunden haben, finden wir bei Brenningmeyer und Kiliani. Brenningmeyer ²⁾ weist auf eine schon seit 1885/90 allmählich einsetzende Nationalisierung des Effektenmaterials einerseits, Amerikanisierung andererseits. Dagegen finden wir bei Kiliani ³⁾, dass der Besitz an russischen Werten vor 1914 auf über 2 Milliarden Rubel geschätzt wurde ⁴⁾, welche bei dem Zusammenbruch des russischen Reiches vollständig verloren gingen. Ferner gibt er eine Schätzung über die Beteiligungen an den amerikanischen Eisenbahnen und anderen Werten:

im Jahre 1913 ca. Fl. 1 Milliarde ⁵⁾

„ „ 1917 „ „ $1\frac{1}{4}$ „

„ „ 1921 „ „ $1\frac{1}{2}$ „

woraus auf eine weitere Nationalisierung zu schliessen ist.

Da diese Angaben aber nicht systematisch sind, sind W. Wes-

¹⁾ Entnommen aus dem „Telegraaf“ Ab. Bl. vom 16 Februar 1927.

²⁾ s. Brenningmeyer: s.o. S. 165.

³⁾ s. R. Kiliani: Die Grossbankenentwicklung in Holland. Leipzig 1923 S. 11.

⁴⁾ Nach Angabe des Manuskriptes: „Kapitaalexport“ betrug Beginn 1918 der Besitz an russischen Effekten f 941.905.000.—, während der gesamte an Russland geliehene Betrag auf f $1\frac{1}{2}$ Milliarde geschätzt wurde. s. Kapitaalexport. Opgesteld door het Instituut van Crisisonderzoek (door A. C. van Pellecom), Handschrift zonder Jaar (1919) Folioformaat. n. i. d. H. S. 45.

⁵⁾ Bei v. Reibnitz finden wir den niederländischen Besitz an nordamerikanischen Effekten 1913 auf f $1\frac{3}{4}$ Milliarde geschätzt.

s. v. Reibnitz s.o. S. 65.

terman ¹⁾, E. Tekenroek ²⁾, R. Kiliiani ³⁾ und L. Brenningmeyer ⁴⁾ dazu übergegangen, die Anzahl der Notierungen in der offiziellen Preisliste zu zählen und zu klassifizieren. Sie gingen hierbei von dem Gedanken aus, dass von den Effekten, die die Holländer besonders in ihren Besitz aufnehmen, auch die grösste Auswahl vorhanden sein würde. Wenn wir dieser Methode auch wenig Wert beimessen, so ist es immerhin interessant, dass 1907: 50,8 %, 1925: 65,4 % der Notierungen auf das Inland entfielen, während die Gesamtanzahl der notierten Effektsenserien in diesen Jahren von 1384 auf 2643 gestiegen ist, sich also etwa verdoppelt hat. Die beiden Hauptvertreter der ausländischen Effekten, die Staatsanleihen und Eisenbahnwerte, sind nur um einen geringen Betrag gestiegen, während bei den inländischen Effekten eine stete Zunahme in allen Gruppen, besonders bei den Anleihen von öffentlichen Körperschaften, Hypothekenbanken, und bei industriellen Unternehmungen festzustellen ist. Bei den Letzteren stieg die Zahl der Notierungen von 73 auf 446. Ein mehr stabiles Bild zeigt sich schliesslich, wenn wir die Effekten in drei Gruppen einteilen:

- a) die in- und ausländischen Staats- und Kommunalanleihen.
- b) die in- und ausländischen Eisen- und Kleinbahnanleihen.
- c) die Pfandbriefe der Hypothekenbanken mit verschiedenartigem Betätigungsfeld.

In dieser Weise zusammengefasst und prozentual in der Gesamtanzahl der Notierungen ausgedrückt, zeigt sich das folgende Bild, aus dem auf die Entwicklungstendenz zu schliessen ist:

| | 1907 % | 1913 % | 1919 % | 1925 % |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Anleihen von öffentl. Körperschaften: | 22,3 | 23,3 | 22,9 | 26,5 |
| Eisenbahnanleihen | 26,9 | 23,9 | 19,4 | 15,4 |
| Hypothekenpfandbriefe | 11,6 | 13,6 | 14,0 | 13,7 |
| <i>Zusammen</i> | 60,8 | 60,8 | 56,3 | 55,6 |

¹⁾ s. W. Westerman „Emissionen“, s.o. Voordracht 20. Febr. '14. niet in den handel S. 9.

²⁾ s. E. Tekenbroek: s.o. Anhang.

³⁾ s. R. Kiliiani: Die Grossbankenentwicklung in Holland Leipzig 1923, S. 56.

⁴⁾ s. Brenningmeyer s.o. Anhang.

FÜNFTES KAPITEL

DIE BÖRSE ALS EMISSIONSORGAN

§ 14. *Die Zulassung zum Börsenhandel*

Die Aufnahmebedingungen für ein neues Papier in die Börsennotierung finden wir niedergelegt in dem „Reglement für die Aufnahme“ des V.v.d.E., welches im wesentlichen ein Börsengesetz wie das deutsche von 1896 bzw. 1908 (ergänzt durch die Bekanntmachung des Reichskanzlers von 1910) ersetzt. In seiner jetzigen Fassung datiert dieses Reglement von 1920 mit einigen Nachträgen von 1925/26. Dieses Reglement erhält aber eine weit größere Bedeutung für die holländische Volkswirtschaft, weil hierin die Möglichkeit gegeben ist wenigstens diejenigen N.V.'s, die sich zwecks Kapitalbeschaffung an den Amsterdamer Kapitalmarkt gewandt haben, einer strafferen Kontrolle zu unterstellen.

Bevor wir die allgemeinen Leitgedanken bringen, nach denen die Aufnahme in die Börsennotiz erfolgt, wollen wir erst die Umstände anführen, welche eine Aufnahme unmöglich machen. Einerseits kann dies der Fall sein, wenn die Qualitäten der Effekten nicht genügen, andererseits kann aber die Schuld bei der Person des Ausstellers liegen.

Was die Qualitäten der Effekten betrifft, so müssen dieselben eine Kapitalinvestierung bezwecken, und deshalb sind Papiere, welche nur auf Gewinnausschüttungen Recht geben, oder Vorzüge bei Neuausgaben einräumen (Anteil- und Genussscheine) nicht aufnahmefähig (§ 17). Bedenken gegen den Aussteller liegen vor, bei Aktien von Gesellschaften und Obligationen von Schuldnern, die ihre früheren Verpflichtungen und die dabei getroffenen Vereinbarungen nicht erfüllt haben (§ 21 ; 5).

In § 1 des Aufnahme-Reglements finden wir den allgemeinen

Leitgedanken niedergelegt, nach welchem die Aufnahme eines Wertpapiers in die öffentliche Notiz beurteilt wird. „Die Existenzmöglichkeit muss erwiesen, die für die Ausgabe gestellten Bedingungen müssen erfüllt sein und ein Handel an der Börse sich voraussichtlich darin entwickeln.“ Das Reglement spricht von Aufnahme unter Rubrik I. Die Aufnahme unter Rubrik II trägt einen inoffiziellen Charakter obwohl die Notierungen auch in dem Kurszettel der Vereeniging voor den Effectenhandel vermerkt werden.

Aus diesen Leitgedanken entspringen für die Papiere von holländischen Gesellschaften die folgenden Bestimmungen:

1) von den Werten muss mindestens ein Gesamtnennwert von Fl. 500.000.— vorhanden sein; bei Zertifikaten, welche auf Aktien ausgegeben werden, die bereits in die Notiz aufgenommen sind, wird dieser Gesamtnennwert auf Fl. 100.000.— reduziert (§ 14). Für Papiere, deren ausgegebener Nominalwert nur Fl. 100.000.— übersteigt, ist die Möglichkeit zur Aufnahme unter Rubrik II noch gegeben.

2) Papier und Druck müssen dauerhaft sein (§ 21; 9).

Neben diesen beiden Bestimmungen finden wir aber den regulären Lauf der Emissionen aufs genaueste beschrieben. Die Emission muss ebenso wie in Deutschland öffentlich bekannt gegeben und diese Bekanntmachung von einem oder mehreren Mitgliedern des V.v.d.E. unterzeichnet werden (§ 3). Von dieser Unterzeichnung sind jedoch ausdrücklich ausgeschlossen (§ 21; 10, 11, 12), Bankfirmen, welche nicht einem der drei Vereine v. d. E. in Amsterdam, Rotterdam oder im Haag angehören. Die Einschreibung selbst (§ 3) muss von den Mitgliedern vom V. v. d. E., die die öffentliche Bekanntmachung unterzeichnet haben, oder in deren Auftrag wenigstens während einem Tage, und zwar von 9 Uhr morgens bis 4 Uhr nachmittags, entgegengenommen werden (§ 21; 4). Derselbe Paragraph macht es dabei unmöglich, dieselbe Zeichnung bei einer anderen Bankfirma, die keinem der drei Vereine v. d. E. angeschlossen ist, zu vollziehen, da gemäss diesem Paragraphen an diese Firmen bei der Emission keinerlei Vergütung stattfinden darf. Sind die Einschreibungen einmal erfolgt, so finden wir in dem Zulassungsreglement für den ferneren Verlauf keine weiteren Bestimmungen mit Ausnahme der einen, dass bei der Zuweisung keinerlei Unregelmässigkeiten vorkommen dürfen.

Hat die Emission nicht in der beschriebenen Weise stattgefunden, so ist für die Effekten, bei deren Ausgabe der Prospekt genügende Verbreitung fand oder nachträglich verbreitet wurde, dennoch eine Möglichkeit zur Aufnahme gegeben. Dann kann aber die Aufnahme nicht mehr durch ein einziges Mitglied beantragt werden, sondern ist dafür die Zusammenarbeit von sechs Mitgliedern des V. v. d. E. erforderlich. Zertifikate unterstehen noch Sonderbestimmungen insofern, als der Aussteller eine in den Niederlanden ansässige Gesellschaft sein muss, die eine Vertretung in Amsterdam hat. In den Ausgabebestimmungen dieser Zertifikate muss ferner vorgeschrieben sein, dass sie der Unterschrift einer darin angegebenen Person oder Gesellschaft bedürfen.

Bei einer näheren Betrachtung dieser Aufnahmebestimmungen fällt es auf, dass in Bezug auf den Gründungstermin keine Zeitangaben vermerkt sind. Vergleichen wir hierzu z.B. die Bestimmungen in § 41 des deutschen Börsengesetzes von 1896 bzw. 1908, welches bestimmt, dass die Zulassung von Aktien vor Ablauf eines Jahres nach Eintragung der Gesellschaft in das Handelsregister und vor der Veröffentlichung der ersten Jahresbilanz sowie Gewinn- und Verlust-Rechnung nicht erfolgen darf. J. van der Meulen¹⁾ verwies insbesondere auf die Folgen des Fehlens eines sogenannten „Sperrjahres“ für die holländische Wirtschaft, da Unternehmungen, die viel Aussicht auf Erfolg haben, gewöhnlich als Privatunternehmung einiger Kapitalisten begonnen wurden zwecks Einheimung der Gründergewinne, während Unternehmungen mit unsicheren Aussichten sich lieber sofort an das breite Publikum wenden.

Der Aufnahme-Antrag wird nur von Mitgliedern des V. v. d. E. entgegengenommen (§ 3); dagegen ist auch Aufnahme auf Veranlassung des Vorstandes möglich (§ 2), wovon im allgemeinen aber recht wenig Gebrauch gemacht wird. Hat die Emission in der im vorhergehenden Abschnitt umschriebenen Weise stattgefunden, so ist der Antrag auf Zulassung durch ein oder mehrere Mitglieder einzureichen, die auch die öffentliche Bekanntmachung unterschrieben haben. Wir finden hierfür eine Zeitangabe vorgeschrieben, und zwar muss der Antrag spätestens 24 Stunden nach ge-

¹⁾ s. J. van der Meulen: de Naamlooze Vennootschap 2 Jaargang, S. 228.

nannter Bekanntmachung schriftlich eingereicht werden (§ 3). Wird diese Frist nicht eingehalten, so wird die Anfrage beiseite gelegt und erst drei Monate nach Eingang wieder aufgenommen (§ 18). Ging aus der oben erwähnten öffentlichen Bekanntmachung hervor, dass sie im Namen Dritter erfolgte, so ist die Anfrage ebenfalls durch diese Person zu unterzeichnen. Bei Emissionen, die gleichzeitig im Ausland zur Zeichnung aufliegen oder bei denen dort bereits eine Börsennotiz beantragt bzw. erhalten wurde, ist auch dieser Umstand bei dem Antrag mit zu vermelden; auch aus dem Prospekt muss dies hervorgehen, wie ebenfalls die Höhe der an den einzelnen Stellen für die Zeichnung offenstehenden Beträge ersichtlich sein muss. (§ 8).

Wenn die Emission nicht in der im Reglement vorgeschriebenen Weise stattgefunden hat, so kann die Aufnahme unter bestimmten Voraussetzungen doch erfolgen, nämlich durch das Zusammenarbeiten von sechs Mitgliedern, die die Aufnahme beantragen (§ 4).

Ausser dem Gesuch um Aufnahme sind diesem Antrag noch verschiedene Papiere beizufügen, die wir der Einfachheit halber einzeln nummeriert anführen:

I. Ein Nachweis über alle verschiedenen Urkunden, welche die Einrichtung der Gesellschaft oder die auszugebenden Effekten betreffen, sowie die notariell beglaubigte Abschrift des Gesellschaftsvertrages, der Königl. Genehmigung, usw.; falls es sich um ein Unternehmen handelt, welches auf einer Konzession beruht: der Konzessionsurkunden, usw. (§ 5 sub *b* ad 1, 2; sub *c* ad 1, 2, 3; sub *d* ad 1, 2; sub *e* ad 1, 2; u. § 6). Im wesentlichen entsprechen die Urkunden denjenigen, zu denen die Bekanntmachung des Bundesrates 1910 lt. § 9 verpflichtet.

II. Ein beglaubigter Abzug des Wertpapieres mit einer Erklärung, in der die Gesellschaft sich verpflichtet, wegen ungenügender Dauerhaftigkeit nicht anerkannte Effekten kostenlos umzutauschen.

III. Ein Prospekt (§ 5), der nach § 21 ; 6 folgende genaue Angaben enthalten muss:

- a) bei Neugründungen die Eröffnungsbilanz;
- b) bei bestehenden Unternehmungen die Gewinn- und Verlustrechnung des letztverlaufenen Geschäftsjahres. Sofern es sich um

die Aufnahme von Aktien handelt, auch die Angabe der statutenmässigen Gewinnbeteiligung.

c) Ist das Geschäftsjahr, in welchem der Prospekt herausgegeben wird, bereits zur Hälfte verstrichen oder die Gewinn- und Verlustrechnung über das letztverlaufene Geschäftsjahr an dem Termin noch nicht aufgestellt, so ist der Vorstand des V. v. d. E. befugt, alle Auskünfte zu verlangen, die ihm zur besseren Unterrichtung des Publikums über die finanzielle Lage der Gesellschaft wünschenswert erscheinen.

Besonders die den Prospekt betreffenden Bestimmungen sind von genügender Bedeutung, um sie einen Augenblick näher zu betrachten. Wenn wir diese Bestimmungen mit denen des deutschen Gesetzes vergleichen in der Bekanntmachung des Bundesrates von 1910 §§ 6—8, so fällt es auf, dass hier überhaupt keinerlei Vorschriften über den Inhalt gemacht sind. Bei bestehenden Unternehmungen liegt nur die Verpflichtung vor, die Gewinn- und Verlustrechnung des abgelaufenen Geschäftsjahres vorzulegen. Hierdurch ist es möglich, die Notierung auf Grund einer Bilanz zu erhalten, die faktisch $1\frac{1}{2}$ Jahre alt ist. Auch J. van der Meulen ¹⁾ weist darauf hin, dass es unter diesen Bedingungen ein Leichtes ist, Ziffern zu veröffentlichen, die nicht nur nichts sagen, sondern sogar ein falsches Bild geben.

Ebenso fällt es auf, dass hier weder Angaben über die Unterschrift des Prospektes noch über die Haftung für seinen Inhalt bestehen. Im deutschen Börsengesetz finden wir hierüber die strengen Bestimmungen der §§ 45 und 46.

Ein Fortschritt in der Veröffentlichungsverpflichtung ist allerdings in dem neuen Aufnahme-Reglement von 1920 schon insofern gegeben, als in der unter Ziffer 4 angeführten schriftlichen Erklärung Aussteller sowohl von Aktien als auch von Obligationen sich verpflichten müssen, jährlich eine Gewinn- und Verlustrechnung in Amsterdam vorzulegen. Da diese Bestimmung jedoch vor 1920 noch nicht in Kraft war, fallen die Unternehmungen, die vor dieser Zeit ihre Papiere in die Notiz aufgenommen sahen, nicht unter diese Bestimmungen. Wie machtlos die Börsenverwaltung ihnen gegenüber ist, möge aus dem Fall hervorgehen, in dem die Kon. Tabak en Sigaren-Fabriek v/h. Ribbius Peletier jr. noch einen Schritt rückwärts ging und ihre doch schon

¹⁾ s. J. van der Meulen: s.o. De Naamlooze Vennootschap, 2e Jaargang, S. 259.

mangelhaften Veröffentlichungen von Jahresberichten in den Krisisjahren 1921/22 überhaupt einstellte ¹⁾).

IV. Eine schriftliche Erklärung, in der die Gesellschaft sich verpflichtet:

1) *bei der Ausgabe von Aktien:*

a) die Bilanz sowie Gewinn- und Verlustrechnung und Jahresbericht den Aktionären jährlich in Amsterdam zur Verfügung zu stellen.

b) Die Dividende, falls sie in niederländischer Währung zahlbar ist, in Amsterdam zahlbar zu stellen.

c) Bei Ausgabe von neuen Dividendenscheinen in Amsterdam Gelegenheit zu kostenloser Einlieferung der Talons und Entgegennahme der Dividendenscheine zu geben, sowie dort alle Bekanntmachungen für Aktienbesitzer zu veröffentlichen.

d) Die Einwechslung der vorläufigen gegen die endgültigen Stücke, die Abgabe von neuen Aktien und alle anderen Transaktionen, welche sich auf das Wertpapier beziehen, in Amsterdam vorzunehmen.

2) *bei Obligationen von Gesellschaften:*

a) Die Bilanz, Gewinn- und Verlust-Rechnung und den Jahresbericht in Abdruck den Obligationsbesitzern jährlich in Amsterdam zur Verfügung zu stellen.

b) Zinsen und Auslosung, falls beide in niederländischer Währung zahlbar sind, in Amsterdam zahlbar zu stellen und dort bei Ausgabe neuer Couponbogen Gelegenheit zur kostenlosen Einlieferung der Talons und Entgegennahme neuer Couponbogen zu geben.

c) In Amsterdam regelmässig eine Auslosungsliste und jährlich eine Restantenliste, sowie alle Ankündigungen an Obligationsbesitzer zu veröffentlichen.

d) Die Einwechslung der vorläufigen gegen die endgültigen Stücke, die Abgabe von neuen Obligationen, Rückzahlung auf alte Obligationen und alle anderen Transaktionen, die sich auf die Obligationen beziehen, in Amsterdam stattfinden zu lassen.

3) *Bei Zertifikaten:*

die entsprechenden Bestimmungen, die unter *b*, *c* und *d* für Aktien und Obligationen angeführt sind.

¹⁾ s. De Naamlouze Vennootschap, 2e Jaargang, S. 227.

Solange das Aufnahmeverfahren noch schwebt, ist die tägliche Vorstandskommission befugt, dem Wertpapier unterentsprechendem Vermerk die vorläufige Notiz zu verleihen, falls diese seitens des Antragstellers gewünscht wird. (§ 12).

Ueber die Aufnahme bestimmt der Vorstand (§ 2). Hierfür hat der Vorstand einen Sonderausschuss, die Effektaufnahmekommission, gebildet. Das Eintreffen des Aufnahmegesuches wird im Vereinslokal bekannt gegeben, um dadurch die Gelegenheit zu bieten, Beschwerden einzulegen. Um die Aufnahme zu bewilligen, hat die Kommission ausser diesen evtl. einlaufenden Beschwerden zu prüfen, ob der Betrag, in dessen Höhe das Publikum tatsächlich teilgenommen hat, genügend grossen Umfang erreicht hat (§ 12). Aus der besonderen Umschreibung der Gesichtspunkte nach denen die Aufnahme entschieden wird, folgt, dass hier wirtschaftliche Bedenken keine Rolle spielen, sondern dieselben nur davon abhängen, ob sich voraussichtlich ein Handel in den betreffenden Effekten entwickeln wird.

Ebenso wie in Deutschland kann auch in Holland das Aufnahmegesuch abgelehnt werden, ohne dass dabei eine Grundangabe nötig ist (§ 22). Ein neuer Antrag kann erst sechs Monate nach dem Ablehnungsdatum eingereicht werden (§ 24).

Neben der bisher besprochenen Aufnahme, die wir als „reguläre“ bezeichnen können, weil sie sich an die Emission anschliesst, enthält das Aufnahme-Reglement auch noch eine Bestimmung, die sich auf Effekten bezieht, die infolge Sanierung eine Aenderung erfahren haben. Hier heisst es, dass die durch Uebereinkunft geänderten Effekten nur wieder aufgenommen werden können, wenn dem Vorstand, der Nachweis erbracht wird, dass

- a) die Regelung gesetzlich zustande gekommen ist,
- b) durch eine genügende Mehrzahl von Interessenten angenommen wurde, und
- c) die evtl. vom Vorstand gestellten Bedingungen erfüllt sind.

Dies ist die einzige Bestimmung, aus der eine Wahrung der Interessen der Effektenbesitzer seitens der Börse hervorgeht.

Unter bestimmten Umständen ist der Vorstand befugt, zum Börsenhandel zugelassene Papiere nach eigenem Ermessen aus der Notiz zu streichen.

§ 15. *Die Einführung zur Börse*

Die Bedeutung der Börse beim Emissionsgeschäft liegt hauptsächlich in der Anziehungskraft, die die zur Börse zugelassenen Effekten gegenüber den nicht notierten vorhaben. Die Emission selbst wird meistens durch die dazu speziell geeigneten Bankinstitute durchgeführt, wie in dem folgenden Kapitel eingehend erläutert wird. Trotzdem kommt es aber auch wohl vor, dass die Börse als direktes Emissionsorgan benutzt wird, indem die zu emittierenden Papiere direkt an der Börse verkauft werden. Dies ist die sogenannte „Einführung zur Börse,“ die nach Westerman ¹⁾, jüngerer Datums ist. Wie wir vermuten, ist sie als Nachahmung der englischen Zustände aufgekommen.

In den meisten Fällen, in denen eine Einführung zur Börse vorgenommen wird, befand sich dieser Posten schon vorher in Privathänden, z.B. des Vorbesitzers der Unternehmung. Für die Gesellschaft stellt sie somit keine Kapitalbeschaffung dar. Deshalb muss der Grund, aus welchem überhaupt zur Einführung geschritten wurde, anderswo liegen. Manchmal will man hierdurch nur die Stimmung prüfen, die beim Publikum für die betreffenden Effekten vorliegt, und eine Preisbildung erzielen, die als leitender Gesichtspunkt bei einer späteren Emission dienen kann. Die Einführung wäre in diesem Falle als Vorbereitung einer späteren Emission aufzufassen. Aber auch beim Grossaktionär selbst kann der Grund liegen, da für incourante Werte kein grosser Markt besteht und ein Verkauf solcher Werte in grösserem Umfange gewöhnlich zu starken Kursrückschlägen führt, was bei börsengängigen Effekten lange nicht in dem Masse auftritt. Deshalb macht die Einführung der betreffenden Effekten an der Börse den umfangreichen Effektenbesitz liquider.

Die Aufnahmefähigkeit der Börse ist schlechthin mit der des niederländischen Publikums identisch. Dieses tritt einer Einführung zur Börse meist mit Bedenken entgegen, und darum ist die Börse zum Zwecke einer Kapitalbeschaffung ungeeignet. Das Publikum vermisst auf dem Prospekt die Unterschrift eines der bekannten Emissionshäuser, auf die es grossen Wert legt, wenn ihr

¹⁾ s. W. Westerman: Emission n.i.d.h. Rotterdam 1915, S. 15.

auch keine gesetzliche Haftpflicht entspringt. Die Tätigkeit des Börsenkommissionärs trägt keine Verantwortung (s. W. Westerman) ¹⁾. Ferner haben sowohl die Gesellschaft als auch das Publikum den Nachteil davon empfunden, dass besonders in Krisenzeiten kein kapitalkräftiges Institut ein Interesse an der Handhabung des Kurses des betreffenden Wertpapiere hatte. Das abwechselnde Ein- und Wiederverkaufen, wie es E. Schmalenbach ²⁾ als Mittel, um den Kurs solcher Papiere zu stützen, angibt, erfordert viel Umsicht und Wirtschaftskennntnis von den Grossaktionären (Vorbesitzern).

Die Einführung wird durch die Börsenmakler oder Kleinkommissionäre vorgenommen. Hierbei gelten genau dieselben Bestimmungen wie bei einer sonstigen Effektaufnahme. Nur im Zeitungsbericht ist entsprechend zu vermerken, dass es sich um eine Einführung handelt. Der Minimumbetrag, zu welchem die Einführung erfolgen kann, ist auf ein Viertel des voll eingezahlten Gesellschaftskapitals festgesetzt, doch braucht er Fl. 500.000.— nicht zu überschreiten (§ 21 sub 7 ad 4). Nur kann der Vorstand für die bei Aktien, Obligationen und Zertifikaten in dem vorhergehenden Paragraphen unter „d“ genannten Verpflichtungen der der Anfrage beizufügenden schriftlichen Erklärung Dispens verleihen (s. S. 81).

¹⁾ s. W. Westerman: s.o. S. 16.

²⁾ s. E. Schmalenbach: Finanzierungen, Leipzig 1922, S. 280.

SECHSTES KAPITEL

DIE BANKEN ALS EMISSIONSORGANE FÜR DIE INDUSTRIE

§ 16. *Die Entwicklung der allgemeinen Banken*

Die meisten Emissionen werden von den Banken durchgeführt. Wegen der erhöhten Anforderungen, welche speziell der industrielle Emissionsbetrieb über den eines beliebten Staatspapiers hinaus an die Organisation und Kapitalkraft des Emissionshauses stellt, kommen hierfür eigentlich nur die Grossbanken in Betracht, obwohl auch einige grosse Privatbankiersfirmen hierbei eine nicht unbedeutende Rolle spielen. Nach Eisfeld ¹⁾ sind unter Grossbanken solche Institute zu verstehen, die die folgenden Merkmale tragen: Das Kapital muss über ein bestimmtes Minimum hinauswachsen, welches bisher in der niederländischen Bankliteratur mit Fl. 10,0 Mill. eingesetzt wurde. Unter dem Einfluss der jetzigen Verhältnisse würden wir uns allerdings für ein höheres Minimum, z.B. von Fl. 25,0 Mill., aussprechen. Ferner muss sie über ein bestimmtes Filialennetz verfügen, gleichgültig in welcher Form diese errichtet werden. An dritter Stelle muss die Grossbank vermittels einer dieser Niederlassungen mit dem Ort des Geld- und Kapitalmarktes des Landes in Verbindung stehen und sich an diesem Zentrum halten können. Schliesslich muss die Politik der Bank sich vom engen privatwirtschaftlichen Standpunkt freimachen und sich in gemeinwirtschaftlichem Sinne bewegen, wobei das Streben nach Gewinn den allgemeinen Interessen gegenüber zurücktritt.

Nach der allgemeinen Ansicht der Schriftsteller befinden sich zur Zeit in Holland die nachfolgenden fünf Grossbanken. Um zugleich einen Einblick in deren Geschäftsumfang zu gewähren, fügen wir die Summen der eigenen Mittel (Kapital- und Reserve-

¹⁾ s. C. Eisfeld: *De Economist*, Den Haag 1919, S. 798.

posten) und die Bilanzsummen (Exl. bedingten Verpflichtungen) für das ausserordentlich günstige Jahr 1920 zu:

1 = 1 Million Gulden.

| | Eigene Mittel | Bilanzsummen. |
|---|---------------|---------------|
| Rotterdamsche Bankvereinigung | 110,0, | 645,1 |
| Nederlandsche Handel Mij. | 121,6 | 555,8 |
| Amsterdamsche Bank | 93,9 | 503,9 |
| Twentsche Bank | 94,9 | 334,0 |
| Incasso-Bank | 29,6 | 141,6 |

Ausserdem vergrösserte in den letzten Jahren ebenso die Nederlandsch Indische Handelsbank noch ihren Einfluss in Holland, besonders am Amsterdamer Geldmarkt.

Da die Entwicklung des industriellen Emissionsgeschäftes Hand in Hand mit der des allgemeinen Bankwesens geht, werden wir, um ein besseres Verständnis für das niederländische industrielle Effektenmaterial herbeizuführen, hierauf näher eingehen.

Betrachten wir die Lage des Bankwesens um das Jahr 1911, so fällt es auf, dass die fremden Mittel im Verhältnis zu den Eigenkapitalien gering sind.

1911.

Eigene Mittel (Kapital plus Reserve) Fl. 134,1 Mill.

Fremde „ (Kreditoren u. Depositen) „ 179,5 „

Von verschiedenen Schriftstellern wurde auf diesen Umstand, die sogenannte „Depositenarmut“ der holländischen Banken hingewiesen. Dadurch erhielt das ganze holländische Bankwesen sein Gepräge. Soweit sie vorhanden sind, tragen die fremden Gelder gewöhnlich in Bezug auf die Zeitdauer, für die sie verfügbar sind, noch einen sehr unsicheren Charakter. Eine genauere Untersuchung nach der Zusammensetzung der Bankmittel lässt sich für die Rotterdamsche Bankvereinigung, Amsterdamsche Bank und Incasso-Bank gemeinsam durchführen. Die Hauptposten in Prozenten der Bilanzsummen ausgedrückt ergeben:

| | |
|---------------------------|--------|
| Kapital und Reserve . . . | 36,5 % |
| zu zahlende Wechsel . . . | 8,2 % |
| Kreditoren | 34,3 % |
| Depositen | 6,1 % |
| Darlehnsdepositen | 9,5 % |
| | <hr/> |
| | 94,6 % |

Da die Aktivgeschäfte der Bank den Einlagen entsprechen müssen, folgt aus der Zusammensetzung der Passiva, dass das Geschäft der niederländischen Banken sich hauptsächlich auf dem Geldmarkt bewegen muss und die Banken stets auf grösste Liquidität bedacht sein müssen. Hierdurch ist es auch erklärlich, dass in Holland das Festlegen von grossen Kapitalien in Handel und Industrie, wie J. P. van Tienhoven ¹⁾ anführt, vor der Bankkonzentration nicht üblich war, und dass die niederländischen Banken mit Kapitalien arbeiteten, welche weder auf den internationalen Geldmarkt, noch auf die heimische Wirtschaft einen Einfluss ausübten.

