Der Rückfluss der Schweizerwerte aus dem Ausland.

Vortrag, gehalten in der Statistisch-Volkswirtschaftlichen Gesellschaft in Basel am 20. September 1915

von **R. Lüscher-Burckhardt.**

Wenn ich unsere Diskussion über den *Rückfluss der Schweizerwerte* aus dem Ausland mit einem kurzen Referat einleiten soll, so möchte ich Sie einladen, zuerst mit mir ein wenig Umschau zu halten, wie es sich mit dem *Besitz des kriegführenden Auslandes in Schweizerwerten* verhält — die übrige Verschuldung der Schweiz an das Ausland lassen wir für heute ganz unberücksichtigt — und dann zweitens zu erörtern, welche *Gründe den Rückfluss* verursacht haben. Ferner werden wir drittens von der *Aufnahmsfähigkeit der Schweiz,* viertens von der *Rückwirkung der Verkäufe auf die Kurse* reden und zuletzt fünftens die *Mittel und Wege* durchgehen müssen, die angeregt worden sind, um gegen den Rückfluss Stellung zu nehmen.

Suchen wir uns also zuerst ein Bild davon zu machen, wo unsere Effekten im Ausland liegen und wie gross dieser