Allmählich fanden aber die Veränderungen, welche sich in dem ökonomischen Leben der um Holland gelegen Länder bemerkbar gemacht hatten, auch hier ihre Rückwirkung. Eine grosse Verschiebung der Wirtschaftsfaktoren fand statt, welche Entwicklung nicht ohne Einfluss auf das Bankwesen blieb. Ein Rotterdamer Institut war es, das den ersten Anstoss zu der modernen Entwicklung des Bankwesens gab. Es was die Rotterdamsche Bank, aus der im Jahre 1911 durch eine Fusion mit der Deposito- und Administratiebank die Rotterdamsche Bankvereinigung entstand, welche sich noch im selben Jahre in Amsterdam niederliess und sich zu der Effektenbörse Zugang verschaffte. Diese Fusion wird im allgemeinen als Beginn der Konzentration bezeichnet. Erst nach diesem Jahre können wir nach Hirschfeld ²⁾ von einer mehr oder weniger vollständigen Bankorganisation sprechen, während M. W. Westerman ³⁾ bemerkt, dass sich seitdem ein ganz neuer Geist des niederländischen Bankwesens bemächtigt hat. „Es ist, als ob andere Führer am Ruder stehen, und als ob im Zusammenhang mit der Kraftenfaltung im Bankwesen die Bedürfnisse in

¹⁾ s. den Aufsatz über das Bankwesen von J. P. van Tienhoven in „Nederland in den Aanvang der 20ste Eeuw“, Leiden 1910, S. 832.

²⁾ s. D. H. M. Hirschfeld: Nieuwe stroomingen in het Nederlandsche Bankwesen. Roermond 1925, S. 4.

³⁾ s. M. W. Westerman: De Concentratie in het Bankwezen. Den Haag 1919, S. 118.

Handel und Industrie verdoppelt und verdreifacht sind". Erst seit der Konzentration kam das Bankwesen in feste Beziehung zu den verschiedenen Zweigen von Handel, Schiffahrt und Industrie.

Die fernere Entwicklung des niederländischen Bankwesens seit 1911 kommt sehr deutlich in der Zunahme der fremden Gelder zum Ausdruck. Für die fünf Grossbanken zusammen finden wir an fremden Mitteln (Kreditoren und Depositen):

| | | | |
|------|-----------------|------|-----------------|
| 1911 | Fl. 179,5 Mill. | 1916 | Fl. 547,9 Mill. |
| 1912 | „ 196,6 „ | 1917 | „ 797,8 „ |
| 1913 | „ 235,4 „ | 1918 | „ 989,8 „ |
| 1914 | „ 279,5 „ | 1919 | „ 1.200,3 „ |
| 1915 | „ 388,3 „ | 1920 | „ 1.312,3 „ |

Die Tabelle zeigt, wie diese Entwicklung, welche vor 1915 einen langsamen steten Verlauf nahm, unter dem Einfluss des Weltkrieges 1914/18 plötzlich sprunghaft wird. Bedeutende Kapitalien waren während dieser Jahre zeitweilig frei, welche bei der unsicheren Lage das Bankkonto wegen der hiermit verbundenen Vorteile bevorzugten, besonders weil sie dann jederzeit rückforderbar waren. Auch die Summe der Prolongationsdarlehen erreichte nicht mehr die Höhe der Vorkriegszeit wegen der schlechten Erfahrungen, die man während der Börsenkrise gemacht hatte.

Die Kapitalien stammten zum Teil von Betrieben, die mit dem Auslande in Verbindung standen und infolge der isolierten Lage Hollands teilweise oder ganz stilliegen mussten. Ebenso wurde die Schiffahrt durch den Krieg erschwert, bis schliesslich ein vollkommener Stillstand eintrat. Inzwischen waren aber auf leichte Weise hohe Fracht- und andere Gewinne erzielt, ebenso flossen grosse Kolonialersparnisse nach Holland. Teilweise stammten diese Kapitalien auch aus dem Ausland, besonders von Deutschland, Frankreich und Belgien. Sie entsprangen entweder internationalen Geschäftsabschlüssen oder suchten in Holland wegen der im eigenen Land unsicheren Wirtschafts- und Geldverhältnisse eine Zuflucht. So gross war der Geldüberfluss bei den holländischen Banken, dass sie nach R. Kiliani ¹⁾ wiederholt bedeutende Beträge an täglich kündbaren Geldern abwiesen, obwohl sie hier nur eine geringe Verzinsung gewährten.

¹⁾ s. R. Kiliani s.o., S. 28.

In Uebereinstimmung mit der Erhöhung der Einlagen erweiterten sich auch die Bankgeschäfte. Verfolgen wir die Entwicklung der Bilanzsummen (excl. der bedingten Verpflichtungen) bei den fünf Grossbanken, so zeigt sich uns folgendes Bild:

1 = 1 Million Gulden

| | 1911 | 1915 | 1920 | Steigerung. 1911—1920 |
|---------------------------|-------|-------|---------|--------------------------|
| Rotterd. Bankvereinig. | 59,7 | 177,3 | 645,1 | 11,1 fach |
| Nederlandsche Handel Mij. | 154,6 | 171,8 | 555,8 | 3,6 „ |
| Amsterdamsche Bank . . | 59,9 | 147,6 | 503,9 | 8,4 „ |
| Twentsche Bank. | 113,0 | 137,4 | 334,0 | 2,9 „ |
| Incasso Bank | 31,4 | 38,0 | 141,6 | 4,5 „ |
| | 418,6 | 672,1 | 2.180,4 | 5,2 „ |

Diese Erweiterung ist auch dann noch hoch zu nennen, wenn man die relative Entwertung des Geldes (die Indexziffer betrug 270%) und den hohen Dollarstand von 2,97 (Pari 2,48) mit berücksichtigt.

Die Zunahme der Bankgeschäfte hatte eine Erhöhung der eigenen Mittel zur Folge. Bei den fünf Grossbanken zusammen betragen die gesamten eigenen Mittel (Kapital und Reserve)

im Jahre 1911: Fl. 134,1 Mill.

im Jahre 1921: „ 451,2 „

sodass hier in einem Jahrzehnt eine Zunahme von rund Fl. 320 Mill. festzustellen ist. Dieser Zuwachs konnte jedoch noch nicht mit der grossen Erweiterung des Geschäftsumfanges gleichen Schritt halten. Man sieht dies sehr deutlich, wenn man die eigenen Mittel in Prozenten des Geschäftsumfanges ausdrückt.

| | 1911 | 1915 | 1918 | 1920 |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Rotterd. Bankver. | 30,0 % | 22,3 % | 17,6 % | 17,1 % |
| Nederl. Handel Mij. | 33,7 % | 34,3 % | 26,6 % | 21,9 % |
| Amsterd. Bank | 25,2 % | 16,5 % | 16,0 % | 18,6 % |
| Twentsche Bank | 35,8 % | 33,5 % | 27,2 % | 28,4 % |
| Incasso Bank | 29,3 % | 24,5 % | 19,2 % | 20,9 % |

Werfen wir jetzt einen Blick in die Aktivgeschäfte der Banken. Hierfür drücken wir wieder die hauptsächlichsten Aktivposten der Rotterdamschen Bankvereinigung und der Amsterdamschen Bank gemeinsam in Prozenten der Bilanzsummen aus. Der Bilanzaufbau der anderen Banken eignete sich leider zu dieser Zusammenfassung nicht, da die Aktivseiten der Bilanzen hier andere Gruppen unterscheiden.

| | 1911 | 1914 | 1917 |
|---|--------|--------|--------|
| Kassa-Kassier „on Call” . | 6,4 % | 15,7 % | 17,0 % |
| Wechsel | 19,0 % | 17,3 % | 26,0 % |
| Prolongationsdarlehen und Effekten-Lombard . . | 22,3 % | 21,1 % | 26,9 % |
| Debitoren | 44,9 % | 37,2 % | 26,7 % |
| Effekten u. Syndikate . . | 6,5 % | 7,0 % | 2,4 % |
| | 99,1 % | 98,3 % | 99,0 % |

Aus der Tabelle ist ersichtlich, dass die Banken infolge der Krisis im Jahre 1914 bis zum Jahre 1917 eine grössere Liquidität ihrer Anlage erstrebten. Erst im Jahre 1918, als der Aufschwung des holländischen Wirtschaftslebens einen überaus grossen Umfang annahm, und die Interessen sich jetzt mehr der heimischen Wirtschaft zuwandten, änderte sich das Aktivgeschäft der Banken. Am deutlichsten lässt sich diese Aenderung erfassen, wenn wir den Gesamtzuwachs der Einlagen bei den 5 Grossbanken neben die Debitoren stellen.

1 = 1 Million Gulden.

| | Einlagen (Kreditoren & Depositen) | Debitoren (ohne Akzepte) |
|----------------|---|-----------------------------|
| 1915 | 388,3 | 192,1 |
| 1916 | 537,9 | 231,7 |
| 1917 | 797,8 | 315,2 |
| 1918 | 989,8 | 451,4 |
| 1919 | 1.200,3 | 736,0 |

Lesen wir diese Tabelle richtig, so haben die Banken für ihre vergrösserte Einlage bis zum Jahre 1917 eine anderweitige Anlage gesucht. Aus dem relativen Rückgang der Debitoren in vorhergehender Tabelle ist dies ersichtlich. Erst später ab 1918 haben die Banken den Kapitalbedürfnissen der Wirtschaft durch vergrösserte Kreditverleihung entsprochen. Dieser Sachverlauf weist darauf hin, wie die Tätigkeit der Banken sich in der Hauptsache auf Anpassen und Nachgeben an die Konjunkturanforderungen beschränkt hat und von positivem Eingreifen wenig die Rede war. Ebenfalls wurde manchmal eine scharfe Prüfung der Anlagen auf ihre Wirtschaftlichkeit und Zweckmässigkeit versäumt, und konnte man sich nicht immer dem Zauber der Zahl entziehen.

Unter dem Einfluss der enormen Kapitalvergrösserungen hat sich ebenso die Organisation des Bankwesens sehr verbessert und vervollständigt; besonders verdient die Ausdehnung in der Provinz Beachtung. Vorher waren die Interessen der meisten in Amsterdam sesshaften Institute für die Provinz nach M. W. Westerman ¹⁾ nicht sehr gross. Als aber das Bedürfnis nach dortigen Vertretungen sich mehr und mehr fühlbar machte, setzte auch eine Entwicklung in dieser Richtung ein, wobei zwei Wege beschritten wurden: die Errichtung eigener Filialen, zum Teil durch Angliederung bestehender Institute oder die Schaffung einer eigenen Organisation für die Provinz. Die Begründung für dieses Vorgehen finden wir in der geschichtlichen Entwicklung der Bankiers-Firmen.

Die meisten Institute schlugen beide Wege ein. Nur die Rotterdamsche Bankvereinigung bediente sich für ihre Provinzialorganisation ausschliesslich des ausgedehnten Apparates der Nationalen Bankvereinigung. Bei der Besprechung der 5 Grossbanken werden wir jedesmal anführen, wieviel Vertretungen jedes Institut im Jahre 1926 hatte.

Bei dem engen Band, welches sich in den Jahren 1918/20 zwischen den Banken und dem niederländischen Wirtschaftsleben gebildet hatte, wurden auch die Banken von der Ende 1920 einsetzenden Wirtschaftskrise erfasst. Die fremden Mittel (Kredito-

¹⁾ s. M. W. Westerman: De Concentratie in het Bankwezen. Den Haag 1919, S. 118.

ren und Depositen) zeigten einen merkbaren Rückgang und be-
trugen für die 5 Grossbanken:

| | | |
|------|-------------|-------|
| 1920 | Fl. 1.312,3 | Mill. |
| 1921 | „ 1.009,0 | „ |
| 1922 | „ 823,6 | „ |
| 1923 | „ 862,2 | „ |
| 1924 | „ 772,8 | „ |

Gehen wir näher auf diese Zahlen ein, so finden wir, dass die erhöhte Einlage an fremden Geldern in den vorhergehenden Jahren mehr auf der damals sehr günstigen Konjunktur als auf einer veränderten Auffassung des niederländischen Volkes beruhte. Besonders deutlich tritt dies hervor, wenn wir die auf längere Frist hingegebenen Depositen einzeln anführen. Für die Rotterdamsche Bankvereinigung, Amsterdamsche Bank und Incasso-Bank gemeinsam ergeben sich die folgenden Beträge:

| | | | |
|-------|----------|-------------------|-------------------|
| 1911: | Fl. 24,9 | Mill. oder 16,5 % | der Bilanzsummen. |
| 1915: | „ 48,8 | „ „ 13,4 % | „ „ |
| 1920: | „ 172,5 | „ „ 13,4 % | „ „ |

Wenn auch die Steigerung absolut betrachtet eine sehr grosse war, so ging ihr Anteil in der Zusammensetzung der Bankmittel trotzdem zurück.

Demgegenüber begannen die Kontokorrent-Kredite eine bedenklich feste Form anzunehmen. Ihre Abwicklung stiess durchweg auf grosse Schwierigkeiten, und hierbei waren mehrfach bedeutende Verluste zu verbuchen. Zum Teil waren diese durch die Wirtschaftskrise verursacht, andererseits nach M. de Vries ¹⁾ auf eine unüberlegte und unrichtige Weise der Kreditverleihung zurückzuführen. Trotz der Schwierigkeiten, in denen sich das Bankwesen befand, haben Bankinstitute aber den grossen Unternehmungen, deren Weiterexistenz für die Wirtschaft von Vorteil erschien, weitgehende Unterstützung verliehen. Nichtsdestoweniger hatten aber einige Institute sehr schwer unter der Krise zu leiden. Es ist interessant, wenn wir die Steigerung der Bilanzsummen vergleichen, festzustellen, dass gerade die Institute, die zwischen 1911 und 1920 die grösste Ausdehnung aufwiesen, am schwersten durch die Krisisfolgen getroffen wurden. Nehmen wir hierzu auch Marx & Co's Bank, welche sich während der Kriegskonjunktur aus einer Wechselstube zu einer Grossbank zu entwickeln be-

¹⁾ s. M. de Vries s. o. S. 36/37.

gann und durch ihre weitgehende Kreditverleihung eine gewisse Rolle für die Rotterdamer Industrie spielte.

Geschäftsausdehnung in den Jahren 1911—1920.

| | |
|--------------------------------------|------------|
| Marx & Co's Bank | 12,8 fache |
| Rotterdamsche Bankvereening. | 11,1 „ |
| Amsterdamsche Bank | 8,4 „ |
| Incasso Bank | 4,5 „ |
| Nederlandsche Handel Mij. | 3,6 „ |
| Twentsche Bank | 2,9 „ |

Marx & Co's Bank musste 1922 liquidieren, die Rotterdamsche Bankvereening wurde 1924 saniert, wobei 25 Million Gulden Aktien, welche sich in „befreundeten Händen“ befanden, freiwillig zurückertattet und noch weitere 17 Millionen aus den Reserven abgeschrieben wurden. Es scheint tatsächlich wohl eine gewisse Beziehung zwischen der Solidität und der Geschäftsausdehnung zu bestehen. Schnell gewachsene Millionen-Institute sind in einem Lande wie Holland ausserordentlich empfindlich, und sie müssten in der Vorsicht ihrer Geschäftsprüfung noch den Kleinbetrieb übertreffen.

In einer Hinsicht haben aber die Banken Vorteile aus der Krise gezogen, und zwar durch die weitere Festigung ihrer Organisation. Besonders dehnte sich das Filialennetz über die Provinz weiter aus. Die Provinzbankiers, welche in den Jahren der günstigen Kriegskonjunktur sich ebenso zu solchen falschen Kreditverleihungen hatten verführen lassen, mussten vielfach liquidieren. Bei der Abwicklung dieser Liquidationen griffen die Grossbanken mehrfach unterstützend ein, wobei die Bankfirma dann vielfach in eine Zweigniederlassung überging.

Im anschliessenden Tiefstand verhielten sich die Banken ziemlich passiv, während ihre Operationen sich mehr und mehr auf den Geldmarkt zurückzogen. Als sich die Lage Europas während der Jahre 1925/26 wieder besserte, nahmen die Grossbanken in bedeutendem Umfange ihre internationalen Verbindungen wieder auf, wodurch sowohl viele Auslandskapitalien angezogen wurden, als auch der Geldmarkt und im Jahre 1926 auch der Kapitalmarkt Hollands an internationaler Bedeutung gewannen.

§ 17. *Ueberblick über die einzelnen niederländischen Grossbanken*

Die *Rotterdamsche Bankvereniging* entstand im Jahre 1911 aus der Fusion der Rotterdamschen Bank mit der Deposito- und Administratie-Bank. Seitdem gingen noch zahlreiche andere Banken in ihr Geschäft über. Im Jahre 1916 wirkte sie bei der Errichtung der Nationalen Bankvereniging in Utrecht mit und übernahm seit 1919 die volle Haftpflicht für die Verpflichtungen derselben. In der Rotterdamschen Bankvereniging ist die Ausdehnung, die das niederländische Bankwesen im zweiten Jahrzehnt dieses Jahrhunderts kennzeichnet, am stärksten zum Ausdruck gekommen, wie sie auch am Aufschwung des niederländischen Wirtschaftslebens am aktivsten beteiligt ist. Mit sehr vielen Handels-, Schiffs- und industriellen Unternehmungen, besonders jüngerer Industrien steht sie in reger Geschäftsverbindung. Während der Jahre 1912/20 wurden die folgenden Emissionen bei ihr zur Zeichnung aufgelegt ¹⁾:

| 1 = 1 Mill. Gulden. | | |
|---------------------|------------------|--------------------------|
| | Obligationen | Aktien |
| 1912 | Fl. 1.250.000.— | Fl. 1.500.000.— |
| 1913 | — | „ 5.602.500.— |
| 1914 | — | „ 5.550.000.— |
| 1915 | „ 3.600.000.— | „ 8.820.000.— |
| 1916 | „ 13.600.000.— | „ 18.500.000.— |
| 1917 | — | „ 26.788 000.— |
| 1918 | „ 1.000.000.— | „ 7.789.000.— |
| 1919 | „ 5.500.000.— | „ 76.226.000.— |
| 1920 | „ 6.100.000.— | „ 12.940.000.— |
| | Fl. 29.050.000.— | Fl. 163.715.500.— |
| | | „ 29.050.000.— |
| | | Total: Fl. 192.765.500.— |

Einen Ueberblick über den Umfang ihrer Geschäfte gewähren uns die eigenen Mittel (Kapital und Reserve) und die Bilanzsummen (excl. bedingte Verpflichtungen):

¹⁾ s. den Jahresbericht der Rotterdamschen Bankvereniging über das Jahr 1920.

1 = 1 Million Gulden.

| | 1911 | 1912 | 1913 | 1914 | 1915 | 1916 | 1917 | 1918 |
|----------------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Eigene Mittel: | 17,3 | 25,2 | 37,7 | 37,8 | 40,6 | 52,0 | 66,0 | 67,0 |
| Bilanzsummen: | 59,7 | 80,8 | 120,1 | 124,9 | 177,3 | 262,4 | 353,5 | 374,2 |

| | 1919 | 1920 | 1921 | 1922 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Eigene Mittel: | 105,0 | 110,0 | 111,0 | 111,5 | 112,0 | 70,0 | 70,0 | 70,0 |
| Bilanzsummen: | 608,4 | 645,1 | 454,4 | 398,1 | 421,6 | 288,9 | 254,9 | 261,5 |

Auf die Sanierung vom Jahre 1924 sind wir bereits an anderer Stelle eingegangen. Für die Ausdehnung in der Provinz bediente sie sich der oben genannten Nationalen Bankvereinigung, während sie eigene Niederlassungen an den drei Hauptorten des Landes und deren direkter Umgebung hat. Durch die Nationale Bankvereinigung wird sie 1926 an 132 Ortschaften des Landes vertreten.

Die *Amsterdamsche Bank* datiert vom Jahre 1871. Bei ihrer Gründung war nach Kiliani ¹⁾ Hauptzweck: die engere Verbindung des niederländischen Handels mit dem deutschen Geldmarkt. An der Gründung waren u.a. beteiligt:

der Schaffhausensche Bankverein
 Eltzbacher & Co., Köln
 Cramer & Klett, Nürnberg usw.

Der ökonomischen Entwicklung der letzten Jahre hat die Amsterdamsche Bank sich sehr gut angepasst. Einen Ueberblick über den Umfang ihrer Geschäfte gewähren uns die eigenen Mittel (Kapital und Reserve) und die Bilanzsummen (excl. bedingte Verpflichtungen):

1 = 1 Million Gulden.

| | 1911 | 1912 | 1913 | 1914 | 1915 | 1916 | 1917 | 1918 |
|----------------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| Eigene Mittel: | 15,1 | 19,6 | 23,9 | 24,1 | 24,3 | 39,4 | 48,2 | 56,8 |
| Bilanzsummen: | 59,9 | 67,3 | 81,2 | 92,1 | 147,6 | 194,8 | 275,5 | 356,1 |

¹⁾ s. R. Kiliani s.o. S. 46.

1 = 1 Million Gulden

| | 1919 | 1920 | 1921 | 1922 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Eigene Mittel: | 74,7 | 93,9 | 96,0 | 96,5 | 97,0 | 97,5 | 98,0 | 98,5 |
| Bilanzsummen: | 456,7 | 503,9 | 395,5 | 387,6 | 397,7 | 423,7 | 456,5 | 439,3 |

Durch ihre konservative Finanzpolitik genießt sie den Ruf der solidesten Grossbank ¹⁾. Im Jahre 1924 betragen die Reserven 79,5 % des eingezahlten Aktien-Kapitals. Von ihren Verbindungen sind hier die mit der Diamant-Industrie bemerkenswert. Die Amsterdamsche Bank finanziert (im Gegensatz zu der Rotterdamschen Bankvereinigung) hauptsächlich die grossen Handels- und Warenhäuser sowie die Konfektion. Im Jahre 1926 verfügte sie in 29 Orten über eigene Niederlassungen; ferner war sie in noch 8 anderen Gemeinden durch befreundete Banken vertreten. Wir erwähnen hiervon:

De Friesche Bank und
Het Noordhollandsche Landbouwcrediet.

De *Twentsche Bankvereinigung B. W. Blijdenstein & Co.* wurde unter Mitwirkung einiger Industriellen aus der Textilbranche im Jahre 1861 als Kommanditgesellschaft errichtet, und die Beziehungen zur Textil-Industrie blieben bis zur Neuzeit gewahrt; von ihren sonstigen Verbindungen mit der Industrie erwähnen wir die zu der Centralen Suiker Mij. Für die Gewährung von Krediten mit langfristigem Charakter gründete sie im Jahre 1871 eine eigene „Credietvereinigung“. Die Bilanzstatistiken sind mit derselben zusammengefasst. Einen Ueberblick über den Umfang ihrer Geschäfte gewinnen wir aus den eigenen Mitteln (Kapital, Reserven und Lehn-Depot) und den Bilanzsummen:

1 = 1 Million Gulden

| | 1911 | 1912 | 1913 | 1914 | 1915 | 1916 | 1917 | 1918 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Eigene Mittel: | 40,0 | 40,5 | 44,1 | 44,7 | 46,0 | 47,0 | 63,8 | 70,6 |
| Bilanzsummen: | 113,0 | 116,5 | 127,5 | 135,2 | 137,4 | 164,7 | 202,4 | 255,5 |

¹⁾ s. Max de Vries s.o. S. 34.

1 = 1 Million Gulden

| | 1919 | 1920 | 1921 | 1922 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Eigene Mittel: | 88,5 | 94,9 | 92,1 | 90,1 | 87,4 | 87,1 | 88,3 | 90,1 |
| Bilanzsummen: | 263,5 | 334,0 | 297,4 | 283,9 | 256,4 | 242,5 | 279,4 | 276,3 |

Im Jahre 1916 wurde die Kommanditgesellschaft unter dem Namen „Twentsche Bank“ in eine Aktiengesellschaft umgewandelt. Sie besass im Jahre 1926 in 10 Orten des Landes eigene Niederlassungen, während sie bei sechs Bankfirmen in der Provinz nicht unbedeutend interessiert war. Diese Letzteren sind in 40 Ortschaften des Landes vertreten. Wir nennen von ihnen:

de Groninger Bank und
de Haarlemsche Bankvereniging.

Die *Incasso-Bank* stammt aus dem Jahre 1891 und ist die kleinste der niederländischen Grossbanken. Einen Ueberblick über den Umfang ihrer Geschäfte gewähren uns die eigenen Mittel (Kapital und Reserven) und die Bilanzsummen (excl. bedingte Verpflichtungen):

1 = 1 Million Gulden

| | 1911 | 1912 | 1913 | 1914 | 1915 | 1916 | 1917 | 1918 |
|----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Eigene Mittel: | 9,2 | 9,2 | 9,2 | 9,3 | 9,3 | 9,3 | 13,9 | 16,2 |
| Bilanzsummen: | 31,4 | 34,6 | 39,6 | 29,4 | 38,0 | 42,6 | 65,7 | 84,5 |

| | 1919 | 1920 | 1921 | 1922 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Eigene Mittel: | 23,7 | 29,6 | 30,0 | 30,4 | 30,6 | 30,9 | 31,1 | 31,4 |
| Bilanzsummen: | 130,9 | 141,6 | 118,1 | 111,4 | 111,8 | 124,0 | 124,0 | 140,3 |

Bei der Eroberung der Provinz hat sich die *Incasso-Bank* speziell für eigene Niederlassungen entschieden. Im Jahre 1926 waren solche in 27 Ortschaften des Landes vorhanden. Ausserdem vertraten befreundete Banken ihre Interessen in noch weiteren 9

Orten. Vermittels der Cooperativen Centralen Raifeisenbank finanziert sie die genossenschaftliche Zuckerindustrie.

Bis heute haben die niederländischen Grossbanken die folgenden Zweigniederlassungen im Ausland gegründet, wobei wir absehen von Indien wie auch von den selbständigen Niederlassungen holländischer Bankiers im Ausland, wie sie z.B. in London und Süd-Afrika stattgefunden haben:

1) *B. W. Blijdenstein & Co.*, Londen, welche mit der Twentschen Bank in Verbindung steht;

2) die Interessen der Twentschen Bank bei dem *Gronauer Bankverein Ledeboer, Driesen & Co.*, Rheine, und der *Westdeutschen Vereinsbank K. u. W. Horst & Co.*, Münster i/Westf.

Das Arbeitsfeld dieser Banken trug aber einen sehr lokalen Charakter, diente meist zur Finanzierung der dortigen Textil-Industrie, und eine Interessengemeinschaft mit dem Mutterhause war nie festzustellen. Im Jahre 1917 trat die Twentsche Bank diese Anteile an die Diskonto-Gesellschaft in Berlin ab.

3) Im Jahre 1914 wurde von der Rotterdamschen Bankvereinigung unter Mitwirkung verschiedener anderer Bankhäuser (R. Mees en Zoonen und Scheurleer & Zn.) die *Hollandsche Bank voor Zuid-Amerika* mit Fl. 10,0 Mill. Aktienkapital errichtet. Seitdem hat sich das Aktienkapital auf einen Nennwert von Fl. 30,0 Mill. erhöht, von denen Fl. 17,5 Mill. eingezahlt sind. Die Bank hat Niederlassungen in Hamburg, Buenos Aires, Rio de Janeiro, San Paulo, Santos, Valparaiso, Santiago de Chile.

4) Im Jahre 1916 hat sich die Twentsche Bankvereinigung an der „van Aalst'schen Gründung“ der „*Nederlandschen Bank voor Russischen Handel*“ beteiligt.

5) Als Gegenstück hierzu wurde ebenfalls im Jahre 1916 von einigen Gesellschaften der Interessensphäre der Rotterdamschen Bankvereinigung die „*Russisch-Hollandsche Bank*“ mit 10,0 Mill. Rubel errichtet, welche aber ebenso wie die vorerwähnte van Aalst'sche Gründung im Jahre 1917 bereits ihren Betrieb unter Einfluss der russischen Revolution einstellen musste.

6) Im Jahre 1918 wurde von der Rotterdamschen Bankvereinigung und der Nederlandschen Handel Mij. gemeinsam die „*Hollandsche Bank voor West-Indië*“ mit einem Nominalkapital von Fl. 5,0 Mill. gegründet, wovon Fl. 1,0 Mill. eingezahlt wurde.

7) Im Jahr 1919 ging aus den verschiedenen Gesellschaften der Interessensphäre der Rotterdamschen Bankvereinigung die „*Hollandsche Bank voor de Middellandsche Zee*“ hervor, mit einem Kapitalnennwert von Fl. 25,1 Mill., wovon Fl. 5,1 Mill. eingezahlt sind.

Die *Nederlandsche Handel Mij.* wurde 1824 in Amsterdam gegründet. Laut ihren Statuten steht sie in der Mitte zwischen einer Bank, einem Handelsunternehmen und einem Anlage-Kreditinstitut. Gewissermassen kann sie als Fortsetzung der Nederl. Oost-Indische Compagnie betrachtet werden, da der Schwerpunkt ihrer Geschäfte in Indien liegt. Seit 1917 widmet sie sich aber auch dem holländischen Geschäft intensiver.

Einen Ueberblick über den Umfang letzterer Geschäfte gewähren uns die eigenen Mittel (Kapital und Reserven, wie auch Extra-Reserven) und Bilanzsummen der Hauptstelle:

1 = 1 Million Gulden

| | 1911 | 1912 | 1913 | 1914 | 1915 | 1916 | 1917 | 1918 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Eigene Mittel: | 51,1 | 52,7 | 53,3 | 59,2 | 59,9 | 71,6 | 82,8 | 101,6 |
| Bilanzsummen: | 154,6 | 146,2 | 151,6 | 157,3 | 171,8 | 234,7 | 310,2 | 382,0 |

| | 1919 | 1920 | 1921 | 1922 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Eigene Mittel: | 120,0 | 121,6 | 122,1 | 122,4 | 122,7 | 123,2 | 123,8 | 124,5 |
| Bilanzsummen: | 452,9 | 555,8 | 423,3 | 337,7 | 361,0 | 391,1 | 448,7 | 486,7 |

Im Jahre 1924 hat sie ihre Geschichte ausführlich aufgezeichnet ¹⁾. Von dem von ihr ausgehenden ökonomischen Einfluss ist im Rahmen dieser Arbeit zu melden, dass sie besonders in der ersten Hälfte des 19. Jahrhunderts viel zu der Entwicklung der Textil-Industrie, sowohl in Holland als auch in Belgien, beigetragen hat. Im Jahre 1926 hatte sie 3 eigene Niederlassungen, während sie durch abhängige oder befreundete Banken nach ihren eigenen Angaben „genügend über das ganze Land“ vertreten

¹⁾ s. W. M. F. Mansvelt: *Geschiedenis van de Nederlandsche Handelmaatschappij* II Bd. Haarlem 1926.

war. Wir nehmen an, dass hier ca. 35 Stellen in Betracht kommen, unter denen vor allem die Geldersche Credietvereniging zu nennen ist.

Die *Nederlandsch-Indische Handelsbank* stammt aus dem Jahre 1863. Ihr Hauptarbeitsfeld erstreckt sich über Indien, sodass sie eine Kolonialbank ist. Doch widmete sie sich seit 1917 auch in grossem Stile dem europäischen Geschäft.

Einen Ueberblick über den Umfang ihrer Geschäfte gewähren uns die eigenen Mittel (Kapital, Reserven und Extra-Reserven) und die Bilanzsummen:

1 = 1 Mill. Gulden

| | 1921 | 1922 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Eigene Mittel | 95,2 | 75,2 | 75,2 | 78,2 | 79,2 | 80,2 |
| Bilanzsummen | 127,1 | 128,9 | 135,3 | 141,3 | 181,9 | 179,3 |

Besondere Aufmerksamkeit verdient die stete Zunahme des Postens „diskontierte Wechsel“ in ihren Bilanzen, welcher in den Jahren 1925 und 1926 eine Höhe von Fl. 55,1 bzw. 43,7 Mill. erreichte. Hierdurch trägt sie in nicht geringem Masse zu der Erweiterung und Internationalisierung des Amsterdamer Geldmarktes bei. Die Zweigniederlassungen befinden sich alle in den niederländischen Kolonien.

C. DARSTELLUNG DER INDUSTRIELLEN EFFEKTEN
IN HOLLAND

SIEBENTES KAPITEL

GESCHICHTLICHER ÜBERBLICK ÜBER DIE INDUSTRIELLEN EMISSIONEN

§ 18. *Einführung der industriellen Effekten an der Börse*

Schon an anderer Stelle haben wir auf den bereits seit Jahrhunderten entwickelten Effekten-Kapitalismus der Niederlanden hingewiesen. Hierdurch scheint zunächst die wesentliche Vorbedingung für die Einführung wirtschaftlicher Effekten gegeben. In Wirklichkeit war dies aber nicht der Fall, und die industriellen Effekten haben sich erst viel später und unter dem Drang zwingender ökonomischer Verhältnisse einen Zugang zu der Börse verschafft. Bisher wurden die Bedürfnisse nach Anlage- und Spekulationspapieren in genügender Weise durch die Staatspapiere und ausländischen Effekten befriedigt, sodass nach einer neuen Effektensorte keine Nachfrage vorlag. Die Industriepapiere blieben unbekannt und unbeliebt. Als Anlagewerte wurden sie zu unsicher betrachtet und für eine Spekulation waren sie nicht genug Aufsehen erregenden Kursschwankungen unterworfen. In späteren Jahren sind die Obligationen noch am ehesten in Frage gekommen, weil hier wegen der festen Verzinsung eine Aehnlichkeit mit den Staatspapieren vorlag, doch stellte sich auch hier bald heraus, dass selbst die beste Industrie-Obligation keine vollständige Sicherheit, d.h. keine unabhängig vom Betriebsgang, bieten konnte.

Auch der Aufbau des damaligen Wirtschaftslebens in den Niederlanden war für eine Einführung der industriellen Effekten ungeeignet. Vermittler zwischen Sparpublikum und Emittent waren die Bankiers und Börsenkommissionäre, beide Privatpersonen, welche — trotz ihrer mehrfach ausserordentlichen Familienvermögen — für die Emission von Industriepapieren, viel riskanter als die eines beliebten und überdies noch sehr sorgfältig interna-

tional vorbereiteten Staatspapiere, nicht kapitalkräftig genug waren. Ihre Hilfe an die Industrie beschränkte sich neben dem Gewähren von kleineren Betriebskrediten auf das Zusammenbringen verschiedener Geldleute mit der Kapital suchenden Industrie, und ihre Tätigkeit war daher hauptsächlich auf eine treuhänderisch vermittelnde beschränkt.

Doch auch bei den Fabrikanten bestanden ernste Bedenken gegen eine Kapitalbeschaffung auf dem öffentlichen Markt. Dieses setzte zunächst eine Umwandlung ihrer Firmen in eine Gesellschaft voraus. Wenn das Vorrecht der beschränkten Haftung auch für streng privatwirtschaftliche Ziele in stets steigendem Masse gewährt wurde, so sträubten Stolz und Unabhängigkeitssinn der Industriellen sich doch gegen eine Unternehmungsform, bei der sie nur als Aktionäre und nicht als unmittelbare Eigentümer erschienen. Ebenso sträubten sie sich gegen die erforderliche Bekanntmachung über die Lage ihres Geschäftes. Die Veröffentlichung, dass man ausser dem Familienvermögen noch Kapital an sich ziehen wollte, empfand man damals noch als etwas Unehrenvolles. Bei der in Aktien vorgenommenen Emission musste der Fabrikant das Verwaltungsrecht im eigenen Betriebe mit seinen Aktionären teilen und ihnen einen entsprechenden Anteil an dem unter seiner Führung erzielten Gewinn abtreten, wogegen ihrerseits keinerlei Arbeitsleistungen standen. Wurde die Emission dagegen in Obligationen vorgenommen, so sah der Fabrikant sich zu einer festen Zinsauszahlung verpflichtet, deren Leistungs- und Einlösungstermine an strenge kontraktliche Bestimmungen gebunden waren.

Alle diese Ursachen und Beweggründe brachten mit sich, dass die Industrie während des 19. Jahrhunderts fast ausschliesslich durch eigene Mittel finanziert wurde. Dieses Kapital wurde eventuell vergrössert durch Beträge, die in Familien- oder Bekanntenkreisen aufgenommen wurden. Die vorstehende Finanzierungsweise hängt am engsten zusammen mit der geschichtlichen Entwicklung der industriellen Betriebe und der allgemeinen Meinung jener Tage. Die Fabriken entstanden meist aus grösseren Werkstätten oder Handelsunternehmungen; bei gutem Geschäftsgang verschafften sich diese neues Kapital durch das Aufnehmen eines Kompagnons oder sie nahmen Geschäftserweiterungen durch die Reservierung der Gewinne vor. Hierdurch wurde ein

doppelter Vorteil erzielt. Erstens konnten sich nur sehr gut rentierende Unternehmungen in dieser Weise zu einem grösseren Umfang ausdehnen, während sie zweitens keine grossen Zinslasten zu tragen hatten, wodurch sie sich finanziell in einer sehr günstigen Stellung befanden. Diese unabhängige Stellung hat sich besonders in schweren Zeiten bewährt. Die Folge davon war jedoch, dass die niederländische Industrie aus einer Reihe selbstständiger Klein- und Mittelbetriebe bestand.

Die Beschaffung von Anlage-Kapital vermittels speziell dazu eingerichteter Institute stiess ebenfalls auf unübersteigbare Schwierigkeiten. Zeitströmungen wie der Crédit-Mobilier-Gedanke, welcher um die Mitte des 19. Jahrhunderts von Frankreich herüberkamen, hatten keine nennenswerten Erfolge, da man in der Fabrik noch stets keinen Faktor von allgemeiner Bedeutung sondern immer nur den Besitz einer bestimmten Person oder Familie sah. Auch die sozialen Momente der Industrie als Arbeitsgeberin hatten bei der alten liberalistischen Lebensauffassung dieser Zeit fast keine Bedeutung. Die industriellen Unternehmungen, bei deren Gründung man wohl ein allgemeines Interesse zu erblicken glaubte, können wir im einzelnen wie folgt anführen:

1) Maatschappij voor Scheeps- en Werktuigbouw „Fijenoord“, gegründet in Rotterdam kraft Königl. Genehmigung vom 10. November 1823 unter dem Namen „Nederlandsche Stoomboot Mij.“

2) Kon. Maatschappij „De Schelde“, Scheepsbouw- en Werktuigfabrik, gegründet 1875 in Vlissingen.

3) Amsterdamsche Superfosfaatfabrik, gegründet 1877 zu Amsterdam.

Die Kapitalbeschaffung solcher Unternehmungen stiess jedoch auf grosse Schwierigkeiten, denen aber in Holland, wo die Industrie ebenso wie in England einen ausgedehnten und gut organisierten Handel neben sich sah, dieselben Erleichterungen gegenüberstanden, die Jaffé¹⁾ für die dortige Industrie betont: „dass sie ihre Produkte während einer viel kürzeren Zeitspanne zu finanzieren braucht, weil sie ihr Rohmaterial spät bezahlt und dagegen das Geld für ihre Fabrikate durchweg sofort nach Ablieferung der Waren erhält.“

¹⁾ s. E. Jaffé: „Das englische Bankwesen“. Grundriss der Sozialökonomie, III. Buch A. II „Das Bankwesen“. Tübingen 1915, S. 202.

Im letzten Jahrzehnt des 19. Jahrhunderts, in dem die holländische Wirtschaft überhaupt und die Industrie-Wirtschaft insbesondere sich zu regen beginnt, vermehrt sich auch der Bedarf an Kapital. Zugleich ist auch eine Umstellung bei den Kapitalbesitzern bemerkbar. Durch den Bau von Eisenschiffen hörte die bisher sehr beliebte Möglichkeit der Kapitalanlage als „Anteil“ an einem Schiffe auf. Dadurch entstand das Bedürfnis nach neuen Effekten, die einen etwas spekulativen Charakter trugen. Die industriellen Effekten schienen diesen Wünschen zu entsprechen, besonders wo es sich um Betriebe mit stetem Geschäftsgang (Bierbrauereien) handelte oder um Neugründungen, wobei ungewisse Gründergewinne in Aussicht gestellt waren.

Daneben bemerkte man eine Annäherung seitens der Bankiers an die Industrie, die infolge des grösseren Kapitalüberflusses, der in dem sehr niedrigen Zinsfuss von circa $2\frac{1}{2}\%$ zum Ausdruck kommt, zur Kreditgewährung im grösseren Umfang übergangen und hierdurch den ersten Anlass zur industriellen Emission gaben. Die Folge dieser Entwicklung war, dass stets häufiger kleine Posten industrieller Aktien durch die Bankiers in ihrem Kundenkreis untergebracht wurden. Die emittierten Papiere wurden dabei in der Regel noch nicht in die Kursliste aufgenommen, diesen Vorgängen jedoch immer weitere Veröffentlichung verliehen, wie auch die Dividendenverteilung sehr regelmässig in den Börsenblättern bekannt gegeben wurde. Die erste Emission, die eine neuere Periode einleitet, ist die der Kon. Beiersche Bierbrouwerij im Jahre 1889, welche für Fl. 0,7 Mill. eine durch erste Hypothek gedeckte Obligationsanleihe emittierte. Hierauf folgte im nächsten Jahr noch die Westersuikerraffinaderij mit Fl. 0,5 Mill. Stammaktien — einstweilen noch nicht in die Notiz aufgenommen — und im Jahre 1894 weitere Fl. 340.000, derselben Unternehmung.

Von historischer Bedeutung für die öffentliche industrielle Kapitalbeschaffung ist jedoch das Jahr 1895, in welchem die industriellen Emissionen zum ersten Mal einen grösseren Umfang annahmen. In diesem Jahre wurden für

Fl. 1.064.000 Aktien

„ 1.225.000 Obligationen

insgesamt Fl. 2.289.000

emittiert. Besonders genannt zu werden verdienen hierbei die Emissionen der Centralen Guanofabriken zu Rotterdam und die internationalen Guano- en Superphosphaatwerke.

Insgesamt waren am Ende des Jahres 1895 11 Unternehmungen am Kapitalmarkt eingeführt, die sich wie folgt auf die verschiedenen Industriezweige verteilen:

| | | |
|---|---|--------------------|
| Nahrungs- und Genussmittel-Industrie | 5 | Unternehmungen |
| Eisen- und Holzbearbeitungs-Industrie | 3 | „ |
| Chemische Industrie | 2 | „ |
| mit der Industrie verwandter Betrieb | 1 | Elektrizitäts Ges. |
| | | <hr/> |
| | | 11 Unternehmungen |

Es ist hierbei bemerkenswert, dass die Nahrungs- und Genussmittel-Industrie an erster Stelle steht, während andere schon lange in Holland ansässige Industrien, wie z.B. die Textil-Industrie sich vorläufig überhaupt noch nicht des öffentlichen Kapitalmarktes bedienen. Auffallend ist ferner, dass unter den 5 Unternehmungen der Nahrungs- und Genussmittel-Industrie sich 4 Bierbrauereien befanden.

Hand in Hand mit der Einführung industrieller Werte in größerem Umfang an der Börse war eine Umstellung des gesamten Effektenmaterials festzustellen, welche ganz in den Rahmen der wirtschaftlichen Entwicklung fiel. So traten beispielsweise auch die Kolonialeffekten neben den industriellen Papieren zum ersten Male an der Börse auf. Diese Aeusserung der neuen Anforderungen, welche die jetzige Entwicklung mit sich brachte, ist darin zu erkennen, dass die Fabriken im Jahre 1895 eine selbständige Rubrik in dem seit dem 18. Jahrhundert erscheinenden „Amsterdamer Effectenblad“ erhielten und ausserdem das bisherige „Nieuwe Algemeene Effectenblad“ (Neues Allgemeines Effektenblatt) durch den systematischer eingerichteten „Dagelijksche Beurscourant“ ersetzt wurde.

Die günstige Tendenz für industrielle Effekten hielt an bis einschliesslich zum Jahre 1902, worin sich nacheinander noch weitere 23 Gesellschaften an den öffentlichen Markt wandten. Der Höhepunkt wurde erreicht in den Jahren:

| | Aktien Emissionen | Oblig. Emissionen | Gesamt Emission |
|------|-------------------|-------------------|-----------------|
| 1899 | Fl. 3,75 Mill. | Fl. 3,00 Mill. | Fl. 6,75 Mill. |
| 1900 | „ 2,45 „ | „ 4,00 „ | „ 6,45 „ |
| 1901 | „ 1,30 „ | „ 4,25 „ | „ 5,55 „ |

Auch hiervon gehörten die meisten Unternehmungen wieder der Nahrungs- und Genussmittel-Industrie an, sodass sich die 34 Fabriken, welche zu Beginn des Jahres 1903 im Kurszettel genannt wurden, wie folgt auf die verschiedenen Industriezweige verteilten:

| | | |
|---|----|------------|
| Nahrungs- und Genussmittel Industrie . | 13 | Unternehm. |
| Eisen- und Holzbearbeitungs Industrie . | 8 | „ |
| Chemische Industrie | 5 | „ |
| Verschiedene Industrien | 1 | „ |
| Textil Industrie | 1 | „ |
| Der Industrie verwandte Betriebe . . . | 6 | „ |

34 Unternehm.

Auffallend ist ferner die überwiegende Stellung der Obligationen gegenüber den Aktien, von denen bis 1902

| | |
|---------------------|----------------|
| an Aktien | Fl. 12.464.000 |
| an Obligat. | „ 16.075.000 |
| Insgesamt | Fl. 28.539.000 |

emittiert waren. Hierbei muss noch in Betracht gezogen werden, dass die Obligationen für die Finanzierung eine andere Rolle spielen wie die Aktien, welche die Tendenz zeigten sich in festen Händen anzusammeln. Der Zinsfuß der Obligationen bewegte sich vor 1899 zwischen 4 und 4½% und lief später manchmal bis zu 5% auf. Die Ausgabe von Aktien findet man in der Hauptsache bei neugegründeten Unternehmungen, oder bei Unternehmungen die auf eine neue und finanziell stark erweiterte Basis gebracht wurden. So erwähnen wir die 1882 zu Amsterdam gegründete Wester-Suikerraffinaderij, die Internationalen Guano- en Superphosphatwerke zu Rotterdam, die Nederlandsche Margarine Fabrik zu Wien und die Noord-Nederlandsche Beetwortel-suikerfabrik, welche sämtlich Aktien im Umlauf hatten.

Die Depression, welche unter amerikanischem Einfluss die Am-

sterdamer Börse in den ersten Jahren des neuen Jahrhunderts kennzeichnete, machte sich in ihrer Rückwirkung auch bei der industriellen Emission bemerkbar. Schlechte Erfahrungen mit einigen Industrien wie z.B. mit der Nederlandschen Margarine Fabrik zu Wien, im Jahre 1902, verstärkten noch diese Zurückhaltung. Von dem kurzen Aufblühen im Jahre 1906 machten jedoch sofort einige, schon an der Börse eingeführten Unternehmungen Gebrauch, um wieder neue Werte an den Markt zu bringen, sodass in diesem Jahre.

| an Aktien | an Obligationen | Insgesamt |
|---------------|-----------------|---------------|
| Fl. 1,0 Mill. | Fl. 7,6 Mill. | Fl. 8,6 Mill. |

emittiert wurden. Hierauf trat zum zweiten Male eine Ruheperiode ein, welche erst im Jahre 1909, nachdem die Krise als endgültig überwunden betrachtet werden konnte, aufhörte. Die Zahl der Unternehmungen, welche sich jetzt an den öffentlichen Markt wandten, wurde stets um einige vermehrt, und es waren besonders die Zuckerfabriken, welche neu hinzukamen. In gewisser Hinsicht hatte die Krisis noch fördernd auf den Markt für industrielle Effekten gewirkt, indem man sich die schlechten Erfahrungen mit den zuvor als sicher geltenden ausländischen Staatspapieren zu Nutzen gemacht hatte und sich nach neuen Effektsorten umsah. Die Entwicklung der Wirtschaft weckte zugleich ein erstes Interesse für die Produktivität des angelegten Kapitals. Erst nach dem Jahre 1910 erreichten jedoch die Zahlen der Emissionen einen nennenswerten Umfang, wie aus Nachstehendem ersichtlich ist:

| Jahr | Gesamtemission | Jahr | Gesamtemission |
|------|----------------|------|----------------|
| 1910 | Fl. 4,3 Mill. | 1913 | Fl. 19,1 Mill. |
| 1911 | „ 8,3 „ | 1914 | „ 13,8 „ |
| 1912 | „ 16,3 „ | 1915 | „ 24,5 „ |

Für eine ausführliche Zerlegung dieser Zahlen in Aktien, Vorzugsaktien und Obligationen verweisen wir auf Tabelle 9. Einen Einblick in die Verteilung dieser Beträge auf die 5 Hauptgruppen der Industrie gewinnt man aus den Tabellen 4—8.

Vertiefen wir uns jetzt in den Umfang des im Jahre 1914 vorhandenen Effektenmaterials. Tabelle 10 gibt uns darüber Auskunft und zeigt uns, dass an industriellen Effekten ein Gesamtbetrag von Fl. 140,1 Mill. nominal vorhanden war. Von diesem Betrag entfallen Fl. 73,0 Mill. folglich mehr als die Hälfte, auf die Nahrungs- und Genussmittel-Industrie, von der wiederum die Margarine-, Oele-, Fette- und Seifen-Industrie mit dem grössten Posten von rund Fl. 50,0 Mill. am stärksten vertreten ist. An zweiter Stelle steht die Metall- und Holzbearbeitungsindustrie mit Fl. 35,8 Mill., von welcher wieder die Eisen-Industrie den grössten Posten von beinahe Fl. 20,0 Mill. bildet. Der an Effekten der chemischen Industrie vorhandene Betrag von Fl. 17,5 Mill. ist, absolut betrachtet, nicht erheblich, doch wohl bedeutend im Verhältnis zum Umfang dieser Industrie. Mehr Beachtung verdient die Tatsache, dass es hauptsächlich die jüngeren Industrien sind, welche sich für ihre Finanzierungen an den öffentlichen Kapitalmarkt wandten. Es sind in der noch jungen Nahrungs- und Genussmittel-Industrie Fl. 73,0 Mill. angelegt, während in der bereits lang ansässigen und ausgedehnten Textil-Industrie, in der viele Hunderte von Millionen investiert sind, nur Fl. 0,6 Mill. an den Markt gebracht sind, und zwar in Form von Obligationen. Tabelle 10 gibt uns ebenfalls Aufschluss über die Finanzierungsweise der verschiedenen Industrie-Gruppen. Die modernste Finanzierungsweise finden wir offenbar bei der Nahrungs- und Genussmittel-Industrie und speziell bei der Margarine-Industrie vor, welche Fl. 33,3 Mill. Vorzugsaktien im Umlauf hatte.

Dagegen muss man sich davor hüten, die Tabelle 10 als Unterlage für die Bedeutung von Aktien, Vorzugsaktien und Obligationen zu benutzen. Zunächst wurden, wenn ein bestimmtes Papier zur Kursnotiz zugelassen war, nicht immer sämtliche Serien in die Notiz aufgenommen, während wir bei unserer Tabelle auf die Bilanzangaben angewiesen waren. Ferner wandert von den notierten Serien noch stets ein grosser Teil in die Hände spezieller Interessenten und ist daher ganz aus dem Verkehr verschwunden. Hieraus ist es erklärlich, dass bei den Effektivaufträgen der Börse die Obligationen eine vorherrschende Rolle spielten, trotzdem die Angaben in Tabelle 10 augenscheinlich zu einer gegenteiligen Schlussfolgerung führen würden. Was die Tabelle hingegen wohl zeigt, ist, dass das Verhältnis zwischen Aktien und Obligationen

einen ziemlich festen Charakter trägt. Da jedoch in der Textil-Industrie überhaupt keine Aktien am Markt waren, verschiebt sich hier das Verhältnis ausschliesslich zu Gunsten der Obligationen, während die Gruppe „Verschiedene Industrien“ eine starke Abweichung zu Gunsten der Aktien aufweist.

Schliesslich ist es nicht uninteressant, die Zahl der Unternehmungen, welche sich an den öffentlichen Kapitalmarkt gewandt haben, zu betrachten.

| | |
|--|----|
| Nahrungs- und Genussmittel Industrie . . . | 24 |
| Metall- und Holzbearbeitungs Industrie . . . | 21 |
| Chemische Industrie | 11 |
| Textil Industrie | 2 |
| Verschiedene Industrien | 6 |

Besonderes Interesse erweckt diese Zahl, da wir durch den Vergleich mit dem am Markt aufgenommenen Gesamtkapital die durchschnittliche Kapital-Konzentration der Unternehmungen in den einzelnen Branchen ermitteln können. Wenn auch dieser Zahl, welche wir in Tabelle 12 errechnet finden, absolut genommen nur ein geringer Wert beizulegen ist, so ist sie uns doch als Verhältniszahl von nicht zu unterschätzender Bedeutung. Meistens schwanken diese Mittelwerte zwischen Fl. 1,4 und Fl. 1,8 Mill. pro Unternehmung. Auch hier ragt wieder die Margarine-, Oele- und Fette-Industrie über diesen Durchschnitt hinaus und steht mit Fl. 9,8 Mill. an der Spitze. Doch auch die Verhältnisziffern der Papier-Industrie mit Fl. 5,2 Mill. und der elektrotechnischen Industrie mit Fl. 2,5 Mill. weisen auf eine ziemlich hohe Kapitalkonzentration.

Wenn auch seit 1895 die industriellen Effekten an der Börse eingeführt waren, so bedeutete dies doch in keiner Weise eine Befriedigung der einheimischen Kapitalbedürfnisse. Nach wie vor blieb für viele Industrien eine Kapitalbeschaffung im Ausland günstiger und zwar je nach ihrer Lage in Belgien, Deutschland oder London. Diese Tatsache ist um so bemerkenswerter, wenn man bedenkt, dass der Aufnahme von Kapitalien für die Industriegewirtschaft an den dortigen Zentren bekanntlich auch grosse Schwierigkeiten im Wege standen. Nennen wir als Beispiel die Nederlandsche Gist- en Spiritus-Fabriek zu Delft, v. d. Bergh's Margarine Fabrieken und Stokvis Ltd. Es ist sehr erklärlich, dass

diese Unternehmungen sich gewöhnlich auch der ausländischen Gesellschaftsform bedienten, trotzdem sie dort durchweg viel strengeren Vorschriften unterworfen waren als in Holland. Dass es sich aber doch um holländische Unternehmungen handelte, geht deutlich aus dem Geschäftsbericht hervor, den Arnold I. van den Bergh's Emballage-Fabrieken Ltd. im Zusammenhang mit dem Gesuch um öffentliche Notiz ihrer Papiere zu Amsterdam und Rotterdam herausgaben: „Während der Jahre 1898—1919 hat die Gesellschaft ihren Betrieb unter der englischen Ltd. Form ausgeführt, weil das benötigte Kapital leichter in England gefunden wurde. Die Betriebe trugen stets einen vollständig holländischen Charakter, sie lagen in Holland und standen unter holländischer Direktion“.

Wegen der grossen Beliebtheit des Ausländischen wurde es diesen Unternehmungen später sogar manchmal erleichtert, sich an den holländischen Kapitalmarkt zu wenden. Vergleichen wir die Einführung von Zertifikaten für die 6 %igen cumulativen Vorzugsaktien von van den Bergh's Ltd. in Stücken von £ 100 an der Amsterdamer Börse im Jahre 1903 und die Emission von £ 150.000 6 %igen cumulativen Vorzugsaktien „B“ von R. Stokvis en Zonen Ltd. im Jahre 1913. Diese Erleichterung ging sogar so weit, dass Betriebe, welche ganz in Holland ansässig waren, die ausländischen Rechtsformen annahmen.

§ 19. *Das zunehmende Interesse für die industriellen Effekten seit 1915*

Ein eigentliches Interesse für die industriellen Effekten treffen wir erst im Jahre 1915 an, in dem wir zum ersten Mal eine selbständige Erwähnung derselben in den regelmässigen Börsenberichten der Tagespresse vorfinden. Am 9. September 1915 schreibt der N. R. C., „dass die wohlwollende Tendenz für die heimischen industriellen Effekten unvermindert anhält.“ Hauptsächlich stiegen die Aktien der:

| | | | |
|--|-------|-----|---------------------|
| Amsterdamschen Superphosphaatfabr. v. | 135 % | auf | 158 $\frac{1}{4}$ % |
| Centrale Guanofabrieken | 251 % | „ | 270 % |
| Lijm- und Gelatinefabriek, Delft . . . | 150 % | „ | 159 $\frac{1}{2}$ % |

Gleichzeitig wird aber ausdrücklich betont, dass der Handel gering blieb, und in den darauf folgenden Monaten November und

Dezember schwieg die Tagespresse wieder über die industriellen Effekten oder falls solche Besprechung stattfand, wurde sie unter der Rubrik „Verschiedenes“ vorgenommen. In der nun anschließenden Periode wird in einer Reihe von Artikeln auf eine produktive Anlage des nationalen Kapitals hingewiesen, wie z.B. in den Aufsätzen der Ec. Stat. Ber. „Bevordering der Nationalen Industrie, Een Nederlandsch Hoogovenbedrijf“¹⁾, „Geldovervloed en Belegging“²⁾ und „Buitenlandsche Beleggingen“³⁾. Hierdurch wurde ein steigendes Interesse für die Produktivität der Kapitalanlage hervorgerufen, dessen Folgen sich deutlich in den industriellen Emissionen widerspiegeln, Hand in Hand mit dem im gleichen Jahr für Holland enormen Aufschwung des industriellen Emissionsbetriebes, der im Jahre 1919 eine Gesamtemission von Fl. 219,1 Mill. aufweist.

Die Ursachen für dieses zunehmende Interesse an industriellen Effekten sind einerseits in dem in jenen Jahren herrschenden Kapital-Überflusse sowie in der bereits einsetzenden Nationalisierung des Wirtschaftslebens und des Effektenmaterials zu suchen, auf die wir später ausführlich eingehen werden. Andererseits beruht das grössere Interesse auf bereits in früheren Jahren im holländischen Wirtschaftsleben eingetretene Änderungen: der Einführung der Vorzugsaktie im Jahre 1910 und der zunehmenden Bankkonzentration seit 1911. Hierdurch wurde die eigentliche Grundlage für die spätere Stellung der industriellen Effekten gebildet, sodass die 1915 einsetzende Kriegskonjunktur diese Entwicklung nur beschleunigt.

Den Ausbau des Grossbankwesens, im Jahre 1911 bekannt unter dem Titel „Die Konzentration im niederländischen Bankwesen“, als die Rotterdamsche Bank mit der Deposito- en Administratie Bank zusammenschmolz, haben wir an anderer Stelle ausführlich behandelt, sodass es hier genügt auf § 16 zu verweisen.

Die Vorzugsaktien wurden nach J. P. van Tienhoven⁴⁾ im Jahre 1910 in grossem Stile an den niederländischen Kapitalmarkt gebracht und zwar direkt mit grossem Erfolg. Das Publikum verhielt sich in den beiden darauf folgenden Jahren zwar noch zurückhaltend, doch war die Stellung der Vorzugsaktien in den Jah-

¹⁾ s. Ec. Stat. Ber. vom 1. März 1916, S. 113.

²⁾ s. Ec. Stat. Ber. vom 2. August 1916, S. 174.

³⁾ s. Ec. Stat. Ber. vom 20. März 1918, S. 241.

⁴⁾ s. J. P. van Tienhoven: „Industrie en Banken“, Vortrag 1917, S. 26.

ren 1912 und 1913 gesichert. Für ihre Beurteilung führen wir ebenfalls die Worte von J. P. van Tienhoven ¹⁾ an: „In der Gewinnausschüttung beschränkt, liess die Vorzugsaktie den Industriellen grösstenteils die Früchte des Betriebes. Das Stimmrecht in den Unternehmungen konnte nach dem Rechtsbegriff des damaligen Ministeriums hauptsächlich den Stammaktionären erhalten bleiben, sicherlich solange eine gute Betriebsführung befriedigende Ergebnisse aufwies, sodass die Dividende an die Vorzugsaktien aus dem erzielten Gewinn stattfinden konnte. Die Obligationen eines industriellen Unternehmens, welches zu der Emission von Vorzugsaktien schritt, fand hierin eine sehr geschätzte Sicherheit. Schliesslich wurde den Kapitalisten die Gelegenheit geboten, sich an der niederländischen Industrie zu beteiligen in einer Weise, durch die sie nicht mehr vom ersten Betriebsrisiko bedroht wurden, und die ihnen eine Verzinsung von ursprünglich 6 % und später, besonders bei der Ausgabe einer zweiten Serie von Vorzugsaktien, welche ausserdem noch am Uebergewinn Anteil hatten, von 7 % und mehr in Aussicht stellte, eine Verzinsung, die sich günstig über die der ausländischen Staatspapiere hervorhob.“

Diese Vorzugsaktien wurden im Gegensatz zu den Aktien bestehender Unternehmungen, welchen bei Sanierungen bestimmte spezielle Rechte gegeben wurden, „gesunde“ Vorzugsaktien genannt. Vor 1910 trifft man nur bei zwei industriellen Unternehmungen Vorzugsaktien an: bei der Nederlandschen Fabriek van Werktuigen en Spoorwegmaterieel (Werkspoor genannt) und der Nederlandsche Margarinefabriek zu Wien. Durch die Werkspoor wurden Vorzugsaktien zur Börse gebracht unter der Bezeichnung Serie „B“, die einen Nennwert von je Fl. 1.000.— hatten, und von denen 600 Stück ausgegeben werden durften. Diese erhalten eine Mindestdividende von 4 %, welche von den beiden damaligen Eisenbahngesellschaften H.S.M. und S.S. von jeder zur Hälfte bedingungslos garantiert wurden. Dafür fallen aber die Dividenden, welche über 4 % auf diese Aktien kommen, zur Hälfte an die beiden garantierenden Gesellschaften. Diese Aktien sind jederzeit einlösbar gegen Stammaktien „A“. Der umlaufende Betrag geht z. Zt. zurück, und zwar von Fl. 543.000 im Jahre 1910 auf Fl. 277.000 im Jahre 1920.

¹⁾ s. J. P. van Tienhoven, s. o. S. 24.

Wegen des besonderen Charakters, den die „Werkspoor“ trägt, ist aber in diesen Aktien „B“ kein Vorläufer der späteren Vorzugsaktien zu sehen. Bei den Nederlandsche Margarine Fabrieken zu Wien waren von dem ursprünglichen Aktienkapital von Fl. 2,5 Mill., mit dem die Gesellschaft im Jahre 1900 errichtet wurde, eine Million 6 %ige Vorzugsaktien. Die Dividenden wurden aber nur im Gründungsjahre ausgeschüttet. Im Jahre 1902 schlug die Direktion eine Sanierung vor, wobei das Aktienkapital auf eine Million reduziert wurde, an der die Vorzugsaktionäre sich mit Fl. 0,7 Mill. und die Stammaktionäre sich mit Fl. 0,3 Mill. beteiligen sollten. Diese Sanierung wurde im Dezember 1902 angenommen ¹⁾.

Ausserdem hatten nach der Liste der nicht offiziell notierten Effekten in van Oss-Effectenboek, Jahrgang 1907, noch sieben weitere industrielle Unternehmungen Vorzugsaktien ²⁾.

Das zunehmende Interesse für die industriellen Effekten während des Krieges wurde in erster Linie durch die günstige Wirtschaftskonjunktur bedingt, in welcher, wie wir in § 3 ausführlich dargestellt haben, ein starker Ausbau der Industrie vorgenommen wurde, der mit gesteigerter Aufmerksamkeit von sämtlichen Interessenten um so mehr verfolgt wurde, als die Anlagemöglichkeiten für Kapital sich in diesen Jahren wesentlich verringert hatten. Die finanzielle Desorganisation der Länder Zentral- und Ost-Europas hatten diese Länder für die Anlage von holländischem Kapital ganz gesperrt. Das Börsengesetz von 1914 hatte die Bestimmung über die Aufnahme von Papieren in die Hände des Finanzministers gelegt (anfänglich in die des Ministers von Arbeit, Handel und Landwirtschaft), welcher von einer Kommission beigegeben wurde. Seitdem wurden keine ausländischen Papiere mehr aufgenommen; ausserdem waren alle nach dem 1. Januar 1915 gestempelten ausländischen Effekten von der Lieferung ausgeschlossen, sodass dieselben nur ausgeführt, nicht aber eingeführt werden konnten. Wenn auch diese Bestimmungen über die Lieferbarkeit vielen Kapitalisten, welche nur eine Kapitalanlage zwecks Erzielung von Valutagewinnen beabsichtigten,

¹⁾ s. Van Oss Effectenboek, Jrg. 1903, S. 262.

²⁾ s. B. H. de Jongh: Beschouwingen over eenige Effecten en Credietvormen en hun beteekenis voor de Financiering der Onderneming. s'Gravenhage, 1924, S. 58.

gleichgültig waren, so hatte die Kurssteigerung der meisten amerikanischen Effekten doch den gewünschten Erfolg, dass viele von ihnen abgestossen wurden. Dieser Vorgang wiederholte sich in den Jahren 1919/21 bei dem verführerisch hohen Dollarstand in noch viel grösserem Stil. Der holländische Besitz an amerikanischen Wertpapieren wurde von R. Kiliani ¹⁾ auf folgende Beträge geschätzt:

| | | | | |
|-------|-------------------------------|-----------|--------|---------------|
| 1913: | 1 | Milliarde | Gulden | ²⁾ |
| 1917: | 1 ¹ / ₄ | „ | „ | „ |
| 1921: | 1 ¹ / ₂ | „ | „ | „ |

Auf den Kapitalüberfluss während der Kriegsjahre sind wir in § 16 ausführlich eingegangen. Für die Flüssigkeit des Geldmarktes auf kurzen Termin finden wir einen Anhaltspunkt in dem Zinssatz für kurzfristige Effekten-Lombards (Prolongatie-rente), welcher im Durchschnitt betrug:

| | | | |
|-------|---------|-------|---------|
| 1914: | 4,698 % | 1918: | 3,640 % |
| 1915: | 3,857 % | 1919: | 3,980 % |
| 1916: | 2,638 % | 1920: | 4,372 % |
| 1917: | 3,045 % | 1921: | 3,573 % |

Die Flüssigkeit des Kapitalmarktes finden wir zur Genüge bewiesen in den grossen Totalsummen für neu emittierte Werte ³⁾:

| | | | |
|-------|-----------------|-------|-----------------|
| 1915: | Fl. 576,8 Mill. | 1918: | Fl. 944,6 Mill. |
| 1916: | „ 547,6 „ | 1919: | „ 1.436,6 „ |
| 1917: | „ 653,5 „ | 1920: | „ 1.313,7 „ |

Eine Eigentümlichkeit dieser Beträge war, dass sie wegen der unsicheren Lage eine kurzfristige Anlage bevorzugten, wodurch die meisten das Bankwesen streiften. Die unmittelbare Folge davon war ein ausserordentliches Wachstum dieser Institute, was wir in genanntem § 16 ausführlich schilderten. Anfänglich waren die Banken, durch die Krisis von 1914 vorsichtig geworden, auf eine möglichst liquide Anlage der ihnen anvertrauten Gelder bedacht; als der Kapitalzufluss aber stets anhielt, gingen sie unter dem Einfluss des allgemeinen Optimismus und des allgemeinen Wirtschaftsaufschwungs zu einer Vergrösserung ihrer Debitorenziffer über, und es wurde hierdurch der erste Schritt zu einem industriellen Emissionsbetrieb grösseren Stils getan.

¹⁾ s. R. Kiliani: „Grossbanken-Entwicklung in Holland“. Leipzig 1923, S. 11.

²⁾ Bei v. Reibnitz finden wir den niederländischen Besitz an nordamerikanischen Effekten 1913 auf Fl. 1³/₄ Milliarde geschätzt. s. v. Reibnitz s. o. S. 65.

³⁾ Quelle: Jaarcijfers voor het Koninkrijk der Nederlanden. S. hierzu auch Tabelle 3.

Unter den dargelegten Umständen lagen im Laufe der Jahre 1916—1918 industrielle Papiere für nachfolgende Beträge zur Subskription auf:

| Jahreszahl | 1 = 1 Million Gulden | | | | |
|------------|----------------------|--------|--------------|--------|-----------|
| | Zahl der Emissionen | Aktien | Vorzugs Akt. | Oblig. | Insgesamt |
| 1916 | 31 | 9,7 | 14,8 | 13,7 | 38,2 |
| 1917 | 38 | 17,5 | 25,2 | 11,0 | 53,7 |
| 1918 | 37 | 31,1 | 9,4 | 2,5 | 43,0 |

Hierbei verdienen an erster Stelle die Effektsorten unsere Aufmerksamkeit. In 1916 standen die Vorzugsaktien und Obligationen gemeinsam im Vordergrund, in 1917 dagegen die Vorzugsaktien allein, in denen ca. 50 Prozent der Gesamtemission durchgeführt wurden. Das Jahr 1918 brachte abermals eine Verschiebung, und zwar jetzt zu Gunsten der Aktien. Dieser Verlauf kennzeichnet sehr deutlich die steigende Konjunktur. Zwar war die Industrie im Jahre 1918 infolge Rohstoffmangels und Regierungsdokreten in vielen ihrer Gewinnmöglichkeiten gehemmt, was auch aus dem Rücklauf der Gesamtemission um ca. Fl. 10 Millionen hervorgeht. Der Waffenstillstand und der zu erwartende Friede liessen aber eine baldige Wendung und ungeahnte Gewinnmöglichkeiten erhoffen, von welchen Umständen auch die Kapitalbesitzer profitieren wollten, und es erklärt sich daraus der Vorzug für Aktien. Der Zinsfuß der Obligationsanleihen stieg inzwischen langsam von 5 auf 6 %.

Eine Betrachtung der rechtlichen Form der Vorzugsaktien ist ebenfalls interessant, da aus der Art des Papiere viele Variationen geboten werden. In Holland sind die meisten Vorzugsaktien am Gewinn beteiligt. Den Leser, der sich hierfür eingehender interessiert, verweisen wir auf Tabelle 14, die sämtliche industriellen Vorzugsaktien vermerkt mit den darauf erfolgten Dividenden; ebenso lässt sich aus der Gestaltung der letzteren deutlich erkennen, wieviel Prozent die Vorzugsaktien im Voraus geniessen.

Eine Zerlegung der einzelnen Beträge nach den 5 Industriezweigen zeigt wiederum die grosse Bedeutung der Nahrungs- und Genussmittel-Industrie, die auch jetzt wiederum in der Haupt-

sache den Kapitalerweiterungen der Margarine-Gesellschaften zuzuschreiben ist. Für die genaue Darstellung verweisen wir auf Tabellen 4—9.

Die eigentliche Hochkonjunktur für die industriellen Effekten fällt aber erst in die Jahre 1919 und 1920. Der Mangel an jeder denkbaren Ware zog die allgemeine Aufmerksamkeit auf die Rohstoffversorgung und damit auch auf die heimische Industrie. Neben den optimistischen Erwartungen, zum Teil auf die stabile Valuta gegründet, hielt der Kapitalzufluss nach Holland unvermindert an, wodurch die fremden Gelder der Banken, wie wir in § 16 bereits ausführlich dargestellt haben, einen ausserordentlichen Umfang annahmen. Daneben wuchsen die durch die Nederlandsche Bank im eigenen Lande angelegten Beträge wie aus Tabelle 2 ersichtlich ist, im Zusammenhang mit dem vergrösserten ungedeckten Notenumlauf.

| | | | |
|----------|-----------------|----------|-----------------|
| 1917/18 | Fl. 149,5 Mill. | 1919/20: | Fl. 377,5 Mill. |
| 1918/19: | „ 250,9 „ | 1920/21: | „ 435,0 „ |

Dieser Geld- und Kapital-Ueberfluss, gepaart mit einem durch die allgemeine Preissteigerung schnelleren Geldumlauf, brachte eine beschleunigtere Entwicklung des holländischen Wirtschaftslebens. Die Banken haben diese Entwicklung durch die Vergrösserung ihrer Debitoren in ihrer Steigerung begünstigt, und in erstaunlich kurzer Zeit sah man grosse Wirtschaftskombinationen sich vorbereiten und zustande kommen, die in überwiegender Mehrzahl einen Weg zum Kapitalmarkt suchten. Zum ersten Male bringt die niederländische Industrie Millionen-Beträge an den Markt, die die Möglichkeit zu einem regen Handel verbürgen. Der allgemeine Optimismus und die Unmöglichkeit über die zukünftigen Erwartungen exakte Angaben zu machen, lenkte die Spekulation auf diese Papiere, wodurch sich ihr Markt abermals in bisher nicht gewohnter Weise erweiterte. Wir nennen hier die

| | |
|--------------------|--------------------|
| Jürgenswerke | Philips Glühlampen |
| Insulinde Oelwerke | Philips Tabak. |

Auch bei den kleineren Industrien ist ein Drang zum Kapitalmarkt bemerkbar. Die in den ersten Kriegsjahren gemachten Gewinne zeigten sich in diesem Jahr durch hohe Dividenden in den Bilanzen. Diese Dividendenbeträge wurden verwendet, um die Kapitalbesitzer zu locken und, begünstigt durch den allgemeinen

Optimismus, fand sich bald ein Bankhaus zur Durchführung der Emission bereit. So lagen neben den grossen industriellen Emissionen viele kleinere zur Subskription auf, und der Totalbetrag erreichte in 1919 den bisher unbekanntem und auch in den folgenden Jahren nicht mehr erreichten Höhepunkt von Fl. 219,1 Mill. Dieser Betrag verteilt sich auf die einzelnen Industriezweige wie folgt:

| | Zahl der Emissionen | Aktien | Vorz. Akt. | Oblig. Anleih. | Insgesamt |
|--|---------------------|--------|------------|----------------|-----------|
| Nahrungs- und Genuss-Mittel-Industrie | 16 | 32,4 | 136,9 | 10,5 | 179,8 |
| Metall- und Holzbearbeitungs-Industrie | 22 | 17,2 | 1,5 | 4,1 | 22,8 |
| Chemische Industrie | 8 | 3,3 | 0,5 | — | 3,8 |
| Textil Industrie . . | 9 | 3,7 | 3,9 | 2,0 | 9,6 |
| Verschiedene Ind. . . | 6 | 1,9 | 1,2 | — | 3,1 |
| | 61 | 58,5 | 144,0 | 16,6 | 219,1 |

Das ergibt einen durchschnittlichen Betrag für eine Emission von:

- Fl. 11,2 Mill. in der Nahrungs- und Genussmittel Industrie
- „ 1,9 „ in der Metall- und Holzbearbeitungs Industrie
- „ 0,5 „ in der Chemischen Industrie
- „ 1,1 „ in der Textil Industrie
- „ 0,5 „ bei verschiedenen Industrien
- „ 3,6 „ im Gesamt-Durchschnitt

Besonders hoch sind hierbei die Zahlen der Nahrungs- und Genuss-Mittel Industrie, die allein schon an Vorzugsaktien Fl. 136,9 Mill. oder $62\frac{1}{2}\%$ der Gesamt-Emissionen brachte. Doch auch die Emissionen der Metall- und Holzbearbeitungs-Industrie verdienen Beachtung, weil sie im Gegensatz zur Margarine-Industrie überwiegend in Stammaktien stattfanden. Der Emissionsbetrag der chemischen Industrie zeigt im Vergleich mit 1918 bereits einen Rückgang, sodass der Höhepunkt hier offenbar schon überschritten ist.

Eine Betrachtung der Emissionen des Jahres 1920, die eine Höhe von Fl. 138,7 Mill. erreichten, bringt die interessantesten

Aufschlüsse bei einer Zerlegung nach der Art der Effekten:

| | |
|---|---------------------|
| 40,6 % | Stammaktien |
| 15,0 % | Vorzugsaktien |
| 44,4 % | Obligationsanleihen |
| <hr style="width: 50%; margin: 0 auto;"/> | |

Fl. 138,7 Mill. = 100 %

Diese Zusammenstellung, in der die Obligations-Anleihe — und zwar die hochprozentige — die erste Stelle einnimmt, weist auf das letzte Stadium einer Hochkonjunktur, in der die nahe bevorstehende Krise schon durchblickt. Der Zinsfuss der Obligationen betrug in diesen Jahren durchweg 7 %, wie aus den Tabellen 4—7 im einzelnen genau zu entnehmen ist. Die meisten Obligations hatten eine kurze Umlaufdauer, manchmal von 10 Jahren oder weniger. Das Ansteigen des Zinsfusses hatte sich jedoch bereits im Jahre 1919 bemerkbar gemacht, in dem sich unter den Obligations-Emissionen genannten Jahres die Fl. 10 Millionen der Lever's ZeepMij., Vlaardingen, mit einem 7 %igen Zinsfuss befanden.

Bei der Fl. 62,0 Mill. Gulden, die im Jahre 1921 an industriellen Werten an den Markt gebracht wurden, spielte die 7 %ige Anleihe eine noch grössere Rolle, indem sie Fl. 47,9 Mill. oder 77,3 % der Gesamtemission ausmachte. Ebenso wurde im Jahre 1922 noch ein Betrag von Fl. 58,7 Mill. ausschliesslich in Obligations emittiert, obwohl der Zinsfuss allmählich wieder auf $6\frac{1}{2}$ und 6 % sank. Selbst die unsichere Lage, in der sich die holländische Valuta einen Augenblick befand, und wobei in der Tagespresse schon auf einen möglichen Austausch von Obligations in Aktien hingewiesen wurde, übten auf diese Entwicklung anscheinend keinen Einfluss aus.

Der Betrag von Fl. 58,7 Mill. gibt auch insofern ein zu günstiges Bild, als hierin die Fl. 40,0 Mill. 6 %ige Obligationsanleihe des Jürgenskonzerns voll einbegriffen werden musste, trotzdem nur Fl. 10,0 Mill. in Holland und Fl. 30,0 Mill. in New-York emittiert wurden, weil die effektive Teilnahme des Auslandes nicht festzustellen war. Letztgenannte Tatsache ist ausserdem aber noch dadurch von sehr grosser Bedeutung, weil hier zum ersten Male in grösserem Umfange ein industrielles Wertpapier auftritt, welches an mehreren Börsen zu gleicher Zeit notiert wird. Hierdurch kann das Wertpapier Arbitragezwecken dienen, wodurch wieder grössere Aussichten für diese Effektenart geschaffen wurden.

Da die Hochkonjunktur der Effekten mit dem Jahre 1920 als beendet anzusehen ist, wollen wir die Gross-Unternehmungen und das Effekten-Material, welche diese Zeit der holländischen Wirtschaft gegeben hat, einer Betrachtung unterwerfen. Wir nehmen als Ausgangspunkt das Jahr 1920, weil die Emissionen van 1921 und den anschliessenden Jahren nur eine Verstärkung der Bar-mittel der Gesellschaften bezweckten.

Im Nachfolgenden bringen wir eine Zusammenstellung der aus dieser Zeit hervorgegangenen Grossunternehmungen, in der wir die voll eingezahlten Nominalbeträge anführen. Viele dieser Unternehmungen tragen den Charakter von Kontrollgesellschaften; wir haben diese mit einem * versehen.

| | 1 = 1 Mill. Gulden | | | |
|---|--------------------|-----------------|-------------|--|
| | Akt. Kap. | Vorz. Akt. Kap. | Oblig. Anl. | Gesamt-Kapital incl. statutarischer Res. |
| Van den Bergh's Margarine Fabriken | 20,0 | 22,0 | — | 45,7 |
| Calvé-Delft | 10,0 | 5,0 | 1,6 | 17,7 |
| Gouda-Kaarsenfabriek | 6,4 | 6,4 | — | 16,0 |
| *Holl. Vereen. tot Expl. v. Margarine Fabrieken | 12,0 | 16,8 | — | 30,6 |
| Oliefabrik Insulinde | 22,5 | — | — | 22,5 |
| Jurgens Vereen. Margarine Fabr. | 32,6 | 83,0 | 1,0 | 141,2 |
| De Lever's Zeep Mij. | 0,7 | 0,4 | 13,0 | 14,1 |
| Centrale Suiker Mij. | 29,0 | 0,6 | — | 29,6 |
| De Gruijter & Zoon | 4,0 | 8,0 | — | 12,3 |
| Philips Tabaks Industrie | 5,0 | 5,0 | — | 11,2 |
| Van Berkels Patent | 7,5 | — | 3,2 | 10,9 |
| Werkspoor | 9,7 | 0,3 | 1,3 | 12,4 |
| Handel Mij. R. S. Stokvis & Zoon | 6,0 | 7,2 | — | 17,7 |
| Gebr. Stork & Co., Maschinenfabr. | 12,0 | — | — | 13,3 |
| *Furness Stokvis | 40,0 | — | 20,0 | 60,0 |
| *Wiltens Dok en Werf Mij. | 12,0 | 13,0 | — | 25,0 |
| Philips Gloeilampen | 10,2 | 4,5 | — | 15,7 |
| Vereenigde Touwfabr. | 6,5 | 3,9 | — | 10,7 |
| Van Gelder & Zoon, Papierfabr. | 10,5 | 4,5 | — | 17,7 |

Eine Aufgliederung des im Jahre 1920 vorhandenen Effektenmaterials finden wir in Tabelle 11, die besonders im Vergleich mit Tabelle 10 interessante Aufschlüsse gewährt. Sie zeigt, wie die Kapital-Investierungen in allen Industriezweigen erheblich zugenommen haben, wie auch aus der Erhöhung des Totalbetrages an industriellen Effekten von Fl. 140,1 Mill. 1914 auf Fl. 730,1 Mill. 1920 zu schliessen ist. Ueber die Stellung, welche die einzelnen Industriezweige sowie die verschiedenen Effektsorten einnehmen, ist im ganzen wohl dasselbe auszusagen wie im Jahre 1914, was auf eine ziemlich ähnliche Entwicklung in allen Industriezweigen hinweist.

Es ist auch interessant, wieder die Kapitalbeträge festzustellen, welche durchschnittlich pro Unternehmung aus dem öffentlichen Markt genommen wurden. (Siehe hierzu Tabelle 12). Für die Gesamtindustrie zeigen diese Beträge eine Steigerung von Fl. 2,2 Mill. im Jahre 1914 auf Fl. 4,5 Mill. im Jahre 1920. Standen die meisten Durchschnittszahlen 1914 zwischen Fl. 1,4 und Fl. 1,8 Mill. so bewegten sie sich 1920 grösstenteils zwischen Fl. 2 und 3 Millionen. Die Abweichungen von diesem Durchschnitt, welche sich im Jahre 1914 zeigten, traten im Jahre 1920 noch prägnanter hervor; so weist auch hier wieder die Margarine-, Oel-, Fette- und Seifen-Industrie mit einer Durchschnittsziffer von Fl. 22,6 Mill. pro Unternehmung die grösste Kapitalkonzentration auf.

Wenden wir nun noch einmal unseren Blick auf die Dividenden, die auf diesem Effektenmaterial erteilt wurden, so finden wir in Tabelle 13 einen Ueberblick über sämtliche an der Börse notierten Aktien und in Tabelle 14 über sämtliche Vorzugsaktien; letztere gibt ebenfalls über die Rechte, mit denen die Vorzugsaktien ausgestattet sind, Auskunft. Es lässt sich diesen Tabellen wenig beifügen. Bei der Besprechung der anschliessenden Krise werden wir aber auf sie zurückkommen.

§ 20. *Stillstand während der allgemeinen Wirtschafts-Krise seit 1921*

Die günstige Kriegskonjunktur hatte in weiten Kreisen eine durchaus unbegründete Erwartung für die Zukunftsmöglichkeiten der heimischen Industrie hervorgerufen, sodass die Reaktion um so schärfer erfolgte. Die Dividenden auf Stammaktien wurden bei fast allen Betrieben ganz eingestellt oder wesentlich erniedrigt,

wie in Tabelle 13 ausführlich dargestellt, dasselbe gilt auch für die Dividenden auf Vorzugsaktien. Manchmal blieben sogar die Zinszahlungen auf Obligationen im Rückstand. Die Folge dieser Umstände war ein starker Kurssturz.

Zugleich machte sich eine Kapitalknappheit bemerkbar. Um die Krise richtig beurteilen zu können, muss man eine scharfe Trennung zwischen Kapital- und Geldmarkt vornehmen, worauf u.a. auch die Konferenz zu Brüssel mit Nachdruck hinwies. Das kurzfristig angebotene Geld war ziemlich reichlich vorhanden, wenn auch der Zinsfuß am Geldmarkt verhältnismässig hoch blieb, weil die Regierung ihre Ausgaben durch 5 %ige Schatzwechsel bestritt, welche bei den Agenten des Finanzministeriums stets erhältlich waren ¹⁾.

Das Angebot von Kapital auf langen Termin wurde im Verlauf der Krise immer seltener und seine Knappheit noch einen Augenblick verschärft durch die Gefahr worin die holländische Valuta sich befand, welche mit der der anderen Reiche unterzugehen drohte.

Auch das Bankwesen konnte der Industrie wenig Schutz gewähren da seine Entwicklung zum Grossbankwesen noch zu jung und die Krisis zu allgemein war. Wenn die Banken sich als Emitenten auch nicht an Baisse-Spekulationen beteiligten, so waren sie doch nicht kapitalkräftig genug, um kursstützend einzugreifen. Die Misserfolge von Marx & Co's Bank und der Rotterdamschen Bankvereinigung sind hierfür ein Beweis. Nach M. de Vries ²⁾ klagten viele Kreditnehmer, dass die ihnen eingeräumten Bankkredite ziemlich rücksichtslos wieder eingezogen wurden. Doch war die Haltung der Banken, durch die Nederlandsche Bank gestützt, möglichst entgegenkommend.

Durch die grossen Verluste, die fast alle Unternehmungen erlitten, waren viele zur Liquidation oder Sanierung gezwungen. Die Sanierung ist in Holland ziemlich einfach durchführbar, da die holländische Gesetzgebung keinen Paragraphen wie § 180, Abs. 1, des deutschen B.G.B. kennt. Die Kapitalabschreibung kann durch Abstempelung der Aktien erfolgen. Dass bei der Publ. N.V. grössere Verluste zu verbuchen gewesen sind als bei den Privatbetrieben

¹⁾ Vergl. den Geschäftsbericht der Rotterdamschen Bankvereinigung 1921.

²⁾ s. M. de Vries : „Het Nederl. Bankwesen en de huidige crisis“. Amersfoort 1923 S. 18.

ist mit wenigen Ausnahmen in keiner Weise zu konstatieren. Einen vollständigen Einblick in die Sanierungen gibt uns Tabelle 15, aus welcher deutlich der Verlauf der Krise zu erkennen ist. Die Beträge, welche in den einzelnen Industriezweigen verloren gingen, waren besonders bei der Oel- und Fett-Industrie sehr erheblich, wie auch die Schiffbau- und Tabaks-Industrien grosse Verluste erlitten.

Bei der Beurteilung dieser Sanierungen ist ein Unterschied zu machen zwischen Produktionsunternehmungen und den grosskapitalistisch gegründeten administrativen Gesellschaften. Bei den Produktionsunternehmungen spiegelt sich die Krise in verhältnismässig einfacher Weise und ohne zeitliche Verschiebung ab, wogegen die grossen Kontrollgesellschaften das Publikum eine Zeit lang über ihre wirkliche Lage hinwegzutäuschen wussten. Da jedoch das Publikum gerade an diesen Gesellschaften vielfach in grösserem Masse interessiert war, wurde der Rückschlag später auf dem Kapitalmarkt auch stärker empfunden. Wir verweisen auf die Sanierungen von Furness Stokvis, die Kon. Ned. Edelmetaal-Bedrijven und die Tabaksfirmen.

Ebenso ist aus Tabelle 15 ersichtlich, welche Verluste die Stammaktionäre und die Vorzugsaktionäre erlitten. Ausserdem trat bei den Vorzugsaktien vielfach eine Nichtauszahlung der Dividenden ein, ersichtlich in Tabelle 14. Diese Dividenden wurden zwar in den anschliessenden Jahren zum grossen Teil wieder nachgeholt, doch rief die vorübergehende Sperrung der Dividenden bei den Kapitalisten eine grosse Entrüstung hervor, zumal der Mangel an Rechten, worauf Santhilano ¹⁾ bereits im Jahre 1917 die Aufmerksamkeit gelenkt hatte, sie ängstigte. Die schlechten Erfahrungen wurden aber ebenfalls durch die Stammaktionäre gemacht, in der Form eines lang andauernden Dividendenausfalles in den anschliessenden Jahren, in denen jedoch die Vorzugsaktionäre ihre rückständigen Dividenden erhielten. In einigen Fällen wurden Letztere um Preisgabe ihrer Vorzugsrechte angegangen, wie z.B. bei der Sanierung von Carp's Garenfabriek (1924) und der Glasfabriek „Leerdam“ v/h Jekel Mijnsen & Co., 1925. In noch selteneren Fällen erlitten die Besitzer von Obligationsanleihen effektive Kapitalverluste. Wohl traten Kursverluste ein, was aber bei der

¹⁾ s. den Aufsatz von Santhilano im: „Amsterdamer“ vom 10. März 1917.

allgemeinen Krise und dem ansteigenden Zinsfuss ohnehin nicht ausgeblieben wäre.

Die Sanierung war nur in den wenigsten Fällen eingreifend, genug, um die völlige Wiederherstellung des Aktienkurses zu erwirken. Wir haben die Ergebnisse festgestellt, indem wir in Tabelle 16 die Kurse vor und nach der Sanierung angeführt haben. Ausser diesen Unternehmungen warteten noch viele andere auf eine Sanierung, die wir zu erfassen versuchten, indem wir in Tabelle 17 einen Auszug der unter 30 % notierten Effekten bringen.

Der Tiefstand der Industrie brachte noch weitere Folgen für die Gesamtwirtschaft mit sich, indem durch die einseitige Einrichtung der Börse die Krise hier noch verschärft wurde, während sich ebenso die ungünstigen Folgen der Lokalisierung des Effektenmarktes zeigten, vor der die Rotterdamsche Bankvereinigung in ihren Geschäftsberichten ¹⁾ bereits gewarnt hatte. Das Interesse für die industriellen Effekten beschränkte sich auf ein Verfolgen der täglichen Kursstände, ohne dass grössere Börsenaufträge stattfanden. Die eigene Rubrik für industrielle Werte in den verschiedenen Effekten-Besprechungen hörte wieder auf. Nur die Industrien, welche ausländische Beziehungen hatten wie der Jürgens Konzern, Philips Glühlampen und die Papiere der Kunstseiden-Industrie, fanden noch einiges Interesse, das für die Jürgens-Werte durch englische Ankäufe gesteigert wurde.

Im Jahre 1923 ruhte der Emissionsbetrieb überhaupt.

Allmählich waren die industriellen Effekten wieder auf einem Kursniveau angelangt, welches zum Kaufen reizte. Die kräftige Bremse, die man auf die vorkommenden Defizite der Staatsausgaben gesetzt hatte, und die Sicherheit, mit der Holland, unterstützt durch die Zinsbeträge der in Indien arbeitenden Kapitalien, den Stand seiner Valuta aufrecht erhielt und diese wieder auf Goldparität brachte, stellten den niederländischen Kapitalmarkt bald wieder her. Besonders als Holland am 26. April 1925 wieder zur Goldwährung zurückkehrte, strömten durch den internationalen Ausbau der Banken noch grössere Kapitalien ins Land, sowohl aus Indien als auch aus dem Ausland, besonders von Belgien und Frankreich.

Die Verringerung der Produktion während der Krise machte

¹⁾ s. Geschäftsbericht von 1921.

auch weniger Kapital für die Finanzierung erforderlich. Weitgehende Propaganda sollte auch eine allgemeine Tendenz nach Kapitalbildung hervorrufen. Die erhöhte Spartätigkeit infolge der aus der Krise entspringenden Zurückhaltung wirkte ebenfalls in derselben Richtung.

Inzwischen waren auch in der Industrie die Sanierungen durchgeführt, und Unternehmungen ohne Zukunftsmöglichkeiten waren entweder liquidiert oder auf eine neue Rentabilitätsbasis gebracht. Man konnte daher in Bezug auf die übrig gebliebenen Industrien hoffnungsvoll gestimmt sein, sodass auch das Vertrauen langsam zurückkehrte. Die Unternehmungen wiesen wieder bessere Resultate auf, und die Kurse bewegten sich aufwärts. Viele Unternehmungen begannen die rückständigen Dividenden auf Vorzugsaktien nachzuzahlen. Gleichzeitig lagen auf dem Kapitalmarkt grössere Mittel vor, welche zur Spekulation reizten. Hierdurch vergrösserten sich die Umsätze in den Jürgens-, Kunstseide- und Philips Glühlampen-Aktien erheblich.

Noch ein anderer Umstand lenkte die Aufmerksamkeit auf die vergessenen industriellen Effekten. Das niederländische Sparpublikum hatte sich in der günstigen Kriegskonjunktur an hohe Kursgewinne gewöhnt und daraufhin sein Leben luxuriöser eingerichtet. Um dieses Leben weiterführen zu können, richtete das Publikum seine Aufmerksamkeit auf Effekten, die ein höheres Rendement als Staats-Anleihen und ähnliche Papiere gaben, und bei denen sich zugleich eine kleiner Kursgewinn erzielen liess.

Im Jahre 1925 blühte der industrielle Emissionsbetrieb wieder auf. Von dem gesamten Betrag von Fl. 62,9 Mill. waren aber Fl. 40,9 Mill. Konversions-Anleihen infolge des fallenden Zinsfusses, sodass nur Fl. 22,0 Mill. als neue Kapitals-Investierungen anzusehen sind. Diese verteilen sich je zur Hälfte auf Aktien und Obligationen, während für Vorzugsaktien der Markt überhaupt verschlossen war.

Im Jahre 1926 wagten sich infolge des Anwachsens der Konjunktur zum ersten Male wieder einige noch nicht am Kapitalmarkt eingeführte Unternehmungen an diesen heran, wie z.B. die Hero-Konserven. So erreichten die industriellen Emissionen den Betrag von Fl. 35,0 Mill., welche sich auf die verschiedenen Effektensorten, wie folgt, verteilen:

| | |
|--------------------------------|----------------|
| Aktien | Fl. 6,2 Mill. |
| Vorzugs Aktien | „ 2,8 „ |
| Obligations Anleihen | „ 26,0 „ |
| Insgesamt | Fl. 35,0 Mill. |

Auch hier fällt der Umfang der Obligationsanleihen wieder auf, deren Zinsfuß ansteigend von 5 auf $5\frac{1}{2}\%$ ist. Die drei bedeutendsten Emissionen im Jahre 1926 waren die von van den Bergh's Margarine Fabriken mit Fl. 17,0 Mill. in $5\frac{1}{2}\%$ -iger Obligations-Anleihe, und Fl. 5,0 Mill. Aktien der Eerste Nederl. Kunstzijdefabrik. Die Stellung der industriellen Obligationen hat sich im Laufe der letzten Jahre auch derart verstärkt, dass ihr Zinsfuß sich dem solider Staatspapiere stets mehr nähert und ihm heute schon ungefähr gleichkommt. Wir nehmen dieses Aufleben als ein recht erfreuliches Zeichen, und wenn auch die Beträge an und für sich noch keine besondere Höhe erreichten, so ist bei deren Betrachtung die noch allgemein schlechte Konjunktur dieser Jahre mit zu berücksichtigen. Die Umsätze in den industriellen Effekten nehmen ebenfalls langsam zu, und durch geschickte Propaganda angeregt nehmen die niederländischen Kapitalisten in steigendem Masse industrielle Werte in ihren Effektenbesitz auf.

ACHTES KAPITEL

WIRTSCHAFTLICHE BEDEUTUNG DER INDUSTRIELLEN EFFEKTEN

§ 21. *Wirtschaftliche Bedeutung der industriellen Effekten*

Die Frage nach der wirtschaftlichen Bedeutung der industriellen Effekten lässt sich sowohl vom privatwirtschaftlichen als vom volkswirtschaftlichen Standpunkte stellen, bei letzterem z.B. durch eine Forschung nach den geschaffenen Arbeitsmöglichkeiten, nach den der Gesamtheit gebotenen Vorteilen, Preisgestaltung der Fabrikate, dem Einfluss der öffentlichen Kapitalbeschaffung auf die Verteilung des Unternehmungsertrages zwischen Kapital und Arbeit, usw. Aus Mangel an genügendem Bearbeitungsmaterial konnten wir mit einigen Ausnahmen nur die privatwirtschaftliche Seite näher beleuchten. Auch hierbei liess sich die wirtschaftliche Bedeutung der industriellen Effekten wieder nach zwei Richtungen hin orientieren: nach der Seite der Industrie und nach der der Börse. In beiden Richtungen werden wir unsere Forschung durchführen.

Um die wirtschaftliche Bedeutung der industriellen Effekten für die Industrie zu erfassen, muss man zunächst die Höhe des in ihr angelegten Gesamtkapitals feststellen. Da uns hierzu leider keine ausgewerteten Angaben zur Verfügung standen, sahen wir uns wiederum zu einer eigenen Berechnung genötigt unter Benutzung der schon an anderem Orte in dieser Arbeit gebrauchten Angaben. In Tabelle 1 brachten wir die Zahl der Typenarbeiter für die einzelnen Industriezweige, in welche Betriebe mit 10 oder mehr Arbeitern aufgenommen wurden. In der im nachfolgenden § 25 umschriebenen Weise errechneten wir ferner das Kapital, das für diese einzelnen Zweige pro Typenarbeiter durchschnittlich benötigt wurde. Nehmen wir nun einerseits die Typenarbeiter-Zahl von 1919 und andererseits die zwischen den Jahren 1922/24

durchschnittlich pro Typenarbeiter benötigten Kapitalbeträge, so finden wir folgende Kapitalbeträge in den einzelnen Industriezweigen angelegt:

1 = 1 Mill. Fl.

| Industriezweig | Zahl der Typenarbeiter 1919 | Kapital pro Typen-Arbeiter 1922/24 | In den einz. Zweigen angelegte Kapitalien |
|---|-----------------------------|------------------------------------|---|
| Margarine-, Oele-, Fette- & Seifen- Industrie | 11.474 | Fl. 16.440 | Fl. 188,2 |
| Zucker-Industrie | 5.374 | „ 6.890 | „ 37,1 |
| Ind. übrig. Nahrungsmittel | } 49.779 | „ 7.000 | „ 348,2 |
| Kakao-Industrie | | | |
| Bierbrauereien | | | |
| Tabak-Industrie | 6.708 | „ 6.690 | „ 44,8 |
| Eisen-Industrie | 49.007 | „ 4.090 | „ 200,4 |
| Schiffbau | 26.733 | „ 4.110 | „ 109,9 |
| Elektrotechn. Industr. | } 40.443 | „ 7.670 | „ 310,7 |
| Holzbearbeitungs Ind. | | | |
| Metall Industrie | | | |
| Chemische Industrie | 22.913 | „ 6.610 | „ 151,3 |
| Textil Industrie | 59.296 | „ 4.520 | „ 268,1 |
| Bau-Industrie, u.s.w. | 82.782 | „ 6.780 | „ 561,0 |
| Unberücksichtigte Industrien (Diamant Ind., Keramik Eis-Industrie usw.) | 20.000 | „ 6.500 | „ 130,0 |
| | | Total ¹⁾ | Fl. 2349,7 |

Gegen die vorstehende Tabelle könnte man besonders die folgenden Einwände machen: die Zahl der Typenarbeiter ist der Tabelle 1 entnommen und daher aus der Unfallstatistik bearbeitet, die eine Aufteilung der Betriebe nach Gefahren-Gruppen vornimmt, wodurch z.B. die Tischlerei-Abteilung einer Margarinefabrik nicht unter dieser Industrie sondern in der Gruppe der Holzbearbeitungs-Industrie erscheint. Demzufolge tritt auch eine entsprechende Verschiebung auf zwischen den in den einzelnen Industriezweigen angelegten Kapitalien. Der zweite Einwand ist, dass die Kapitaldurchschnitte nur für die publieken N.V. errechnet sind, die aber eine gewisse Betriebskonzentration aufweisen. Dass die publ. N.V. nun mit wesentlich anderen Zahlen arbeitet

¹⁾ Ausser Bergbau, Eisenbahnwesen, Druckereien Gas-, Elektrizitäts- und Wasserleitungsgesellschaften.

als privatwirtschaftliche Betriebe gleichen Umfanges, kommt uns unwahrscheinlich vor; wohl dagegen kann bei Mittel- und Kleinbetrieben eine Verschiebung der Verhältnisse auftreten, sodass pro Typenarbeiter mehr oder auch weniger Kapital benötigt würde als in einem Grossbetrieb. Aus diesem Grunde wäre die vorstehende Tabelle noch einer Korrektur zu unterwerfen, die aber stets von untergeordneter Bedeutung bleiben muss, da heute bereits Betriebe grösseren Umfanges (400 oder mehr Typenarbeiter) in Zahl und Einfluss die Mittel- und Kleinbetriebe übertreffen. Gegen die angeführten Zahlen wäre noch ein *Drittes* einzuwenden, und zwar dass ihnen die Typenarbeiterzahl von 1919 statt von 1922/24 zu Grunde liegt. Wir waren leider nicht in der Lage, ebenfalls die Typenarbeiterzahl von 1922/24 zu nehmen, da die Veröffentlichungen der Unfallstatistik bisher nur bis zum Jahre 1919 erfolgt sind. Wir glauben jedoch nicht, dass gerade dieser Umstand an dem Ergebnis viel Abbruch tut, da die Industrialisierung im Jahre 1920 zwar weiterschritt, in der darauf folgenden Krisis aber ein Rückfall festzustellen war. Die Tabelle dürfte daher von diesem Gesichtspunkte aus betrachtet auch die Verhältnisse vom Jahre 1925 noch ziemlich genau klarlegen.

In Tabelle 11 finden wir eine übersichtliche Zusammenstellung des zu Ende 1920 vorhandenen Effektenmaterials. Beim Vergleich dieser Zahlen mit den oben errechneten stellt sich heraus, dass für die meisten Industrien die in Effekten laufenden Beträge weit unter dem in diesen Zweigen angelegten Gesamtkapital liegen; nur bei der Margarine- und Zucker-Industrie übersteigt das Effektenmaterial das total angelegte Kapital, sodass — unter der Annahme dass dieser Betrag schon für 100 % durch Effekten aufgebracht wurde — noch immer ein Teil des Effekten-Ertrages benutzt wurde, um Beteiligungen im Ausland zu erwerben.

1 = 1 Million Fl.

| | An Effekten vorhanden | Total inve- stiertes Kapital | Mindestbetrag der Beteili- gungen im Ausland |
|-------------------------------|--------------------------|------------------------------------|---|
| Margarine Industrie | Fl. 293,7 | Fl. 188,2 | Fl. 105,5 |
| Zucker Industrie | „ 47,4 | „ 37,1 | „ 10,3 |

Sehr übersichtlich lässt sich die wirtschaftliche Bedeutung des industriellen Effektenmaterials in Bezug auf die in der Industrie angelegten Gesamtkapitalien ausdrücken, wenn wir den prozentuellen Anteil hierin errechnen.

| Industriezweig | In der Industrie investiertes Gesamtkapital | Industr. Effektenmaterial in % des gesamten Industrie-Kapitals |
|---|---|--|
| Margarine-, Oele-, Fette- und Seifen Industrie | Fl. 188,2 Mill. | 100 % |
| Zucker-Industrie | „ 37,1 „ | 100 % |
| Ind. übriger Nahrungsmittel, Kakao-Ind., Bierbrauerein | „ 348,2 „ | 13,4 % |
| Tabak-Industrie | „ 44,8 „ | 36,1 % |
| Eisen-Industrie | „ 200,4 „ | 34,6 % |
| Schiffbau | „ 109,9 „ | 85,1 % |
| Elektrotechn., Metall- und Holzbearbeitungs Ind. | „ 310,7 „ | 16,4 % |
| Chemische Industrie. | „ 151,3 „ | 31,7 % |
| Textil Industrie | „ 268,1 „ | 14,4 % |
| Verschiedene Industrien | „ 561,0 „ | 6,8 % |
| Unberücksichtigte Industrien (Diamant, Keramik, Eis-Industrie usw.) | „ 130,0 „ | 3,1 % |
| <i>Insgesamt</i> | Fl. 2.349,7 Mill. | 26,3 % = Fl. 618,3 Mill. |

Durch diese Prozentsätze sind zugleich die Arbeitsmöglichkeiten zum Ausdruck gebracht, welche die börsengängigen Industripapiere in Bezug auf die ganze Branche schaffen. Diese Arbeitsmöglichkeiten lassen sich aber auch noch in anderer Weise errechnen, indem wir die Zahlen der in den verschiedenen Unternehmungen, die sich für ihre Kapitalbeschaffung an den öffentlichen Markt gewandt haben, arbeitenden Typenarbeiter addieren. Eine Schwierigkeit macht sich jedoch hierbei geltend, indem die Zahl der Typenarbeiter, denen durch administrative Gesellschaften indirekt Arbeitsmöglichkeiten gegeben wurden, nicht zu erfassen ist. Für die *Produktionsunternehmungen* sind wir durch

das ausserordentliche Entgegenkommen der Rijkverzekeringsbank in der Lage die Angaben zu bringen. Für das Jahr 1919 finden wir:

| Industriezweig | Typenarbeiterzahl in der ganzen Branche | Typenarbeiterzahl der publ. N. V. | %-Satz der in publ. N.V.'s beschäft. Typenarbeiter |
|---|---|-----------------------------------|--|
| Margarine-, Oele-, Fette- und Seifen-Industrie | 11.474 | 5.532 | 48,2 % |
| Zucker-Industrie | 5.374 | 1.893 | 35,3 % |
| Ind. übriger Nahrungsmittel, Kakao-Ind., Bierbrauereien | 49.779 | 5.106 | 10,3 % |
| Tabak-Industrie | 6.708 | 1.188 | 17,6 % |
| Eisen-Industrie | 49.007 | 10.163 | 23,9 % |
| Schiffbau-Industrie | 26.733 | 8.555 | 32,0 % |
| Elektrotechn., Metall- und Holzbearbeitungs Industrie | 40.433 | 8.052 | 19,9 % |
| Chemische Industrie | 22.913 | 5.648 | 24,6 % |
| Textil-Industrie | 59.296 | 3.686 | 6,2 % |
| Verschiedene Industrien. | 82.782 | 4.327 | 5,2 % |

Für die Jahre vor 1919 finden wir diese Angaben, ab 1910, niedergelegt in den Tabellen 22 a/k und 18. Ein Vergleich der Prozentsätze mit denen der unmittelbar vorangegangenen Tabelle zeigt, dass die ersteren wesentlich niedriger sind und meistens etwa nur die Hälfte betragen. Dieser Umstand erklärt sich zunächst aus der Aussonderung der administrativen Gesellschaften, ferner auch dadurch, dass sie die Typenarbeiterzahl, die in den Tochtergesellschaften arbeiten, nicht berücksichtigen. Eine dritte Lücke entstand noch dadurch, dass wir im Zusammenhang mit unseren fernerer Berechnungen noch einige Unternehmungen, die keine Bilanzen veröffentlichen, wegfällen lassen mussten (s. hierfür Tabelle 35), doch entstanden wesentliche Abweichungen hierdurch gerade nicht. Die Tabelle wie auch die vorhergehende ist deshalb als Annäherungsversuch zu bewerten, und zur Ermittlung der tatsächlichen Verhältnisse sind am zweckmässigsten wohl beide Tabellen zu berücksichtigen.

Die Bedeutung des industriellen Effektenmaterials an der Börse ist ebenfalls sehr schwierig festzustellen. Man kann sie an-

nähernd wiedergeben durch einen Vergleich der industriellen Emissionen mit dem Gesamtemissionsbetrag. Dieses Bild ist aus Tabelle 3 zu entnehmen, doch ist dabei zu bedenken, dass bei den hier unter „Industrie“ angeführten Emissionen nicht die engere Auswahl getroffen ist, die wir in der ferneren Arbeit durchgeführt haben. Es ist deshalb richtiger, den Gesamtemissionsbetrag mit den Angaben von Tabelle 9 zu vergleichen. Seit 1916 entwickelte sich folgendes Bild:

1 = 1 Million Fl.

| | Gesamtprivat- emissionen | Gesamtemissio- nen v. Staats- & Kommunal Anl. | Gesamt- industrie- Emission. | Ind. Emissionen in % der Privat- Emissionen |
|------|-----------------------------|---|------------------------------------|---|
| 1916 | Fl. 206,8 | Fl. 260,2 | Fl. 38,2 | 18,5 % |
| 1917 | „ 250,0 | „ 223,5 | „ 53,7 | 21,5 % |
| 1918 | „ 295,9 | „ 563,2 | „ 43,0 | 14,6 % |
| 1919 | „ 525,1 | „ 656,4 | „ 219,1 | 41,7 % |
| 1920 | „ 609,8 | „ 564,8 | „ 138,7 | 22,7 % |
| 1921 | „ 217,6 | „ 291,4 | 62,0 | 28,5 % |
| 1922 | „ 133,6 | „ 303,2 | „ 58,7 | 43,9 % |
| 1923 | „ 43,5 | „ 209,7 | „ 0,8 | 1,8 % |
| 1924 | „ 134,6 | „ 268,7 | „ 8,1 | 6,0 % |
| 1925 | „ 201,1 | „ 97,0 | „ 22,0 | 10,9 % |
| 1926 | „ 293,7 | „ 166,2 | „ 35,0 | 11,9 % |

Ebenso könnte man die Bedeutung des industriellen Effektenmaterials erfassen durch einen zahlenmässigen Vergleich mit dem Gesamteffektenmaterial. Da für Letzteres jedoch die Zahlen fehlen, wird der Vergleich praktisch unmöglich. Einen Einblick in dieses Verhältnis kann man jedoch wohl gewinnen durch den in § 13 angeführten Kunstgriff, indem man die Zahl der unter „heimische Industriepapiere“ notierten Effektsorten feststellt und sie mit der Gesamtzahl der notierten Effekten vergleicht:

| | Totalanzahl Notierungen | Heimische Indu- striepapiere | %-Satz |
|------|----------------------------|---------------------------------|--------|
| 1907 | 1384 | 73 | 5,3 % |
| 1913 | 1644 | 110 | 6,7 % |
| 1919 | 2171 | 214 | 9,9 % |
| 1925 | 2643 | 346 | 13,1 % |

Zu diesen Zahlen wäre wieder dasselbe wie oben zu bemerken, dass nämlich unter „heimische Industriepapiere“ nicht die engere Auswahl getroffen ist. Der Prozentsatz selber würde sich aber noch günstiger gestalten, wenn wir ihn nicht in Bezug auf die Totalzahl der Notierungen errechnet hätten, sondern nur in Bezug auf die Zahl der notierten *privaten* Effekten. Auch ist den Zahlen deswegen keine allzugrosse Bedeutung beizulegen, weil sie keinen Ueberblick über die Börsenumsätze gewähren. Wie wir im letzten Abschnitt von § 8 auseinandergesetzt haben, sind aber gerade die Börsenaufträge ein sehr wichtiger Beurteilungsfaktor für die Bedeutung an der Börse. Hierüber stehen keine offiziellen Zahlenangaben zur Verfügung, und sind wir auf einige persönliche Mitteilungen der einzelnen Börsenmitglieder angewiesen.

In einer Weise werden wir noch eine Berechnung anführen, welche sowohl vom privatwirtschaftlichen als volkswirtschaftlichen Standpunkt aus von Bedeutung ist, nämlich die Errechnung des Ertrages, bzw. der Rentabilität desjenigen Teiles des Industriekapitals, der vermittelt börsengängigen Effekten aufgebracht wurde. Als Unterlage benutzen wir hierzu die Bilanzen der industriellen publ. N.V.'s, zu deren Veröffentlichung sich die Unternehmungen laut dem Aufnahmereglement für Effekten verpflichten mussten. Die Summe der in den verschiedenen Unternehmungen operierenden Kapitalien entspricht somit ungefähr dem Betrag des vorhandenen industriellen Effektenmaterials. Für die ganze Industrie zusammengestellt ergibt sich folgendes Bild:

| Jahreszahl | Zahl der berücksichtigten Unternehmungen | Gesamtoptierendes Kapital derselben | Ertrag | Rentabilität in % |
|------------|--|-------------------------------------|----------------|-------------------|
| 1910 | 26 | Fl. 83,3 Mill. | Fl. 11,6 Mill. | 14,1 % |
| 1911 | 32 | „ 95,4 „ | „ 14,5 „ | 15,2 % |
| 1912 | 38 | „ 110,7 „ | „ 18,2 „ | 16,4 % |
| 1913 | 42 | „ 155,8 „ | „ 19,5 „ | 12,5 % |
| 1914 | 49 | „ 177,3 „ | „ 24,0 „ | 13,5 % |
| 1915 | 53 | „ 190,4 „ | „ 37,5 „ | 19,3 % |
| 1916 | 60 | „ 274,6 „ | „ 49,3 „ | 17,9 % |
| 1917 | 71 | „ 302,3 „ | „ 65,1 „ | 21,5 % |
| 1918 | 94 | „ 465,9 „ | „ 69,8 „ | 14,9 % |
| 1919 | 111 | „ 606,9 „ | „ 84,8 „ | 14,0 % |
| 1920 | 134 | „ 842,0 „ | „ 109,5 „ | 13,0 % |
| 1921 | 141 | „ 936,0 „ | „ 8,6 „ | 0,9 % |
| 1922 | 137 | „ 924,5 „ | „ 34,6 „ | 3,7 % |
| 1923 | 128 | „ 895,0 „ | „ -0,7 „ | -0,1 % |
| 1924 | 125 | „ 801,4 „ | „ 40,7 „ | 5,7 % |

In dem Verlauf der Rentabilität spiegeln sich die allgemeinen Konjunkturschwankungen wieder. Auch hier würde es nicht uninteressant sein, diese Rentabilität mit der anderer Effektsorten zu vergleichen. Wie der „Telegraaf“ in seinen monatlichen Effektenübersichten der letzten Jahre zeigt, hebt sich das Rendement der industriellen Effekten von dem der anderen Sorten sehr günstig ab.

NEUNTES KAPITEL

DER FINANZIELLE AUFBAU DER INDUSTRIELLEN „PUBL.“ N.V.

§ 22. *Untersuchung des finanziellen Aufbaus der industriellen publ. N. V.*

Im VII-Kapitel brachten wir eine Darstellung des Effektmaterials, das seitens der Industrie an die Börse gebracht wurde unabhängig von den Verhältnissen, die hierdurch in den einzelnen Unternehmungen entstanden. Zur Beurteilung des inneren Wertes dieser Effekten werden wir aber wieder zu den Unternehmungen zurückgehen und untersuchen müssen, wie sich die Verhältnisse dort selbst gestalten. Zu diesen Untersuchungen werden daher die Bilanzen der einzelnen Gesellschaften die Unterlage bilden. Obwohl die Veröffentlichungsverpflichtungen nach dem holländischen Gesetz nicht sehr weitgehend sind, müssen die Gesellschaften, die für ihre Effekten die Börsennotiz erhalten wollen, sich nach § 5 ad 4 des Effektaufnahmereglements des V. v. d. E. schriftlich verpflichten, die Bilanz sowie Gewinn- und Verlustrechnung jährlich in Amsterdam zur Einsicht aufzulegen. Nur sind manchmal von älteren Unternehmungen keine Bilanzen erhältlich, da diese strengeren Bestimmungen erst in die Neubearbeitung des Aufnahmereglements im Jahre 1920 aufgenommen wurden. Vorher wurden die Unternehmungen, besonders wenn sie ausschliesslich Obligationen an den Markt brachten, zu dieser Veröffentlichung nicht verpflichtet. Ein Verzeichnis der publ. N.V.'s, die keine Bilanzen veröffentlichen, enthält Tabelle 35.

Neben der Frage inwieweit die Bilanzen erhältlich sind, ergibt sich noch die Schwierigkeit, dass sie auch dort, wo der beste Wille vorlag, nie ein vollkommen exaktes Bild der tatsächlichen Verhältnisse der Unternehmungen geben können. Deshalb sind sie nie absolut zu bewerten sondern immer unter Berücksichtigung der vorangegangenen Jahre, um nur die Entwicklungstendenz aus

ihnen zu lesen. Wir haben den Angaben jedoch insoweit einen stabileren Charakter verliehen, als wir, wie im Nachfolgenden eingehend erörtert, die Bilanzen der verschiedenen Unternehmungen derselben Branche zusammengefasst und daraus Mittelwerte gezogen haben. Hierbei macht sich aber noch die Schwierigkeit geltend, dass manchmal die verschiedenartigsten Posten in den Bilanzen erschienen. Diese Schwierigkeit haben wir zu umgehen versucht, indem wir die Bilanzen nach dem folgenden Schema uniformierten:

| | |
|---------------------------|---|
| Investierungen | Stammaktien-Kapital |
| Beteiligungen | Vorzugsaktien-Kapital |
| Vorräte und Halbfabrikate | Statutarische Reserven |
| Liquide Mittel. | Fremde Mittel |
| Debitoren | Vorschüsse auf Aufträge in Bearbeitung |
| | Bank-Kredit |
| | Bestimmungs- u. Verpflichtungsreserven |
| | Kreditoren |
| | Ausgeschütteter Gewinn |
| | Kapitalverluste |
| | Zins für fremde Mittel. |

Die einzelnen Bilanzposten haben wir stets auf eine dieser Gruppen verteilt. Bilanzen, welche nicht am 31. Dezember aufgestellt waren, haben wir zum nächstliegenden Jahresschluss gerechnet.

Die Untersuchungen wurden für eine Reihe von Jahren (1910—1924) vorgenommen, damit die Entwicklungstendenz zum Ausdruck kommt. Unser Ziel war hierbei, für die verschiedenen Industriebranchen ein Schema zu ermitteln. Zu diesem Zwecke haben wir die einzelnen Bilanzposten der verschiedenen Unternehmungen desselben Zweiges zusammengefasst, wodurch wir nebenher den bereits erwähnten Vorteil erreichten, dass die Zahlen den tatsächlichen Verhältnissen mehr entsprechen als es bei den Bilanzen einzeln der Fall ist.

Die Hauptschwierigkeit lag aber darin, dass im Jahre 1910 erst einige Unternehmungen an den öffentlichen Markt herangetreten waren und deshalb im Bereiche der Untersuchung lagen, während in den anschliessenden Jahren 1918/19 diese Zahl fortwährend zunahm. Die genaueste Methode wäre nun gewesen, wenn wir unsere Untersuchung ausschliesslich auf die wenigen in 1910 an der Börse vorhandenen Unternehmungen beschränkt und deren Entwicklung verfolgt hätten. Hierdurch hätte aber zunächst der Umfang der Untersuchung kein Bild der Inanspruchnahme des öffentlichen Marktes durch die industriellen Unternehmungen gegeben. Zweitens würden hierdurch die Zahlen auch nicht für den ganzen Industriezweig zugetroffen haben, weil nicht die Entwicklung berücksichtigt worden wäre, welche durch das Herantreten von neuen und anders finanzierten Unternehmungen an den öffentlichen Markt hervorgerufen wurde. Wir haben deshalb nach Mitteln gesucht, um unsere Untersuchung über den finanziellen Aufbau der publ. N.V. stets über sämtliche an der Börse vertretenen Gesellschaften zu erstrecken, sodass die Zahl der einbezogenen Unternehmungen tatsächlich stets variiert. Die Untersuchung nähert sich hierbei dem Umfang, in dem die Unternehmungen an den Kapitalmarkt herantraten, und die Ergebnisse bilden die tatsächlichen Mittelwerte für die ganze untersuchte Industriebranche und nicht nur für einige auserwählte Gesellschaften.

Das Mittel zur Erreichung dieses Zieles fanden wir in einer relativen anstatt absoluten Verwertung der Bilanzangaben. Als *Bezugsgrösse* verwendeten wir die Summe aller „Mittel“, welche durch die Geldgeber zwecks Durchführung des Betriebes verliehen wurden: Stamm- und Vorzugsaktien-Kapital, statutarische Reserve und fremde Mittel, die wir unter der Bezeichnung „operierendes Kapital“ ¹⁾ zusammenfassten. Wir haben hier die eingezahlten Nominalbeträge verarbeitet, die aber im grossen und ganzen mit den tatsächlich geleisteten Beträgen übereinstimmen, da die Vorzugsaktien und Obligationsanleihen gewöhnlich ungefähr à pari emittiert werden und das Agio der Stammaktien

¹⁾ Die Bezeichnung „operierendes Kapital“ wurde hier gewählt mit Rücksicht auf die holländischen Leser, denen sie geläufig ist. Dem deutschen Leser wird wahrscheinlich der Ausdruck „Unternehmens-Kapital“ oder „werbendes Kapital“ geläufiger sein.

hauptsächlich durch die mitberücksichtigten statutarischen Reserven bedingt wird.

Wir erreichten hierdurch, dass jede Unternehmung ein abgeschlossenes Ganzes bildet, das nach Belieben seinen Teil für die Untersuchung beitragen konnte. Hierdurch wurde es uns ermöglicht, den Umfang der industriellen Kapitalbeschaffung in unserer Untersuchung wiederzuspiegeln und die Entwicklung nicht nur einzelner Unternehmungen, sondern des ganzen Industriezweiges ebenfalls unter Berücksichtigung der neu hinzugetretenen Betriebe darzustellen. Die Zusammenfassung wurde nach 10 Industriezweigen vorgenommen, wobei wir leider auch einige nicht ganz zusammenpassende Industrien in eine Gruppe unterbringen mussten. Es sind im einzelnen die:

Margarine-, Oele-, Fette- und Seifen-Industrie
Zucker-Industrie
Industrie der übrigen Nahrungsmittel und Bierbrauereien
Tabak-Industrie
Eisen-Industrie
Schiffbau
Elektrotechnische-, Metall- und Holzbearbeitungs-Industrie
Chemische Industrie
Textil Industrie
Verschiedene Industrien (Bau-, Papier- und Leder-Industrie).

Den *Umfang*, in dem die Untersuchung tatsächlich vorgenommen wurde, haben wir in der ersten Rubrik der Tabellen 22 a/k angegeben. Hier finden wir zunächst die Anzahl Unternehmungen, die in die Untersuchung einbegriffen wurden. Den Leser, der diese Unternehmungen mit Namen kennen möchte, verweisen wir auf Tabelle 35. Der Umfang wird andererseits auch bestimmt durch das gesamte „operierende Kapital“, welches in diesen Unternehmungen gemeinsam arbeitet. Hierbei entsteht jedoch die Frage, inwieweit dieses Kapital in den eigenen Unternehmungen arbeitet oder durch Tochtergesellschaften beansprucht wird. Deshalb finden wir in der genannten Rubrik unter der Angabe des „operierenden Kapitals“ aufgeführt, wieviel Prozent desselben auf Beteiligungen entfallen, wobei auch die Vorschüsse an Tochtergesellschaften mit einbegriffen sind.

Ein Bild über den wirtschaftlichen Umfang der eigenen Betriebe-

be wird ferner durch die Zahl der in ihnen beschäftigten Typenarbeiter gewonnen. Diese Bedeutung tritt besonders hervor durch einen Vergleich mit der in der ganzen Branche beschäftigten Typenarbeiterzahl, welche wir ebenfalls in der genannten Rubrik der Tabellen 22 a/k aufgeführt haben.

Für die durchschnittliche Konzentration, welche in diesen Unternehmungen auftritt, und für welche die Angaben deshalb auch besonders zutreffen, verweisen wir auf die Tabellen 19—21, von denen Tabelle 19 die durchschnittliche technische Konzentration, Tabelle 20 die durchschnittliche Kapitalkonzentration und Tabelle 21 die durchschnittliche Kapitalkonzentration in den eigenen Betrieben der untersuchten Unternehmungen aufweisen.

Bei dem vollständigen Mangel an Vorarbeiten auf diesem Gebiet erforderte die Untersuchung monatelange, sorgfältigste Arbeit, stellt aber nur eine erste Einführung in das vorläufig noch unbegrenzte Gebiet dar. Die Ergebnisse sind ausser in den Tabellen 22 a/k auch in den Tabelle 23—34 niedergelegt. Ausser der Gewährung von Aufschlüssen über verschiedene Industriebranchen ermöglichen sie auch eine Kritik der einzelnen Bilanzen in Bezug auf den durchschnittlichen Bilanzbau. Man kann hierbei von der Anzahl der Typenarbeiter ausgehen, die in den Unternehmungen arbeiten, und nach der im § 25 näher umschriebenen Weise (s. Tabelle 32) das für die Unternehmung benötigte operierende Kapital errechnen, oder direkt hiervon ausgehen und das Finanzierungsschema für die betreffenden Unternehmungen aufstellen, an dem man die Kritik vornimmt. Die Kritik kann auch in der Weise erfolgen, dass man die Posten der zu beurteilenden Bilanz in Prozenten des operierenden Kapitals ausrechnet und an Hand der im nachstehenden Paragraphen folgenden Erörterung die Kritik direkt vornimmt.

Wenn man die Untersuchung nach dem finanziellen Aufbau der einzelnen Industriezweige noch genauer vornehmen wollte, so wäre es empfehlenswert, sich auf eine einzelne Branche zu beschränken. Die ihr angehörenden Unternehmungen wären dann von vornherein nach den hier gebrachten Angaben zu zerlegen und die Gruppen jede einzeln weiter zu verfolgen. Besonders müssten Produktionsgesellschaften, Holding Companies und rein administrative Gesellschaften getrennt behandelt werden.

§ 23. *Zusammensetzung des Kapitals und dessen Rentabilität*

Wie an anderer Stelle bereits erörtert, haben wir unter „operierendes Kapital“ alle Mittel zusammengefasst, die durch die Geldgeber verliehen werden mit der Absicht sich am Unternehmen selber zu interessieren. Es stellt somit die Summe der eigenen und fremden Mittel dar, demzufolge wir hierzu im einzelnen Stamm- und Vorzugsaktien-Kapital, statutarische Reserve und Obligationsanleihen rechneten. Wenn wir die in den Tabellen 22 a/k aufgeführten Kapitalien, die in den einzelnen Industriezweigen von Jahr zu Jahr arbeiten, betrachten, so fällt vor allem ihre überaus grosse Zunahme, besonders in den Jahren 1918/21 auf. Diese Beträge beziehen sich jedoch jeweilig auf eine zunehmende Anzahl Unternehmungen, sodass hierdurch zunächst über die durchschnittliche Kapitalkonzentration in den einzelnen Gesellschaften noch wenig ausgesagt wird. Wenn wir aber beide Zahlen miteinander dividieren, wie in Tabelle 20 errechnet, zeigt sich auch ein Anwachsen der durchschnittlichen Kapitalkonzentration in allen Industriezweigen. Dieser erhöhten Kapitalkonzentration läuft zunächst eine Zunahme der Beteiligungen parallel, welche erst in den Krisisjahren 1920/21 wieder zu einem Stillstand und Rücklauf gebracht wurde, was aber neben einem Zurücktreten von einmal erworbenen Interessen auf eine vorsichtigere Schätzung zurückzuführen ist. Ziehen wir die Beteiligungen vom „operierenden Kapital“ ab und errechnen die durchschnittliche Kapitalkonzentration in den Eigenbetrieben der Gesellschaften, so nehmen wir auch hierin eine Zunahme wahr, wenn sie auch nicht so stark wie die vorher erwähnte Kapitalkonzentration der Eigenbetriebe und Tochtergesellschaften gemeinsam ist. Dies weist bereits auf eine Zunahme der technischen Konzentration der an den öffentlichen Markt herangetretenen Gesellschaften hin.

In welcher Weise das operierende Kapital zusammengesetzt ist, finden wir jeweils in der zweiten Rubrik der Tabellen 22 a/k angegeben. Diese zeigen während der günstigen Kriegskonjunktur eine Aenderung in der Zusammensetzung zu Gunsten des Vorzugsaktien-Kapitals, die hauptsächlich auf Kosten des Stammaktien-Kapitals erfolgte, während in der anschliessenden Krisis 1920/21 sich eine relative Zunahme der fremden Mittel bemerkbar machte.

Besonders wichtig ist es festzustellen, in welchem Masse die fremden Mittel und das Vorzugsaktien-Kapital durch das mit den Betrieben verbundene Risiko getroffen werden. Zu diesem Zweck errechneten wir die Tabellen 23 und 24. In Tabelle 23 sind die fremden Mittel in Prozenten der eigenen Mittel ausgedrückt und in Tabelle 24 das Vorzugsaktien-Kapital in Prozenten des Stammaktien-Kapitals. Im Zusammenhang mit der Bewegung in der Zusammensetzung des Kapitals sehen wir während der Kriegsjahre eine Zunahme der fremden Mittel in Prozenten der eigenen Mittel und infolgedessen auch eine Zunahme der auf sie entfallenden Risiken. Relativ die meisten fremden Mittel trifft man bei der Margarine- und Zucker-Industrie sowie beim Schiffbau, doch bleiben sie auch hier noch durchweg unter 36 % der eigenen Mittel. Bei der Betrachtung des Vorzugsaktien-Kapitals in Prozenten des Stammaktien-Kapitals fallen wieder die Zahlen der Margarine-Industrie auf, bei der das Vorzugsaktien-Kapital durchschnittlich $1\frac{1}{2}$ mal so gross ist wie das Stammaktien-Kapital. Bei unserer Besprechung der einzelnen Industriezweige kommen wir hierauf nochmals zurück.

Den Umfang der statutarischen Reserven (nach der Zuschreibung aus dem Gewinn) finden wir ebenfalls in der zweiten Rubrik der Tabellen 22 a/k in Prozenten des operierenden Kapitals angegeben. Während der Kriegskonjunktur war offenbar eine zunehmende Tendenz zur Reservebildung vorhanden, während die Verluste in der anschliessenden Krise 1920/21 zu einer Verminderung der vorhandenen Reserven führten. Eine gesetzliche Verpflichtung über die Höhe der Reservebildung besteht in Holland nicht, und die Unternehmungen sind an diese nur durch statutarische Bestimmungen gebunden. Um festzustellen, inwiefern die statutarischen Reserven die eigenen Mittel gegen Betriebsverluste sichern, haben wir in Tabelle 25 die statutarischen Reserven nochmals in Prozenten der eigenen Mittel ausgedrückt.

Verfolgen wir noch einmal, wie das Kapital aufgebracht wurde, so sehen wir, dass die Börse nicht immer im gleichen Verhältnis an den verschiedenen Kapitalsorten interessiert war. Wir haben in der letzten Rubrik der Tabellen 22a/k unter den absoluten Grössen der Stammaktien-, Vorzugsaktien-Kapitals und Obligationsan-

leihen angegeben, welcher Prozentsatz hiervon an der Börse notiert wurde. Diese Angaben bedürfen keiner weiteren Erläuterung. Bei den Stammaktien fügten wir noch für den notierten Teil die ausgeschütteten Dividenden und Kurse hinzu. Bei dem Vorzugsaktienkapital haben wir nicht die mittleren Dividenden und den Durchschnittskurs angeführt, weil Tabelle 14 bereits die Dividenden sämtlicher Vorzugsaktien bringt und die Kurse derselben das Konjunkturbild doch unmittelbar wiedergeben. Bei den fremden Mitteln finden wir die Verzinsung dagegen wohl angegeben. Viele Unternehmungen führten die geschuldeten Obligationen-Zinsen einzeln in der Gewinn- und Verlustrechnung auf; vielfach aber wurden diese Zinsen auch mit anderen, z.B. Bankzinsen, zusammengezogen oder auch unter „Unkosten“ aufgeführt. In den beiden letzten Fällen haben wir deshalb diese Posten nach dem üblichen Zinssatz selbst errechnen müssen, und auf diesen Umstand ist bei dem unter „Verzinsung fremder Mittel“ angeführten Betrag Rücksicht zu nehmen.

Ausser dem operierenden Kapital gibt es für die Unternehmung noch Mittel, die wohl manchmal einen langfristigen aber keinen bleibenden Charakter tragen. Wenn auch diese Mittel meist ein werbendes Element darstellen, so haben wir sie doch nicht in das „operierende Kapital“ einbegriffen gerade wegen ihres Mangels an einem bleibenden Charakter, welcher auch wieder von den auf Obligationsanleihen ruhenden Tilgungsverpflichtungen abweicht. Wir finden über die verschiedenen Posten, die zu diesen Mitteln gerechnet werden müssen, in der dritten Rubrik der Tabellen 22 a/k Angaben in Prozenten des operierenden Kapitals. An erster Stelle nennen wir die Kapitalvorschüsse, welche in der Margarine-Industrie vorkommen. Der wichtigste ist der Kapitalvorschuss von Fl. 10,0 Mill., den die van den Bergh's Fabriken an die „Hollandsche Vereeniging tot Exploitatie van Margarinefabrieken“ im Jahre 1921 gewährt haben. Ferner kommen Vorschüsse auf „Aufträge in Bearbeitung“ besonders bei Industrien vor, die kapitalintensive Aufträge ausführen, z.B. bei der Grosseisen-Industrie und dem Schiffbau, aber auch bei der chemischen Industrie und bei der Gruppe „Verschiedene Industrien.“ Ferner rechnen wir hierzu auch den Bankkredit. Bei vielen Unternehmungen besteht jedoch eine bestimmte Zurückhaltung in Bezug auf die Angaben

über den Letzteren, weshalb er oft gern mit anderen Posten zusammengezogen wird. Die hier angeführten Beträge sind deshalb nicht vollständig, aus welchem Grunde wir vermeiden werden, hierauf näher einzugehen. Als letztes der verschiedenen Betriebsmittel, die keinen dauernden Charakter tragen, erwähnen wir die Reserven für bestimmte Zwecke. Hierunter sind sämtliche Konten zusammengezogen, die eine Reserve darstellten, wie z.B. Rentenkassen, Dividenden-Reserve, unausgeschütteter Gewinn, usw. Die Verschiedenartigkeit dieser Konten zeigt, wie durch die holländischen Industriellen stets neue Möglichkeiten zur weiteren Reservebildung über die statutarisch umschriebene Höhe hinaus erdacht wurden, wobei keine steuerrechtlichen Vorschriften sie in ihrer Freiheit hemmten. Die Höhe der Reserven für bestimmte Zwecke spiegelt somit den allgemeinen Konjunkturverlauf ziemlich deutlich wieder. In den Jahren 1915/19 bemerken wir eine starke Zunahme dieser Beträge, woraus die Absicht hervorgeht, dass die Industrie von den günstigen Jahren Gebrauch machen wollte, um ihre finanzielle Lage zu verstärken und nach aussen hin in einer schöneren Bilanz zum Ausdruck zu bringen. Die Krisisjahre brachten aber bald wieder einen Rückgang.

Die erste Frage seitens der Geldgeber der Industrie gegenüber ist die nach der Rentabilität des ihr anvertrauten Kapitals. Da sie sich besonders für die finanziellen Leistungen ihnen gegenüber interessieren, haben wir der Rentabilität die Summe der jährlichen Kapitalausschüttungen an die Kapitalgeber incl. der Beträge, auf die sie ein Anspruchsrecht haben, sowie Tantiemen zugrunde gelegt, und wir verstehen daher unter Rentabilität den Prozentsatz dieses Ertrages vom operierenden Kapital. Die Rentabilität ist für jeden der 10 behandelten Industriezweige in der vierten Rubrik der Tabellen 22 a/k angegeben. Im einzelnen wurde diese Rentabilität zusammengesetzt aus den Dividenden und Tantiemen, die evtl. um die stattgehabten Kapitalverluste zu vermindern sind, sowie aus der Ausschüttung auf fremde Mittel. Unter den ausgeschütteten Dividenden wurden die Dividenden auf Aktien und Vorzugsaktien, sowie die Tantiemen und die Beträge der Dividenden-und-Tantième-Steuer angegeben. Diese Angaben wurden aus der Gewinnverteilung entnommen. Bei einigen Unternehmungen jedoch, die hierüber keinen Aufschluss ge-

währten, musste statt dessen der Nettogewinn eingesetzt werden. Da aber die Gewinnverteilung der meisten Unternehmungen bekannt war, ist die hierbei vorhandene Abweichung nur geringfügig. Die Kapitalverluste haben wir an Hand von Tabelle 15 einer sehr sorgfältigen Kontrolle unterworfen und die nötigen Verbesserungen jeweils angebracht. Verluste, welche nicht durch Kapitalabschreibungen oder durch Liquidation, bei der ebenfalls das Kapital als verloren betrachtet werden konnte, in Erscheinung traten, haben wir hierunter nicht berücksichtigt, und zwar weil diese sich schon durch die schwächere finanzielle Stellung des Industriezweiges bemerkbar machten.

Sehr interessant wäre eine weitere Zerlegung der unter ausgeschütteten Dividenden und Tantiemen angegebenen Beträge, welche von besonderer Bedeutung für eine noch exaktere Feststellung der Entlohnung des Kapitals wäre. Besonders der Posten „Tantiemen“ umfasst teilweise noch Beträge für Entlohnung der Arbeit und des Unternehmergeistes. Die Ermittlung dieser genauen Gewinnverteilung war jedoch, wie oben schon erwähnt, bei einer Reihe von Unternehmungen, deren Aktien keine Börsennotiz besitzen, nicht möglich.

Insofern die verschiedenen Effekten in der Börsennotiz aufgenommen wurden, ist die Weise, in welcher der Ertrag jeweils durch Aktien, Vorzugsaktien und Obligationen in Anspruch genommen wurde, für die Stellung dieser verschiedenen Effektsorten an der Börse bedeutend und so weit auch erhältlich. Hierzu kann man vergleichen: durchschnittliche Dividende auf die notierten Aktien der Tabellen 22 a/k mit Dividenden auf Vorzugsaktien der Tabelle 14 und die Verzinsung der fremden Mittel wieder aus den Tabellen 22. (Letztere unter dem erwähnten Vorbehalt¹⁾). Diese verschiedenen Beträge kann man ferner wieder mit der Rentabilität vergleichen.

Einen Einblick in die innere Dividenden-Politik der Industriezweige gewährt ein Vergleich zwischen dem Netto- und dem ausgeschütteten Gewinn. Wie in § 8 ausführlich dargestellt, gibt diese den verschiedenen Effektsorten teilweise ihr Gepräge und hat daher weitgehende wirtschaftliche Folgen. Wir haben uns bei die-

¹⁾ s. S. 138 oben.

sem Vergleich auf die Margarine-Industrie beschränkt, da in dieser bereits die Hälfte der Börseninteressen an der Industrie untergebracht sind. Der Vergleich ist in der Weise durchgeführt, dass der Nettogewinn neben dem ausgeschütteten Gewinn in Prozenten des operierenden Kapitals ausgedrückt wurde. Für die Jahre 1910/24 ergab sich folgendes Bild:

in % des operierenden Kapitals.

| | 1910 | 1911 | 1912 | 1913 | 1914 | 1915 | 1916 | 1917 |
|-------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Netto-Gewinn . . | 11,6 | 9,8 | 12,7 | 10,1 | 16,4 | 18,6 | 18,2 | 18,8 |
| Ausgeschütt. Gew. | 9,7 | 8,7 | 11,0 | 9,1 | 9,5 | 12,7 | 11,4 | 13,0 |

| | 1918 | 1919 | 1920 | 1921 | 1922 | 1923 | 1924 |
|-----------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| Netto-Gewinn | 15,0 | 10,9 | 9,6 | 4,5 | 5,5 | 5,5 | 4,6 |
| Ausgeschütt. Gew. . . | 9,7 | 8,8 | 7,3 | 3,3 | 3,6 | 4,2 | 2,6 |

§ 24. Der Bilanz-Aufbau

Neben dem Verhältnis, in dem das operierende Kapital sich zusammensetzt, ist auch der Aufbau der Industrie-Bilanzen für die Bestimmung des inneren Wertes des industriellen Effektenmaterials von Bedeutung. Wir haben deshalb unsere Untersuchung gleichfalls auf die anderen Bilanzposten erstreckt. Hierbei machte sich jedoch die Schwierigkeit geltend, dass einige Bilanzposten, wie z.B. Investierung und Vorräte, unmittelbar mit der Produktionstätigkeit, andere dagegen, wie z.B. Debitoren und Kreditoren, mit der Handelstätigkeit der Gesellschaft zusammenhängen und deshalb auch aus Verpflichtungen, wie z.B. Ein- und Verkäufen, die zu Gunsten von Tochtergesellschaften stattfanden, entstanden sein können. Wir mussten aus diesem Grunde eine Trennung der einzelnen Bilanzgrößen vornehmen in: Investierung, Vorräte und Halbfabrikate einerseits, und in liquide Mittel, Debitoren und Kreditoren andererseits.

Der Unterschied zwischen beiden Gruppen liegt darin, dass sie

zur richtigen Beurteilung in verschiedenen Bezugsgrößen ausgedrückt werden müssen. Für das Arbeitsfeld von industriellen Betrieben kann man stets das zur Verfügung stehende Kapital als ausschlaggebend betrachten, im Gegensatz zu z.B. Bankinstituten bei denen auch die Einlagen massgebend sind. Für die der Handelstätigkeit der Gesellschaft entspringenden Bilanz-Posten, welche ebenfalls aus den für Tochtergesellschaften eingegangenen Verpflichtungen entstehen können, ist daher das gesamte operierende Kapital die richtige Bezugsgröße. Für die unmittelbar mit der Produktionstätigkeit der Unternehmung zusammenhängenden Bilanz-Posten liegen die Verhältnisse dagegen anders. Hierfür liegt die richtige Bezugsgröße in dem Kapital, welches ausschliesslich in den Eigenbetrieben arbeitsam ist.

Dieses von eigenen Betrieben in Anspruch genommene Kapital lässt sich aus den Tabellen 22a/k errechnen durch Verminderung des Gesamtoperierenden-Kapitals um den Posten „Beteiligungen“. In diesem wird der Betrag dargestellt des durch Tochtergesellschaften beanspruchten Teiles des gesamten operierenden Kapitals. Die Berechnung wird um so exakter sein, je geringer der Posten „Beteiligungen“ ist, da diesem stets Ungenauigkeiten anhaften.

Aus diesem Grunde haben wir von vornherein für die Darstellung der Investierung sowie Vorräte und Halbfabrikate die rein administrativen Gesellschaften ausgeschlossen. Diese sind:

Hollandsche Vereeniging tot Exploitatie van Margarine Fabrieken,

Mij tot Exploitatie van Zeepfabrieken,
Nederlandsche Sigarenfabrieken „Globe“,
Vereenigte Hollandsche Sigarenfabrieken,
Furness Stokvis,
Wiltons Dok en Werf Mij.

Ferner haben wir infolge ihrer Bilanz-Aufstellung die Wester Suiker Raffinaderij und Philips Gloeilampen noch weggelassen, da für diese die Ermittlung der Investierung wegen der hohen Abschreibungen u.a. ungeeignet war.

Einen Ueberblick über die *Investierung* in Prozenten des in den Eigenbetrieben arbeitenden Kapitals finden wir in Tabelle 26

niedergelegt. Hierunter wurden alle Posten zusammengefasst, welche zu der besonderen Ausstattung der betreffenden Unternehmung gehörten wie Grundstücke, Gebäude, Maschinen, Werkzeuge, ferner „Good-Will“, Patente, Konzessionen, usw. Zwischen den Jahren 1915—20, die sich durch eine ausserordentlich schnelle Entwicklung kennzeichneten, wiesen diese Angaben grosse Schwankungen auf, weil die Zahlen dadurch stark beeinflusst werden, wenn die Betriebserweiterung vor oder nach der Kapitalerweiterung stattgefunden hat. Ab 1920 ist ein Zurückgehen der Beträge zu konstatieren. Da die Angaben aber nicht die Betriebe enthalten, die der Krise zum Opfer gefallen sind und nicht anzunehmen ist, dass die Betriebseinrichtungen sich wesentlich verringert haben, glauben wir in diesem Zurückgehen einen Versuch zur vorsichtigeren Bewertung und finanzieller Gesundung zu sehen.

Wesentlich ist auch die Höhe der *Abschreibungen*, die jährlich auf die Investierung erfolgen. Obwohl nicht direkt zum Bilanz-aufbau gehörend, haben wir sie in Tabelle 27 in Prozenten des Betrages gebracht, zu dem die Investierung vor der Abschreibung zu Buch stand. Hieraus sind die verschiedenen Usancen der einzelnen Industriezweige ersichtlich. Vor allem beim Schiffbau und der Elektrotechnischen-Industrie erreichen diese eine besondere Höhe, bleiben dagegen bei der Margarine- Oele- und Fette-Industrie sehr gering. In den Jahren 1915/20 wurden relativ hohe Prozentsätze abgeschrieben, sodass die günstigen Jahre zur Bildung von stillen Reserven verwendet wurden.

Einer der meist verschleierte Bilanz-Posten sind die *Vorräte und Halbfabrikate*. Wir finden in Tabelle 28 einen Ueberblick über diese in Prozenten des in den eigenen Unternehmungen arbeitenden Kapitals. Zur richtigen Beurteilung dieser Angaben muss man über die Preise auf den verschiedenen Warenmärkten und die Kaufkraft des Geldes gut unterrichtet sein. Deshalb sind die Angaben jeweils von Jahr zu Jahr unter Berücksichtigung der verschiedenen Konjunkturen zu beurteilen, und auch dann werden nur Eingeweihte hierin Anhaltspunkte für die Feststellung der regelmässigen Höhe der Vorräte finden können. Gerade weil dieser Posten so schlecht einer Kontrolle zu unterwerfen ist, wird er oft dazu benutzt, um die finanzielle Lage der Unternehmung

günstiger oder ungünstiger erscheinen zu lassen als tatsächlich der Fall ist.

Die *liquiden Mittel* haben wir wieder ausgedrückt in Prozenten des gesamten operierenden Kapitals und die Ergebnisse in Tabelle 29 zusammengefasst. Als liquide Mittel haben wir das Bargeld, Bankguthaben und in Effekten belegte Kassenbestände betrachtet. Die wirkliche Liquidität dieser Posten konnten wir jedoch im einzelnen nicht genau feststellen, da Verpflichtungen, welche z.B. auf den Effektenvorräten beruhten, nicht in den Bilanzen einzeln vermerkt waren. Ankauf von eigenen Aktien, in Holland nicht gesetzlich verboten, kommt unseres Wissens bei industriellen Betrieben nicht in auffallendem Umfange vor. Bei der Beurteilung der Tabelle ist aber vor allen Dingen auf die Höhe der durch Tochtergesellschaften in Anspruch genommenen Kapitalien Rücksicht zu nehmen, weil nicht von vornherein festzustellen ist, ob für Tochtergesellschaften relativ ebenso viele Kassenbestände gehalten werden wie für Eigenbetriebe. Neben den regulären Verhältnissen wirken auf diese Zahlen noch eventuelle, kurz vorher stattgefundene Emissionen ein, deren Ertrag noch nicht vollständig im Betrieb verwendet wurde. Für die Beurteilung der Zahlen während der Kriegsjahre 1914/18 ist auch damit zu rechnen, dass ein Teil der Vorräte gegen hohe Preise verkauft und die Betriebe besonders im Jahre 1918 wegen Rohstoffmangels teilweise stillgelegt wurden. Die Krisiszeit von 1921/22 brachte aber bei fast allen Industriezweigen eine Verringerung der liquiden Mittel.

In Tabelle 30 haben wir die *gesamten Forderungen* in Prozenten des operierenden Kapitals ausgedrückt. Gerade in den Jahren in denen die Beteiligungen in der Margarine-Industrie, Tabak-Industrie und im Schiffbau einen grossen Aufschwung nahmen, finden wir in diesen Industrien im Verhältnis zu den anderen einen nur geringen Prozentsatz des operierenden Kapitals durch Debitoren beansprucht. Die Debitorenziffer vergrösserte sich im allgemeinen zwischen den Jahren 1915/20, was wahrscheinlich auf die vergrösserten Umsätze bei erhöhten Preisen zurückzuführen ist. In den Krisisjahren geht diese Debitorenziffer wieder zurück. Dies weist sowohl auf eine Verringerung des Umsatzes wie auch auf sehr hohe Abschreibungen, die an diesen

Posten vorgenommen wurden, und worüber die jährlichen Geschäftsberichte ausführlich Auskunft erteilen. Im Jahre 1924 stieg die Debitorenziffer in allen Industriezweigen wieder an.

Der Gegenposten zu den Debitoren: die *Gesamt-Schuldenlast* oder Kreditoren wurde, ebenfalls in Prozenten des gesamten operierenden Kapitals ausgedrückt, in Tabelle 31 niedergelegt. Auch diese Posten hängen unmittelbar mit den Geschäftsumsätzen zusammen. Besonders derjenige, der mit den Zahlungsansuchen in den verschiedenen Industriezweigen auf der Höhe ist, kann hieraus weitgehende Aufschlüsse erhalten. Während der Kriegskonjunktur übten so viele Umstände ihren Einfluss auf diesen Posten aus, dass eine eingehende Erörterung der Zahlen uns zu weit vom Ziele dieser Arbeit entfernen würde. Die Jahre 1919/20 kennzeichnen sich aber durch eine durchaus hohe Kreditorenziffer, was mit dem im allgemeinen in der Wirtschaft sich geltend machenden Verlangen nach Produktionserhöhung zusammenhängt. Zwischen den Jahren 1920/23 geht die Kreditorenziffer zurück, während das Jahr 1924 wieder eine Steigerung aufweist.

In diesen Angaben sind auch enthalten die Depositen, welche besonders den kleineren Unternehmungen vielfach seitens der Aktionäre zur Verfügung gestellt wurden. Diese Tatsache ist interessant, weil sie eine direkte Erweiterung der Betriebsmittel darstellt. Seine Begründung findet dieser Vorgang in dem vielfach üblichen Gebrauch der Familienfabriken, dass die Unternehmung — für die an ihr Interessierten — als Sparkasse funktionierte, wobei sie für die Einlage meist eine über den Tageszinsfuß hinausgehende Verzinsung gewährte.

§ 25. *Das Verhältnis zwischen der Grösse der Fabrikeinrichtung und der Arbeiterzahl*

Die gebräuchlichste Bezugsgrösse, in der sich der Umfang eines Industriebetriebes am deutlichsten ausdrücken lässt, ist die Einheit der Produktionskapazität. Wenn auch von privater Seite viele Statistiken über die Kapazitäten der einzelnen Fabriken errechnet wurden, so sind diese Angaben doch nie vollständig zu erhalten und tragen auch keinen offiziellen Charakter. Aus diesem Grunde haben wir uns nach einer anderen Bezugsgrösse, an

welcher sich die Grösse der Fabrikseinrichtung ermassen lässt, umgesehen. Durch ein besonderes Entgegenkommen der Rijkverzekeringsbank waren wir nun in der Lage, über die in der Fabrik gebotenen Arbeitsmöglichkeiten, ausgedrückt in Typenarbeitern, genaue Angaben zu erhalten. Diese Angaben verwendeten wir als unsere Bezugsgrösse für die einzelnen Industriezweige. Die Anzahl der Typenarbeiter wird durch die Rijkverzekeringsbank dadurch gewonnen, dass sie die in einem Gewerbe geltenden Gesamtarbeitstage durch 300 teilt. Der Begriff „Arbeiter“ ist dabei so zu verstehen, dass die Betriebsangestellten mit einbegriffen sind. Bei Betrieben, welche das ganze Jahr voll arbeiten, deckt sich die Anzahl der Typenarbeiter somit fast mit der Anzahl der Angestellten und der Belegschaft. In Saison-Betrieben, die nur die Hälfte vom Jahr beschäftigt sind, zählt die Anzahl der Typenarbeiter etwa die Hälfte der während der Arbeitszeit Beschäftigten.

Die Verwendung dieser „Typenarbeiter“ als Bezugsgrösse führte tatsächlich zu sehr brauchbaren Ergebnissen. Diejenigen, welche jedoch lieber die Einheit der Produktionskapazität als Bezugsgrösse der Fabrikseinrichtung verwendet sehen würden, verweisen wir darauf, dass Berechnungen, wieviel Typenarbeiter für einen bestimmten Produktionsumfang benötigt sind, von der technischen Direktion einer Firma leicht anzugeben sind.

Von den an der Börse vertretenen Unternehmungen konnten natürlich nur die produzierenden Gesellschaften verwendet werden, während die rein administrativen Unternehmungen unberücksichtigt bleiben mussten. Letztere sind:

Hollandsche Vereeniging tot Exploitatie van Margarinefabrieken.

Mij. tot Exploitatie van Zeepfabrieken.

Nederlandsche Sigarenfabrieken „Globe“.

Vereenigde Hollandsche Sigarenfabrieken.

Furness Stokvis

Wilton's Dok- en Werf Mij.

Unsere Untersuchung wurde nun in der Weise vorgenommen, dass wir für jeden Industriezweig die Gesamt-Typenarbeiterzahl der durch uns untersuchten Unternehmungen verglichen mit den drei Bilanzposten Kapital, Investierung, Vorräte und Halbfabri-

kate. Diese Untersuchung stützt sich somit auf die Richtigkeit der Bilanzangaben, aus welchem Grunde wir genötigt waren auch die Wester Suiker Raffinaderij und Philips Glühlampen auszu-schliessen, letztere weil in ihren Bilanzen sehr viele stille Reserven verborgen liegen. Die Genauigkeit der Untersuchung wird ferner dadurch beeinflusst, ob die Betriebe voll oder nur teilweise beschäftigt sind. Bei der Uebertragung der Ergebnisse unserer Untersuchung auf jede beliebige Fabrik ist darauf zu achten, dass man nicht ohne weiteres annehmen darf, dass kleinere und grössere Betriebe hier dieselben Verhältnisse aufweisen werden. Wir bringen aber in Tabelle 19 die durchschnittliche Typenarbeiterzahl der untersuchten Betriebe, für die die Angaben am genauesten zutreffen unter der Annahme, dass in Bezug auf das Kapital, die Investierung sowie Vorräte und Halbfabrikate, welche pro Typenarbeiter benötigt sind, die Differenzen sich in einem steten Verhältnis zum Betriebsumfang ändern. Zugleich verweisen wir in diesem Zusammenhang noch auf Tabelle 21, in der die durchschnittliche Kapitalkonzentration der hier untersuchten Produktionsunternehmungen gebracht wird.

Die Tabelle 19 ist insofern noch interessant, als bei ihrer Betrachtung sich herausstellt, dass die Typenarbeiterzahl im Jahre 1917 in allen Industriebranchen mit Ausnahme der Margarine-Industrie zurückgeht. Diese Verminderung nimmt besonders in der Eisenindustrie und im Schiffbau auffallende Proportionen an. Diese Tatsache ist um so auffallender, als die allgemeine Entwicklung gerade eine Zunahme der Betriebskonzentration anstrebt. Ausser dem schärfer einsetzenden Mangel an Rohstoffen ist diese auffallende Tatsache den vielen kleinen Betrieben zuzuschreiben, die sich infolge der günstigen Konjunktur in diesen Jahren an den Kapitalmarkt wandten, wodurch sich die mittlere Konzentration der publ. N.V.'s verminderte.

Der erste durch uns errechnete Wert ist *das Verhältnis zwischen dem Kapital und der Typenarbeiterzahl* für die verschiedenen Industriezweige, welche Ergebnisse in Tabelle 32 niedergelegt sind. Durch weitere Untersuchungen wären diese Ergebnisse noch zu stützen und besonders für Privatbetriebe und Betriebe kleineren Umfanges zu erweitern. Unter Kapital haben wir hierbei das „operierende Kapital“ eingesetzt, vermindert um den Posten Be-

teiligungen, während, wie bereits oben erwähnt, die rein administrativen Gesellschaften von vornherein ausgeschlossen wurden. Das Verhältnis zwischen Kapital und Arbeiterzahl bei den „Beteiligungen“ war nicht erfassbar, weil die Gesellschaften im allgemeinen ein tiefes Stillschweigen darüber wahren, in welchen Unternehmungen sie interessiert sind sowie über den Umfang ihrer effektiven Kapitalbeteiligung. Die errechneten Verhältniszahlen weisen im Laufe der Jahre ziemliche Schwankungen auf, was mit einer Reihe von Faktoren im Zusammenhang steht, wie z.B. der Kaufkraft des Geldes, der Art und Weise in der die Kapitalisierung vorgenommen wurde, ob die Kapitalbeschaffung im selben Zeitpunkt stattfand als die Betriebserweiterung, usw. Ferner ist zu berücksichtigen, dass das in den Unternehmungen arbeitende Kapital um so richtiger errechnet wurde, je geringer der Posten Beteiligungen war. Im zu stabileren Angaben zu kommen, haben wir von den drei Jahren vor Ausbruch des Weltkrieges 1914/18 und den drei letzten Jahren der Untersuchung Mittelwerte errechnet, die sich wie folgt gestalten:

| | Durchschnittliches Kapital pro Typenarbeiter | | Durchschnitt der Jahre 22/24 dividiert durch den Teuerungsindex |
|--|--|------------|---|
| | 1911/13 | 1922/24 | |
| Grosshandel Teuerungs Index. | 100 | 149 | |
| Margarine-, Oele-, Fette- u. Seifen Ind. | Fl. 19.350 | Fl. 16.440 | Fl. 11.030 |
| Zucker-Industrie | „ 5.480 | „ 6.890 | „ 4.620 |
| Industr. der übrigen Nahrungsmittel und Bierbrauereien | „ 8.410 | „ 7.000 | „ 4.700 |
| Tabak-Industrie | „ — | „ 6.690 | „ 4.500 |
| Eisen-Industrie | „ 1.580 | „ 4.090 | „ 2.750 |
| Schiffbau | „ 1.260 | „ 4.110 | „ 2.760 |
| Elektrotechn., Metall- und Holzbearbeitungs Industrie | „ 3.750 ¹⁾ | „ 7.670 | „ 5.150 |
| Chemische Industrie | „ 4.280 | „ 6.610 | „ 4.440 |
| Textil Industrie | „ — | „ 4.520 | „ 3.030 |
| Verschiedene Industrien: (Bau-, Papier-, Leder Ind.) | „ 5.380 ²⁾ | „ 6.780 | „ 4.550 |

¹⁾ Nur über die Jahre 1912/13.

²⁾ Nur über das Jahr 1913.

Eine Betrachtung dieser Angaben zeigt, dass relativ für die Margarine-Industrie weitaus am meisten Kapital pro Typenarbeiter benötigt wurde. Gleich darauf folgt die Industrie der übrigen Nahrungsmittel mit dem zwar schon viel niedrigeren aber an sich doch auch noch sehr hohen Kapitalbetrag. Auch an dritter Stelle steht noch eine Nahrungsmittel-Industrie, und zwar die Zucker-Industrie, während danach in stetem Ablauf die Verschiedenen Industrien, Chemische Industrie, Elektrotechnische Industrie, usw. folgen. An letzter Stelle stehen die Eisen- und Schiffbau-Industrie mit nur Fl. 1.580,— bzw. 1.260.— pro Typenarbeiter. Dass die Eisen-Industrie eine so niedrige Zahl aufweist steht in direktem Gegensatz zu den Verhältnissen in den grossen Industrie-Staaten und ist nur aus der Struktur der holländischen Eisenindustrie erklärlich, die sich zu einem nicht geringen Teil mit Montage usw. beschäftigt.

Bei einem Vergleich der Angaben von 1911/13 mit denen von 1922/24 fällt zunächst auf, dass die Reihenfolge der Kapitalintensität der verschiedenen Industriezweige in der Hauptsache die gleiche geblieben ist. Nur die Elektrotechnische-, Metall u. Holzbearbeitungs-Industrie ist um einige Stellen vorgerückt. Dieser Umstand ist u. a. auch auf die Ausdehnung der Edelmetallindustrie zurückzuführen, in der ausserdem auch eine starke Ueberkapitalisation stattfand.

Zugleich erlaubt die vorstehende Tabelle einen Vergleich der absoluten Zahlen der Jahre 1911/13 mit denen von 1922/24, den wir mit Absicht so gestellt haben, dass die Jahre der abnormalen Kriegskonjunktur unberücksichtigt blieben. Ausser in der Margarine-Industrie und der übrigen Nahrungsmittel, in denen ein Rückgang festzustellen war, merkt man in fast allen Branchen eine Zunahme des pro Typenarbeiter benötigten Kapitals und wohl am stärksten in den Kapital-schwächsten Industrien. Um einen Vergleich der Zahlen auch absolut zu ermöglichen, haben wir ebenfalls den mittleren Teuerungsindex dieser Jahre errechnet und beigefügt. Die Angaben von 1922/24 haben wir durch diesen dividiert und die Ergebnisse in der dritten Spalte beigefügt, so dass hier dieselbe Gulden-Kaufkraft vorliegt als in den Jahren 1911/13. Eine weitere Durchführung dieser Untersuchung würde besonders an Hand anderer Betriebe für die Wirtschaft von grossem Interesse sein, vor allem, wenn man sie auf die nicht

an der Börse eingeführten Unternehmungen erweitern könnte.

Die *Investierung* pro Typenarbeiter finden wir in Tabelle 33 ausgewertet. Unter Investierung wurden hier wieder alle Bilanzposten zusammengefasst, welche zu der besonderen Ausstattung des Industriezweiges gehörten: Grundstücke, Gebäude, Maschinen, Werkzeuge, Good-Will, Patente, Konzessionen, usw. Da es sich hier aber um eine persönliche Bewertung dieser Aktiva handelt und die ökonomische Absicht manchmal in starkem Masse mitspricht, muss man bei der Auslegung dieser Angaben mit Vorsicht zu Werke gehen. Manchmal wird die Tendenz zur Bildung von stillen Reserven oder einer möglichst günstigen Darstellung der finanziellen Lage zu wesentlichen Abweichungen führen. Die Angaben weisen dann auch, besonders bei der Margarine-Industrie, welche in ihrer Finanzierungsweise am weitesten vorge-schritten ist, grosse Schwankungen auf. Auch bei den anderen In-

| | Durchschnittliche Investierung pro Typenarbeiter | | Durchschnitt der Jahre 22/24 dividiert durch Teuerungsindex |
|---|--|-------------------------|---|
| | 1911/13 | 1922/24 | |
| Allgemeiner Teuerungsindex | 100 | 149 | |
| Margarine-, Oele-, Fette- u. Seifen- Industrie | Fl. 13.080 | Fl. 8.650 ¹⁾ | Fl. 5.810 |
| Zucker-Industrie | „ 4.280 | „ 4.800 | „ 3.220 |
| Industrie der übrigen Nahrungsmittel u. Bierbrauereien | „ 3.120 | „ 3.090 | „ 2.070 |
| Tabak-Industrie | „ — | „ 4.390 | „ 2.950 |
| Eisen-Industrie | „ 1.340 | „ 4.100 | „ 2.750 |
| Schiffbau | „ 1.170 | „ 2.890 | „ 1.950 |
| Elektrotechn-, Metall- und Holz-Be- arbeitungs-Industrie | „ 1.980 ²⁾ | „ 2.810 | „ 1.890 |
| Chemische-Industrie | „ 5.030 | „ 4.840 | „ 3.250 |
| Textil-Industrie | „ — | „ 3.140 | „ 2.110 |
| Verschiedene Industrien: (Bau-, Papier- u. Leder Ind.) . . . | „ 4.810 ³⁾ | „ 2.970 | „ 1.990 |

¹⁾ In den Jahren 1921/23 ist dieser Betrag Fl. 11.290.—

²⁾ Die Zahl stellt nur den Durchschnitt der Jahre 1912/13 dar.

³⁾ Nur über das Jahr 1913.

dustrien zeigt die Investierung pro Typenarbeiter bald eine Vergrößerung, bald einen Verlauf in absteigender Linie. Ebenso wie bei dem Kapital pro Typenarbeiter haben wir auch hier die durchschnittlichen Beträge der Jahre 1911/13 und 1922/24 errechnet, wodurch das Ergebnis bereits etwas stabilisiert wurde.

Um auch hier einen Vergleich zwischen den beiden Durchschnittsziffern zu ermöglichen, haben wir wieder den allgemeinen Teuerungsindex beigefügt und die Durchschnittszahlen der Jahre 1922/24 hierdurch dividiert in der dritten Spalte aufgeführt, wodurch diese in derselben Kaufkraft wie die Durchschnittsziffern der Jahre 1911/13 erscheinen.

Unterwerfen wir nun nochmals Tabelle 33 einer Betrachtung, so können wir im Jahre 1924 überall einen Rückgang der Investierung pro Typenarbeiter feststellen, was wahrscheinlich darauf zurückzuführen ist, dass die Unternehmungen, nachdem zum ersten Male die Konjunktur wieder anzog, ihren Gewinn zur Besserung ihrer finanziellen Lage benutzten und auf ihre Investierung Abschreibungen vornahmen. Dieselbe Tendenz spricht auch aus der Zunahme der Abschreibungen in diesem Jahre, wie aus Tabelle 27 ersichtlich. Dieser Umstand hat besonders in der Margarine-Industrie dazu geführt, dass die Investierung pro Typenarbeiter stark zurückging und zwar von Fl. 11.900.— auf Fl. 3.150.— Würde man daher für diesen Industriezweig in der obigen Tabelle die Durchschnittsziffern der Jahre 1921/23 statt 1922/24 bringen, so würde sich auch dieser Mittelwert höher stellen, und zwar statt auf Fl. 8.650.— auf Fl. 11.290.—.

Einer der unsichersten Posten in der Bilanzaufstellung sind die *Vorräte und Halbfabrikate*. Ueber den Umfang, in welchem sie in den verschiedenen Industriezweigen pro Typenarbeiter gehalten werden, finden wir in Tabelle 34 Auskunft. Diese Angaben werden aber in noch stärkerem Masse als die der Investierung durch die ökonomischen Absichten, die bei den verschiedenen Konjunkturperioden vorliegen, der Kaufkraft des Geldes und vieler anderen Faktoren beeinflusst. Besonders in den Jahren 1919/21 finden wir hier sehr hohe Beträge, was in engem Zusammenhang mit der allgemeinen Teuerung und den Krisisjahren steht. In den anschliessenden Jahren gehen diese Zahlen wesentlich zurück, sodass in den Jahren 1922/24 wieder ein Vergleich

mit den Vorkriegsjahren möglich war. In Jahresdurchschnitten umgerechnet finden wir:

| | Durchschnittlich gehaltene Vorräte und Halbfabrikate pro Typenarbeiter | | Durchschnitt d. Jahre 22/24 dividiert durch den Teuerungsindex |
|--|--|-----------|--|
| | 1911/13 | 1922/24 | |
| Allgemeiner Teuerungsindex | 100 | 149 | |
| Teuerungsindex für Nahrungsmittel. | 100 | 146 | |
| Magarine-, Oele-, Fette- u. Seifen- Industrie | Fl. 5.620 | Fl. 2.080 | Fl. 1.420 |
| Zucker-Industrie | „ 1.470 | „ 4.480 | „ 3.070 |
| Industrie der übrigen Nahrungs- mittel | „ 4.780 | „ 2.230 | „ 1.530 |
| Tabak-Industrie | — | „ 1.510 | „ 1.010 |
| Eisen-Industrie | „ 980 | „ 1.870 | „ 1.260 |
| Schiffbau | „ 250 | „ 1.120 | „ 750 |
| Elektrotechnische-, Metall- u. Holz- bearbeitungs Industrie | „ 1.250 ¹⁾ | „ 3.350 | „ 2.250 |
| Chemische-Industrie | „ 1.560 | „ 2.110 | „ 1.410 |
| Textil-Industrie | „ — | „ 1.720 | „ 1.150 |
| Verschiedene Industrien: (Bau-, Papier-, Leder Ind.). | „ 1.660 ²⁾ | „ 1.530 | „ 1.030 |

Hierbei mussten wir jedoch zwei Teuerungszuschläge angeben, und zwar einen allgemeinen und einen für Nahrungsmittel. In der dritten Spalte brachten wir die Angaben von 1922/24 dividiert durch den allgemeinen Teuerungsindex, wobei wir für die Nahrungsmittel-Industrie den Index 146 verwandten. Diese Zahlen hängen aber derart eng mit der technischen Eigenart der Betriebe zusammen, dass eine vollständige Verwertung schliesslich doch nur von Industriellen und nicht von der Börse vorgenommen werden kann, die aber trotzdem gewöhnlich einen sehr richtigen Griff für die Schätzung der Vorräte tut und deshalb ein richtiges Urteil besitzt für die finanzielle Stellung der Unternehmung, insoweit sie hierdurch beeinflusst wird. Absolut genommen sind die Beträge aber für sie von weniger Interesse.

Wir möchten noch darauf verweisen, dass die Höhe der Vorräte

¹⁾ die Zahl stellt nur den Durchschnitt der Jahre 1912/13 dar.

²⁾ Nur über das Jahr 1913.

bei Saison-Betrieben weiter auch durch die Jahreszeit bestimmt wird. Hierdurch konnte es nicht ausbleiben, dass besonders bei der Zucker-Industrie Ungenauigkeiten erzielt wurden, weil vor allem vor dem Jahre 1919, in dem die Centrale Suiker Mij. errichtet wurde, ein Teil der Zucker-Fabriken ihre Bilanzen im Juni, ein Teil dagegen im Dezember veröffentlichten, welche wir alle auf den nächstliegenden Jahresabschluss bezogen haben.

§ 26. *Einige Bemerkungen über den finanziellen Aufbau der einzelnen Industriezweige*

Die einzelnen Ergebnisse der in den letzten Paragraphen erörterten Untersuchungen wollen wir noch einmal zusammenfassen; da sie aber in ihrer Art ausserordentlich vielfältig sind, wollen wir sie im Rahmen dieser Arbeit nur so zu lesen versuchen, dass sie in ihrem Zusammenhang Aufschlüsse über die Finanzierungsweise und besonders über die finanziellen Eigenarten der einzelnen Industriezweige gewähren. Wenn wir hier wieder die Industriezweige der Reihe nach durchnehmen, so ersehen wir zunächst aus Tabelle 18, in der der Prozentsatz der in der publ. N.V. beschäftigten Typenarbeiter angegeben wird, dass die *Margarine-Industrie* sich zwecks Erlangung ihrer Anlagekapitalien mit einem relativ hohen Prozentsatz an den öffentlichen Kapitalmarkt gewandt hat. Wir erinnern aber daran, dass für die Zusammensetzung dieser Tabelle nur die Produktionsunternehmungen verwandt wurden und die administrativen Gesellschaften mit ihren Tochterunternehmungen, welche freilich ebensogut produzierend tätig sind, unberücksichtigt blieben. Man kann deshalb mit Sicherheit annehmen, dass der Prozentsatz für die Margarine-Industrie ziemlich viel höher liegt, als Tabelle 18 aufweist, weil von den Tochtergesellschaften sicherlich verschiedene auch in Holland tätig sein werden.

Die Kapitalkonzentration (Tabelle 20) ist in den verschiedenen Gesellschaften sehr gross und zeigt einen stark ansteigenden Verlauf. Wenn man aber Tabelle 22a nachschlägt, findet man hierfür eine Erklärung in dem fast ebenso grossen Anstieg des Postens „Beteiligungen“, sodass die Kapitalerweiterung auf die Interessenerweiterung zurückzuführen ist. Die Kapitalerhöhung ist jedoch nicht ausschliesslich auf die Interessenzunahme zurückzuführen, da aus Tabelle 20 ersichtlich ist, dass auch in den Eigenbe-

trieben die Kapitalkonzentration zunimmt, wenn auch nicht in so starkem Masse. Die technische Konzentration, welche damit zusammenehend ebenfalls im Steigen begriffen ist, ist schon an und für sich im Verhältnis zu den anderen Industrien sehr gross. Dazu kommt noch, dass die Margarine-Industrie infolge ihrer technischen Eigenarten und Absatzpolitik ausserordentlich kapitalintensiv ist (Tabelle 32), was wiederum mit der starken Kapital- und Interessenkonzentration zusammenhängt.

Die Zusammensetzung des Kapitals in der Margarine Industrie weist einen sehr hohen Betrag an Vorzugsaktien-Kapital auf, wie aus Tabelle 22a zu entnehmen, das nach Tabelle 24 das Stammaktien-Kapital um ein erhebliches übersteigt. Dieser Umstand ist auch bei der Beurteilung der Höhe der statutarischen Reserve (Tabelle 22a) im Auge zu behalten.

In der Rentabilität spiegelt sich das Konjunkturbild etwas abgeschwächt wieder. Wie aus dem Vergleich zwischen Netto- und ausgeschüttetem Gewinn hervorgeht, liegt hier ein Bestreben nach einer konservativen Dividendenpolitik vor. Betrachten wir die übrigen Bilanzposten, so bemerken wir, dass die liquiden Mittel (Tabelle 29), Debitoren (Tabelle 30) und Kreditoren (Tabelle 31) relativ niedrig sind, was wahrscheinlich darauf zurückzuführen ist, dass wir als Bezugsgrösse das gesamte operierende Kapital inclusive das in Interessen festgelegte verwandt haben, sodass die Angaben wegen des hohen Betrages, den die Margarine-Industrie an „Beteiligungen“ aufweist, nur dann mit denen der anderen Industrien verglichen werden können, wenn für Mutter- und Tochtergesellschaften stets dieselben Verhältnisse vorliegen würden. Aus den niedrigen Ziffern glauben wir aber die Schlussfolgerung ziehen zu können, dass dies nicht ganz zutrifft. Bei einer Betrachtung der Investierung (Tabelle 26) fällt es auf, dass bei der Margarine-Industrie die Abschreibungsusancen (Tabelle 27) ausserordentlich gering sind. Betrachten wir diese Tatsache im Zusammenhang mit den oben erwähnten, so muss unseres Erachtens hieraus auf einen Versuch der Bilanz-Verschönerung geschlossen werden.

Auch die *Zucker-Industrie* hat sich ebenso wie die Margarine-Industrie zwecks Beschaffung ihrer Anlagekapitalien vielfach an den öffentlichen Markt gewandt (Tabelle 18). Die Kapitalkonzentration ist dagegen nicht sehr gross (Tabelle 20), was mit der be-

sonderen Verbreitung der genossenschaftlichen Unternehmungsform in dieser Industriebranche zusammenhängt. Auch bei der Bewertung des operierenden Kapitals als Bezugsgrösse für den Industrieumfang ist hiermit Rechnung zu tragen weil die Kapitalposten keine der Wirklichkeit entsprechende Höhe annehmen. Eine Aenderung trat jedoch ein, nachdem im Jahr 1919 die Centrale Suiker Mij. errichtet wurde. Wir wollen daher zwecks Gewinnung eines exakteren Bildes Tabelle 19 mit zu Hilfe nehmen, welche die durchschnittliche Kapitalkonzentration pro Unternehmung angibt.

Die Zucker-Industrie gehört nach Tabelle 32 zu den arbeitsintensiven Industrien. Eine Eigenart bei ihrer Kapitalzusammensetzung ist der relativ hohe Prozentsatz an fremden Mitteln, wie aus Tabelle 22 b ersichtlich. Auch diese Eigenart hängt mit der genossenschaftlichen Rechtsform vieler Zuckerfabriken zusammen. Vorzugsaktien-Kapital fehlt überhaupt und der geringe Betrag, welcher nach der Errichtung der Centralen Suiker Mij im Jahre 1919 auftritt, trägt ausschliesslich den Charakter von Ueberfremdungskapital. Aus den Bemerkungen, die wir anlässlich der Tatsache gemacht haben, dass das operierende Kapital nicht die volle Summe der werbenden Mittel darstellt, lässt sich auch erklären, dass die Rentabilität derart hoch in die Erscheinung tritt, wenn auch zugegeben werden muss, dass die Zucker-Industrie in den Kriegsjahren sehr hohe Gewinne abgeworfen hat. Die übrigen Bilanz-Posten betreffend wollen wir nur noch auf die Vorräte und Halbfabrikate (Tabelle 28) näher eingehen. Bei deren Beurteilung muss man vorsichtig vorgehen, weil die Grösse der Vorräte bei der Zucker-Industrie von der Saison abhängig ist, sodass daher der Bilanztag eine grosse Rolle spielt, während sie ebenso durch die Konjunktur stark beeinflusst wird.

Betrachten wir jetzt die *Industrie der übrigen Nahrungsmittel*, in welche wir auch die Kakao-Industrie und Bierbrauereien einbegriffen haben, so ist es nach der Besprechung der beiden vorhergehenden Industrien geradezu auffallend, in wie geringem Masse sie ihr Kapital auf dem Wege der öffentlichen Emission erhalten haben, wie Tabelle 18 uns zeigt. Dies ist um so bemerkenswerter, als die hierin erwähnten Industrien fast alle hoch kapitalintensiv sind (Tabelle 32), und die Kapitalkonzentration in den

Gesellschaften sowie in deren Eigenbetrieben sehr gross ist (Tabellen 20 und 21). Wenn man aber die erwähnte hohe Kapitalintensität hierneben berücksichtigt, so ist hieraus noch auf keine grosse technische Konzentration zu schliessen. Tatsächlich ist auch die durchschnittliche Arbeiterzahl pro Unternehmung, wie aus Tabelle 19 deutlich hervorgeht, im Verhältnis zu den anderen Industrien geringer. Die technische Konzentration entwickelt sich jedoch in steigender Linie.

Ihre sonstige Finanzierungsweise macht sich ziemlich günstig bemerkbar; besonders verweisen wir auf die Höhe der statutarischen Reserve (Tabelle 22 c), die vor allem anfänglich einen sehr hohen Prozentsatz des operierenden Kapitals ausmachte.

Bei der Beurteilung der hier angeführten Verhältnisse müssen wir auch die im ersten Teile unserer Darstellung über die „wirtschaftliche Bedeutung der Industrie“ gemachten Bemerkungen berücksichtigen, besonders auch die Konzentrationsaussichten. Mehr als bei der Margarine-Industrie spielt bei diesen verschiedenen Nahrungsmittel-Industrien die persönliche Arbeitstätigkeit der Unternehmer bei der Gründung und Weiterführung der Unternehmung eine Rolle (Brot- und Feinbäckereien), wodurch die Industrien sich nicht für eine Kapitalaufnahme am öffentlichen Markt eignen. Eine Ausnahme bilden die Bierbrauereien, welche auffallende Konzentrationen aufweisen und ausserordentlich, weit über die hier angegebenen Mittelwerte, kapitalintensiv sind. Die erwähnten Umstände würden die Bierbrauereien für eine Kapitalbeschaffung an der Börse gerade sehr geeignet machen. Dass dies jedoch nicht der Fall ist, muss durch verschiedene andere Umstände erklärt werden, die zu behandeln nicht auf dem Wege dieser Arbeit liegt.

Die *Tabak-Industrie* tritt nach Tabelle 18 erst im Jahre 1916 in nennenswertem Umfange an den öffentlichen Markt heran. Die Kapitalkonzentration in den eigenen Betrieben ist sehr gering (Tabelle 21), was hauptsächlich in der relativen Höhe des Postens „Beteiligungen“ begründet liegt (Tabelle 22 d). Die Betrachtung dieses Postens ist an und für sich interessant; während der ausserordentlich günstigen Kriegskonjunktur sieht man ein Anwachsen der Beteiligungen und bald darauf, wahrscheinlich in-

folge Abschreibungen, die durch erlittene Verluste notwendig waren, ein schnelles Abnehmen.

Die finanzielle Stellung der Tabak-Industrie kommt uns in diesen Jahren an Hand unserer Untersuchungen nicht sehr stark vor. Darauf deutet auch die ausserordentlich niedrige statistische Reserve, wie aus Tabelle 22 *d* hervorgeht. Der niedrige Prozentsatz der liquiden Mittel (Tabelle 29) muss aber unseres Erachtens hauptsächlich dem kontrollierenden Charakter der meisten unserer Untersuchung zu Grunde liegenden Gesellschaften zugeschrieben werden. Die finanzielle Stellung der zahlreichen Familienfabriken soll indessen viel günstiger sein, was auch daraus hervorgeht, dass dort nur wenige Konkursfälle vorlagen.

Bei der *Eisen-Industrie* ist bemerkenswert, dass sie sich, wie Tabelle 18 angibt, zwecks Beschaffung ihres Anlagekapitals in steigendem Masse an den öffentlichen Kapitalmarkt gewandt hat. Absolut genommen ist die Höhe dieser Zahlen noch auffallender, weil diese Tabelle das Verhältnis der in den einzelnen Betrieben beschäftigten Arbeiter zu der in der Gesamtbranche arbeitenden angibt, während, wie aus Tabelle 1 ersichtlich ist, die Gesamttyppenarbeiterzahl der Eisenindustrie sich in diesen Jahren ebenfalls stark ausdehnt. Die Steigerung, welche die Relativzahlen im Jahre 1924 aufweisen, ist unseres Erachtens nur auf eine stärkere finanzielle Stellung der öffentlichen N.V. den anderen Unternehmungen gegenüber zurückzuführen. Diese Vermutung wird bestätigt durch die Zunahme der technischen Konzentration in den Jahren 1923/24, wie in Tabelle 19 zu lesen ist. Die Betrachtung der Tabelle 19 weist ferner einen auffallenden Rückgang im Jahre 1917 auf. Dies ist einerseits auf ein teilweises Stilllegen der Betriebe zurückzuführen, welches wegen Rohstoffmangels erfolgen musste, andererseits aber auch darauf, dass sich in diesem und den anschliessenden Jahren auch verschiedene kleinere Betriebe an den öffentlichen Markt gewandt haben, wodurch die durchschnittliche technische Konzentration sich ebenfalls verringerte. Dass die Verringerung sich hier als Folge grösserer Spezialisierung erweisen würde, können wir infolge des unserer Untersuchung zu Grunde liegenden Materials nicht annehmen.

Nach den Ergebnissen unserer Untersuchung gehört die Eisenindustrie zu den wenig kapitalintensiven Industrien (Tabelle 32). Diese Tatsache ist auffallend und steht ganz im Widerspruch zu der ausländischen Eisenindustrie. Sie muss auf die eigenartige Struktur der holländischen Eisenindustrie zurückgeführt werden, welche, wie wir in unserer Wirtschaftsskizze über die Industrie ausführlich dargestellt haben, hauptsächlich in späteren Jahren als Bedarfs-Industrie hochgekommen ist und sich vor allem mit der Herstellung kleinerer Bedarfsartikel und der Montage beschäftigt. Die Usancen, wonach die Industrien mit kostspieligeren Endprodukten wie Maschinen usw., in denen sehr viel Kapital festgelegt ist, sich auf diese Aufträge Vorschüsse geben lassen, wie aus Tabelle 22e ersichtlich, beeinflussen die Durchschnittsergebnisse nur in geringem Masse. Dasselbe trifft auch für die nun zu behandelnde Schiffbauindustrie zu.

Ueber den Bilanzaufbau der Eisen-Industrie lässt sich wenig sagen; nur ist bei der Kapitalzusammensetzung zu bemerken, dass die fremden Mittel relativ gering bleiben, und der Posten Beteiligungen ebenfalls keinen grossen Umfang annimmt.

Der *Schiffbau* zeigt in seinem finanziellen Aufbau eine gewisse Aehnlichkeit mit der Margarine-Industrie. Diese moderne Finanzierungsweise ist besonders bemerkenswert, da der Schiffbau zu den ältesten Industrien Hollands gehört. Dieser Umstand steht im Gegensatz zu den deutschen Verhältnissen, wo der Schiffbau sich ziemlich konservativ verhält, und wir glauben, dass er in Holland auch mehr dem Bestreben einiger leitenden Persönlichkeiten entsprang als der natürlichen Entwicklung. Die durchschnittliche Kapitalkonzentration pro Gesellschaft ist steigend (Tabelle 20), ebenso die Kapitalkonzentration in den eigenen Betrieben (Tabelle 21); auch die Beteiligungen weisen eine Zunahme auf, wie aus Tabelle 22f ersichtlich. Diese Zunahme der Kapitalkonzentration in den Eigenbetrieben bringt im Zusammenhang mit der Arbeitsintensität dieser Betriebe eine hohe technische Konzentration mit sich. Bei der Betrachtung der Tabelle 19, in der diese durchschnittliche technische Konzentration ausgedrückt ist, ist in den Jahren 1917/18, ebenso wie bei der Eisen-Industrie, ein Rückgang zu bemerken, was auch hier in ähnlicher Weise aus einem teilweisen Stilllegen durch Rohstoffmangel und

aus dem Herantreten einiger kleinerer Gesellschaften an den Kapitalmarkt erklärlich ist.

In Bezug auf die Arbeitsintensität lassen sich beim Schiffbau dieselben Bemerkungen wie bei der Eisenindustrie machen. Die Kapitalintensität wurde errechnet aus dem Kapital, welches durchschnittlich pro Arbeiter in den Eigenbetrieben notwendig war, während die Vorschüsse auf Schiffe in Bearbeitung hierbei nicht mit berücksichtigt werden konnten. Hierdurch werden die Kapitalbeträge für die Durchführung der Aufträge wesentlich erhöht.

In der Krise von 1921 und den anschliessenden Jahren hat der Schiffbau grosse Verluste erlitten, welche z.T. auf die schlechten finanziellen Ergebnisse der Tochtergesellschaften zurückzuführen sind und wodurch auf den Posten „Beteiligungen“ bedeutende Abschreibungen stattfinden mussten. Der übrige Bilanzaufbau zeigt einen Durchschnitt zwischen den anderen Unternehmungen, sodass sich hierüber weitere Bemerkungen erübrigen.

In unserer Untersuchung haben wir die *Elektrotechnische-, Metall- und Holzbearbeitungsindustrie* zusammengefasst. Wegen der Heterogenität dieser drei Industrien sind die Angaben jedoch unter gewissem Vorbehalt zu deuten, namentlich diejenigen, die sich auf die Investierung, Vorräte und Halbfabrikate beziehen, da die Bilanzen der Philips Glühlampen hierfür nicht einbegriffen wurden.

Die Angaben über den Prozentsatz der in öffentlichen N.V. beschäftigten Typenarbeiter im Verhältnis zur ganzen Branche (Tabelle 18), wird stark durch die umfangreiche Holzbearbeitungsindustrie beeinflusst. Wie schon erwähnt, liegen hier die Verhältnisse jedoch so, dass die Anzahl Typenarbeiter, welche für die Holzbearbeitungs-Industrie in Tabelle 1 angegeben werden wesentlich höher sind, als man im allgemeinen rechnet, da die verschiedenen Holzbearbeitungsabteilungen anderer Industrien auch unter diese Gruppe fallen. Tabelle 18 weist ferner neben der Geringfügigkeit des Postens „Beteiligungen“ mit ziemlicher Genauigkeit den Umfang auf, in dem die verschiedenen Industrien sich zwecks ihrer Kapitalbeschaffung an den öffentlichen Markt gewandt haben.

Bemerkenswert ist nur noch die Zunahme der Kapitalintensität

wie aus Tabelle 32 hervorgeht, und die hohe Liquidität, wie in Tabelle 29 angegeben wird. Die übrigen Bilanzposten bewegen sich gewöhnlich um den Durchschnitt der anderen Industrien.

Die *chemische Industrie* hat sich im Laufe der berücksichtigten Jahre in stets stärkerem Masse an den öffentlichen Kapitalmarkt gewandt, wie aus Tabelle 18 ersichtlich ist. Die durchschnittliche Kapitalkonzentration in den einzelnen Betrieben bewegt sich nach Tabelle 20 um den Durchschnitt der anderen Industrien. Da dieser Industriezweig aber verhältnismässig kapitalintensiv ist, ist die technische Konzentration nicht sehr gross, welche Vermutung durch Tabelle 19 bestätigt wird. Ueber die Kapitalzusammensetzung (Tabelle 22 *h*) lässt sich nichts Besonderes bemerken. In der Vorkriegszeit fällt die Industrie durch ihre finanziell sehr starke Stellung auf, die in den späteren Jahren wieder etwas nachlässt, doch zeigen die verschiedenen Entwicklungslinien im einzelnen einen sehr ruhigen Verlauf.

Betrachten wir die *Textil-Industrie*, so fällt in erster Linie aus Tabelle 18 der geringe Prozentsatz der Textil-Unternehmungen auf, die sich an den öffentlichen Kapitalmarkt gewandt haben. Diese Tatsache muss aus der geschichtlichen Entwicklung dieses Industriezweiges vollständig erklärt werden. Insoweit die Textil-Unternehmungen an die Börse herantraten, waren es hauptsächlich Spezialindustrien wie die Tricotagen-, Teppich- und Kunstseiden-Industrie. Diese Entwicklung datiert überhaupt erst vom Jahre 1914. Die Kunstseiden-Industrie hat ab 1919/20 den überwiegenden Anteil zu dieser Entwicklung geliefert.

Mit der geschichtlichen Entwicklung steht ebenfalls in engem Zusammenhang die geringe Entwicklung des Postens „Beteiligungen“, wie aus Tabelle 22 *i* hervorgeht, was auf eine geringe Interessenverknüpfung weist. Die technische Konzentration nahm nach Tabelle 19 im Laufe der Jahre stark zu. Dagegen möchten wir es unterlassen aus der Kapitalkonzentration, über die Tabelle 20 einen Einblick gewährt, allgemeine Rückschlüsse zu ziehen wegen der speziellen Art der sich an den Kapitalmarkt gewandten Unternehmungen.

Bei der Kapitalzusammensetzung fällt der anfänglich hohe Prozentsatz der fremden Mittel auf, wie aus Tabelle 22 *i* her-

vorgeht. In den nachfolgenden Jahren entwickelte sich jedoch diese Zusammensetzung in der Richtung der übrigen Industrien. Ueber den Bilanzaufbau sind keine weiteren Besonderheiten zu vermerken.

Unter „*Verschiedene Industrien*“ haben wir die Bau-, Papier- und Leder-Industrie zusammengefasst, sodass man sich davor hüten muss, die Ergebnisse der Untersuchung ohne weitere Erläuterungen anzuwenden, da bei diesen angeführten Industriezweigen wesentlich andere Verhältnisse vorliegen. Es fällt auf, dass sich, wie Tabelle 18 zeigt, hier prozentual wenig Gesellschaften an den öffentlichen Markt gewandt haben. Diese Angaben werden jedoch stark durch die grosse Anzahl der in der Bau-Industrie beschäftigten Typenarbeiter beeinflusst, welcher ein stark örtlicher Charakter anhaftet, wodurch sie sich — abgesehen der an anderer Stelle erwähnten Ausnahmen — für grosse Konzentrationen und einer Kapitalbeschaffung am öffentlichen Markt wenig eignet. Es geht daher aus Tabelle 18 nicht hervor, dass die Papier-Industrie sich relativ in viel grösserem Umfange an den öffentlichen Kapitalmarkt gewandt hat. Die Kapitalintensität und die technische Konzentration bewegten sich im Verlauf der untersuchten Jahre in Durchschnittsbahnen. Bei der Zusammensetzung des operierenden Kapitals fällt nach Tabelle 22 *k* der geringe Prozentsatz an fremden Mitteln auf, was wahrscheinlich mit dem Mangel an Investierung bei der Bauindustrie zusammenhängt, eine Tatsache, auf die wir auch bei der geschichtlichen Darstellung über die Stellung der industriellen Effekten an der Amsterdamer Börse hingewiesen haben. Auch bei der Betrachtung des finanziellen Aufbaus ist wieder die Tatsache zu berücksichtigen, dass es sich hier um drei verschiedene Industrien handelt. Von einer weiteren Behandlung dieser Industrien wollen wir jedoch absehen.

D. NACHSCHRIFT

ZEHNTES KAPITEL

SCHLUSSBETRACHTUNG

§ 27. *Die industrielle Kapitalbeschaffung und die Struktur der niederländischen Wirtschaft*

Am Schlusse der Arbeit möchten wir mit einigen kurzen Worten zurückkommen auf die Stellung, welche die industriellen Effekten heute an der Amsterdamer Börse einnehmen. Diese Stellung wird ausser durch die Verhältnisse in der Industriewirtschaft selbst besonders auch durch den Aufbau der niederländischen Kapitalwirtschaft beeinflusst. Wir wiesen im Laufe der Arbeit nun bereits darauf hin, wie in Holland eine direkte Verbindung zwischen dem Sparpublikum und der Börse besteht, und welcher überwiegender Einfluss von der Mentalität der Kapitalbesitzer ausgeht. Deshalb haben wir denn auch bereits in § 13 die Eigenschaften der in Holland gangbaren Effektenarten für die früheren Jahre aufzudecken versucht und sind dort zu dem Ergebnis gekommen, dass Holland die typischen Merkmale eines Rentnerstaates aufwies. Die Grosskapitalisten sehen bei der Anlage hauptsächlich auf die gebotene Sicherheit und auf eine feste Verzinsung. Daher war die Börse mit Staatspapieren, Eisenbahnwerten, Pfandbriefen und ähnlichen Papieren überfüllt. Die Folge aber war, dass bei der Ausgabe von erstklassigen Wirtschaftspapieren andererseits dem Wesen dieser Papiere entsprochen werden musste, sollte die Emission mit Erfolg stattfinden, d. h. auf das investierte Kapital durften keine Risiken entfallen, und es musste das Einhalten der Zinsverpflichtungen möglichst garantiert sein. Hieraus ging wieder hervor, dass die niederländische Wirtschaft einen sehr soliden, aber auch sehr schwerfälligen Charakter trug. Eine Evolution konnte sich infolge der Vorsicht, mit der vorgegangen werden musste, nur langsam Bahn brechen. Die enormen Summen, welche sich im Laufe der Zeit bei Lebensversicherungsgesellschaft-

ten, Rentenkassen, usw. zu stets anwachsenden Beträgen anhäuf-ten, bei denen die Frage nach Sicherheit noch dringender ist, haben diese Tatsachen nur noch verschärft. Kein richtiger Kon-takt bestand zwischen Kapital und Unternehmiergeist. Die Sorg-falt, mit der Holland seinen Kapitalbesitz andauernd überwacht, hat immer verhindert, dass auch nur vorübergehend ein freierer Geschäftsgeist einrisst, weil dann sofort ein vielseitiger Protest einsetzte. Für erlittene Verluste haben die Holländer auch ein ganz besonderes Gedächtnis. Nehmen wir z. B. die Worte von K. G. Goedewaagen¹⁾, der im Jahre 1915 noch daran erinnert, dass das Jahr 1830, in dem mehrere Sparkassen mit Verlusten liquidierten, „noch nicht so lange her sei“.

Ausser der Nachfrage nach erstklassigen Anlagewerten bestan-den auch die Bedürfnisse der Spekulation. An dieser beteiligten sich zunächst die Grosskapitalisten, die stets gerne einen für den Lebensunterhalt nicht notwendigen Teil ihres Vermögens hierfür wagten. Diese Kategorie wurde verstärkt durch viele Erwerbs-tätige, denen die Spekulation ein sehr beliebtes Hazardspiel war. Diese Spekulation verlangte aber Papiere, welche grossen Kurs-schwankungen unterworfen waren, und ging an den Wirtschaftspapieren bis zu Ende des 19. Jahrhunderts ziemlich vorbei.

Neben der Erscheinung des Grosskapitalisten an der Amster-damer Börse stellt sich in den letzten Jahrzehnten mehr und mehr die Gruppe der Kleinrentner in den Vordergrund. Die Tatsache, dass das Einkommen dieser Gruppe bei einer Anlage in erstklas-sigen, d. h. niedrig verzinslichen Werten nicht zu ihrem Lebens-unterhalt ausreichen würde, veranlasst sie, weniger sichere aber hoch verzinsliche Papiere zu wählen, bei denen vielleicht neben der höheren Verzinsung noch ein kleiner Kursgewinn zu erzielen wäre. Diesem Bedürfnis wurde durch die Papiere mit „spekulati-vem Einschlag“ entsprochen. Besonders infolge der durch den Weltkrieg 1914/18 hervorgerufenen Umwälzungen hat diese Klasse stark zugenommen, während auch die noch Erwerbstätigen infolge der höheren Lebensführung ebenfalls nach einer höhe-ren Rente aus ihrem Kapitalbesitz strebten. Die Nationalisierung der Ideen und die schlechten Erfahrungen, die man mit den aus-ländischen Kapitalinvestierungen gemacht hatte, liess sie die Ob-

¹⁾ s. K. G. Goedewaagen s. o. S. 27.

jekte für diese Anlage mehr in ihrer direkten Umgebung suchen. Die heimischen Industriewerte entsprachen diesen Anforderungen nun sehr gut. Infolge der vorsichtigen Amsterdamer Bewertung, welche in sehr niedrigen Kursen zum Ausdruck kam, war das mit ihnen verbundene Risiko ziemlich gering, während die Konjunktur stets kleinere Schwankungen veranlasste, aus denen immer kleinere Vorteile entspringen konnten. Neben den Aktien behaupteten sich besonders die Vorzugsaktien als geeignete Verbindung zwischen Industrie und Kapitalmarkt. Die Stellung der heimischen industriellen Papiere ist deshalb trotz der stillen Jahre nach der Krisis eine günstige im Verhältnis zu den anderen Papieren. Diese im Anfang stehende Popularität der industriellen Effekten könnte in Zukunft noch weiter dadurch gesichert werden, wenn der Konzentrationsprozess der Industrie sich mehr ausdehnen und dadurch eine breitere Basis für stabile Industripapiere geschaffen würde. Hierdurch wäre in steigendem Masse die Möglichkeit gegeben, das Neukapital in der Industrie zur Anlage zu bringen.

Betrachten wir nun die Frage näher, ob hierdurch auch die Möglichkeit zu der Errichtung neuer Gesellschaften vergrößert wird und sich dem Unternehmergeist neue Wege erschliessen.

Wir kommen zu der Schlussfolgerung, dass der Kapitalmarkt nicht mit Neugründungen belastet werden darf, weil das Gründungsgeschäft zu riskant ist und ihm zu sehr ein persönlicher Charakter anhaftet. Andererseits geht es ebenfalls nicht an, eine junge Industrie, welche stets schutzbedürftig ist, rücksichtslos an Spekulationsmomente auszuliefern. Gewinne, die bei einem günstigen Verlauf dem Kapitalmarkt zufallen, können die Lebensfähigkeit der neuen Industrie gefährden. Bei einem Misserfolg kann der Kapitalmarkt von der Industrie überhaupt abgeschreckt werden. Zu einer Neugründung müssen sich vielmehr die erforderliche Anzahl Grosskapitalisten persönlich zusammenschliessen, denen auf diese Weise ein Weg gegeben ist, die aus ihrem Kapitalbesitz entspringende ökonomische Machtstellung zu Gunsten des Wirtschaftslebens anzuwenden. Ausser ihren Kapitalien können sie auch ihre persönlichen Erfahrungen der Industrie zur Verfügung stellen, wodurch das Fundament für eine solide Finanzierungsweise noch verstärkt wird. Erst nachdem die Industrie sich einige Jahre be-

hauptet hat und zu einem selbständigen Dasein gekommen ist, kann sie, auf einer genügend gesicherten Basis kapitalisiert, dem Kapitalmarkt anvertraut werden.

Am Schlusse müssen wir unsere Aufmerksamkeit nochmals den Banken zuwenden, denen heute die vermittelnde Tätigkeit zwischen Kapital und Industrie fast ganz auferlegt ist. Eine Vergrößerung der Kredite, welche sie der Industrie gewähren, wird unwiderruflich auf den Kapitalmarkt zurückwirken. Hierdurch können die Banken die Kapitalzufuhr zu der Industrie regeln.

Die Banken sind jedoch bei ihrer Kapitalanlage auf die Art ihrer Einlagen angewiesen. Aus diesem Grunde haben wir in § 17 eingehend nach der Zusammenstellung ihrer Bankmittel geforscht. Hier erzielten wir das Ergebnis, dass bei den holländischen Grossbanken im Verhältnis zu den ausländischen Instituten eine Armut an fremden Geldern vorliegt und dass diese, insoweit vorhanden, zum überwiegenden Teile sich noch aus den sogenannten „schwebenden Kapitalien“ zusammensetzen. Aus dieser Tatsache folgt, dass die Banken bei ihrer Anlage auf eine möglichst grosse Liquidität bedacht sein müssen. Ihre Geschäfte werden sich deshalb hauptsächlich am Geldmarkt bewegen müssen und die industrielle Kreditverleihung wie die industrielle Emissionstätigkeit infolge der daraus entspringenden, bleibenden Verpflichtungen *nie ohne gewisse Vorsicht erfolgen können*. Dies liegt auch überaus in der historischen Entwicklung der niederländischen Wirtschaft begründet, welche bis zum Aufkommen des Grossbankwesens eine möglichst direkte Verbindung zwischen Sparpublikum und Kapitalmarkt bezweckte.

Es ist nun die Frage, ob — wenn die Banken nicht die geeigneten Institute sind, um die Industrie mit langfristigem Kredit zu versorgen — es nicht zweckmässig wäre, hierfür besondere Kreditinstitute zu errichten. Mindestens zwei Dutzend Schriftsteller haben schon im Laufe des vergangenen Jahrhunderts mehr oder weniger genaue Pläne für solche Institute ausgearbeitet, welche aber alle einen künstlichen Charakter tragen. Das persönliche Element, welches bei der industriellen Kapitalbeschaffung immer vorhanden sein muss, lässt sich nicht planmässig entwerfen. Die

meisten dieser Pläne wurden auch nie verwirklicht, und der *Crédit Mobilier* ging an der Effektspekulation zugrunde. Diese Frage wird wie immer durch das Wirtschaftsleben selbst in dem Masse, wie sich die Notwendigkeit hierfür zeigt, auf natürlichem Wege gelöst werden müssen.

Nun bringt unseres Erachtens die natürliche Entwicklung die vermittelnde Tätigkeit zwischen Industrie und Kapitalmarkt stets mehr in die Hände der *Holding Companies* , deren Effektenmaterial infolge der vielen in ihnen vereinten Interessen eine grössere Stabilität aufweist, die durch eine konservative Dividendenpolitik noch weiter ausgeglichen werden kann. Hierdurch erlangen die Effekten der *Holding Companies* einen wesentlichen Vorzug vor denen der einzelnen Unternehmungen. Es ist daher das Gegebene, dass die *Holding Company* sich an den Kapitalmarkt wendet, um diese Mittel an die ihr zugehörenden Unternehmungen weiter zu leiten. Die durch die *Holding Company* ausgegebenen Effektenbeträge werden einen so grossen Umfang annehmen, dass die Vorbedingungen für einen regen Handel geschaffen sind, durch den die Aufnahmewilligkeit andererseits vergrössert wird. Auch hat die *Holding Company* gegenüber den oben erwähnten künstlichen Plänen den Vorteil, dass sie aus der Industrie selbst hervorgegangen, mit allen ihren technischen sowie finanziellen Eigenarten vertraut ist und dass ihr Interesse an der Zukunft des betreffenden Industriezweiges an erster Stelle steht statt einer Spekulation in den von ihr an den Markt gebrachten Effekten. Auch werden die Kosten einer von *Holding Companies* durchgeführten Emission infolge deren guter Einführung am Kapitalmarkt geringer sein; öfters werden sie auch als Schalter-Emissionen durchgeführt werden können.

VERZEICHNIS DER ERLÄUTERTEN GRUNDBEGRIFFE

- | | |
|---|---|
| <p> Administratiekantoor, S. 40 Akkumulationsrecht, S. 43 Aktie, S. 42 Anlagewert (Beleggingsfonds), S. 70 Beteiligungsgesellschaft, S. 38 Börsengesetz 1914, S. 64 Effektenübernahmegesellschaft, S. 39 Finanzwechsel, S. 57 Geldmarkt, S. 55 u. 58 Grossbank, S. 85 Handwerk, S. 5 Holding Company oder Kontroll- gesellschaft, S. 39 Industrie, S. 5 Kapital, S. 55 Kapitalmarkt, S. 55 u. 62 Kontrollgesellschaft oder Holding Company, S. 39 Konzentration: Betriebs-, S. 26 Interessen-, S. 25 horizontale-, S. 24 technische-, S. 25 vertikale-, S. 23 Naamlooze Vennootschap = N.V.: geschlossene-, S. 31 publike-, S. 31 ff. Obligation, S. 42 Oligarchische Klauseln, S. 37 ff. </p> | <p> Prioritäts- oder Ueberfremdungs- kapital, S. 37 Prolongationssystem, S. 57, 58 u. 68 Rationierungspolitik, S. 59 Spekulationspapier, S. 71 Trustkantoor, S. 40 Typenarbeiter, S. 4 u. 151 Ueberfremdungs- oder Prioritäts- kapital, S. 37 Vorzugsaktie, S. 43 IN BEZUG AUF DEN BILANZ- AUFBAU: Betriebsmittel, S. 143 Debitoren, S. 149 Investierung, S. 147 u. 155 Kapitalintensität, S. 153 ff. Kapitalverluste, S. 144 u. 145 Kreditoren, S. 150 Liquide Mittel, S. 149 Operierendes Kapital, S. 138 u. 141 Rentabilität, S. 144 Reserven für spezielle Zwecke, S. 144 Schema zur Bilanzvereinheitli- chung, S. 137 Statutarische Reserve, S. 142 Vorräte und Halbfabrikate, S. 148 u. 156 </p> |
|---|---|
-

QUELLEN- LITERATUR-VERZEICHNIS

OFFIZIELLE VERÖFFENTLICHUNGEN

Handelingen der Tweede Kamer.
Jaarcijfers van het Koninkrijk der Nederlanden. Centraal Bureau voor
de Statistiek, den Haag.
Ongevallenstatistiek.
Statistiek voor In- Uit- en Doorvoer.
Wetboek van Koophandel.

- G. M. BOISSEVAIN: Kapitaalbezit en Kapitaalvernietiging, Aufsatz in
„De Economist” Jahrgang 1909. I. Band S. 234.
- W. A. BONGER: Vermogen en inkomen in Nederland gedurende de Oor-
logstijd, Amsterdam 1923.
- L. BRENNINKMEYER: Die Anisterdamer Effektenbörse, Berlin 1920.
- C. EISFELD: Das Niederländische Bankwesen 2 Bde, Den Haag 1916.
— „W. M. Westerman: De Concentratie in het Bankwesen” in: „De
Economist”, Den Haag 1919 S. 798.
- J. C. EVERWIJN: Historische Beschrijving van Handel en Nijverheid in
Nederland 2 Bde, Den Haag 1912.
- K. G. GOEDEWAAGEN: Onze Geldmarkt, Amsterdam 1915.
- H. M. HIRSCHFELD: Het Ontstaan van het Moderne Bankwesen in Ne-
derland, Rotterdam 1922.
— Nieuwe Stroomingen in het Nederlandsche Bankwesen, Roermond
1925.
- J. G. DE JONGH: De Reservevorming der Nederlandsche Naamlooze
Vennootschap, Rede Rotterdam 1919.
- B. H. DE JONGH: Beschouwingen over eenige Effecten en Credietvormen
en hun Beteekenis voor de Financiering der Onderneming. 3. Aufl.
Den Haag 1924.
- Kapitaalexport: Kapitaalexport, opgesteld door het Instituut van Crisis-
onderzoek (door A. C. VAN PELLECOM) Handschrift zonder Jaar (1919)
Folioformaat, n.i.d.H.
- R. KILIANI: Die Grössbanken-Entwicklung in Holland und der mittel-
europäischen Wirtschaft. 2. Aufl. Leipzig 1923.
- R. LIEFMANN: Die Unternehmungsformen. 1 Aufl. Stuttgart 1912.
— Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften 4. Aufl. Jena 1923.

- R. LIEFMANN: Kartelle und Trusts und die Weiterbildung der volkswirtschaftlichen Organisation, 6. erw. Aufl. Stuttgart 1924.
- J. VAN DER MEULEN: Het Opnemen van Fondsen in de Prijscourant van de Vereeniging voor den Effectenhandel te Amsterdam. De Naamlooze Vennootschap 2. Jaargang, 1923/24 SS. 225. u. 258.
- N. J. POLAK: Eenige Grondlagen voor de Financiering der Onderneming. Dissertatie Rotterdam 1921.
- Deutsch erschienen unter dem Titel: „Grundzüge der Finanzierung mit Rücksicht auf die Kreditdauer,” Betriebs- und Finanzwirtschaftliche Forschungen Serie II Heft 25, Berlin—Wien 1926.
- K. v. REIBNITZ: Amerikas internationale Kapitalabwanderungen, Sozialwissenschaftliche Forschungen Abt. IV. Heft 3 Berlin-Leipzig 1926.
- E. SCHMALENBACH: Finanzierungen, 3. Aufl. Leipzig 1922.
- H. SMISSAERT: Die Niederländische Industrie. Vortrag, Den Haag 1913.
- Z. W. SNELLER: De Ontwikkeling der Nederlandsche Exportindustrie. Rede, uitgesproken ter gelegenheid der rectoraatsovergave 9. November Rotterdam 1925.
- B. J. M. SPAENDONCK: Praeadvies over de vraag: Is toepassing van eenig stelsel van bescherming, of zijn maatregelen van verweer tegen buitenlandse protectie, b.v. in den vorm van retorsie, in het algemeen belang van landbouw en nijverheid hier te lande? Is toepassing van zoodanig stelsel mogelijk, zonder schade voor de in het belang van Europa's economisch herstel noodzakelijke verkeersontwikkeling?. s' Gravenhage 1926 Vereeniging voor de Staathuishoudkunde en de Statistiek.
- J. STAMP: Studies in Current Problems in Finance and Government. London 1924.
- C. A. VERRIJN STUART: Inleiding tot de Beoefening der Statistiek 4 Bde. Haarlem 1910—17.
- R. TEKENBROEK: De Verhouding tusschen de Aandeelhouders en de Bestuurders bij de publ. N.V. Dissertatie Rotterdam; Delft 1923.
- J. P. VAN TIENHOVEN: Industrie en Banken, Den Haag 1916.
- „Bankwezen II: Provinciale Banken en bijzondere Credietinstellingen”. Aufsatz in: „Nederland in den Aanvang der 20 Eeuw”, Leiden 1910, S. 827.
- M. W. F. TREUB: Oorlogstijd. Haarlem 1916.
- De economische Toekomst van Nederland, Haarlem 1917.
- Vragen van dezen Tijd. Haarlem 1919.
- M. DE VRIES: Het Nederlandsche Bankwezen en de huidige Crisis. Amersfoort 1923.
- J. H. WESSELINGS: „De Claim”, Diss. Rotterdam, Amsterdam 1925.
- M. W. WESTERMAN: De Concentratie in het Bankwezen. 2. Aufl. Den Haag 1920.
- W. WESTERMAN: De Crisis. Vortrag Rotterdam December 1914. Niet in den handel.
- „Crediet”. Vortrag Rotterdam 1914. Niet in den Handel.
- „Emissien”. Vortrag Rotterdam Februar 1914. Niet in den Handel.

Ferner dienten als Material für die Arbeit die Geschäftsberichte und Bilanzen der Grossbanken und industriellen Unternehmungen, die sich an den Kapitalmarkt gewandt haben. Einen besonders übersichtliche Zusammenstellung hierfür fanden wir in Van Oss' Effectenboek und im Financieel Jaarboek. Ueberdies war für die Arbeit ein intensives Studium der hauptsächlichsten Fachzeitschriften erforderlich wie der: Th. Gilissen Maandberichten, Kroniek van Sternheim, De Naamlooze Vennootschap, Nieuwe Financier en Kapitalist, Economisch Statistische Berichten. Als Ergänzung hierzu wurden noch benutzt: Algemeen Handelsblad, Maasbode, Nieuwe Rotterdamsche Courant und Telegraaf.

Insoweit die verwendeten Artikel nicht schon direkt unter dem Namen des Schriftstellers angeführt wurden, haben wir noch Angaben entnommen aus:

Algemeen Handelsblad, Morgenblatt 6. November 1927.

Ec. Stat. Ber. 5. Dezember 1917.

Ec. Stat. Ber. 19. Februar 1919.

Ec. Stat. Ber. 1. Dezember 1920.

Jahresbericht der Nederlandsche Bank Juni 1921.

Jahresbericht der Rotterdamsche Bankvereniging 1921.

Nieuwe Financier en Kapitalist 20. Dezember 1911.

N.R.C. Morgenblatt 20. Okt. 1924.

N.R.C. Abendblatt 15. Mai 1926.

Telegraaf Abendblatt 25. Januar 1927.

Telegraaf Abendblatt 16. Februar 1927.

VERZEICHNIS DER GEBRAUCHTEN ABKÜRZUNGEN

| | | |
|--------------|---|--|
| B.G.B. | = | Bürgerliches Gesetzbuch. |
| Ec.Stat.Ber. | = | Economisch Statistische Berichten. |
| Mij. | = | Maatschappij (Gesellschaft). |
| Mill. | = | Millionen. |
| N.R.C. | = | Nieuwe Rotterdamsche Courant. |
| N.i.d.H. | = | Niet in den Handel (nicht im Handel). |
| N.V. | = | Naamlooze Vennootschap (Aktiengesellschaft). |
| Publ.N.V. | = | Publieke Naamlooze Vennootschap. |
| V.v.d.E. | = | Vereeniging voor den Effectenhandel (Verein für den Effektenhandel). |
| W.v.K. | = | Wetboek van Koophandel (Handelsgesetzbuch). |

ERRATA

- S. 5: In der 17. Zeile von oben steht gedruckt: meistens; man lese: mindestens
 - S. 23: In der 11. Zeile von oben steht gedruckt: Textil- und Papier-Industrie; man lese: Kakao-, Textil- und Papier-Industrie
 - S. 75: In der Tabelle steht in der letzten Rubrik gedruckt 1915; man lese 1925
 - S. 138: In der 4. Zeile von oben steht gedruckt: in den anschliessenden Jahren 1918/19; man lese: in den anschliessenden Jahren, *besonders* 1918/19
 - S. 170: in der 7. Zeile von oben steht gedruckt: einriss; man lese: einriss
-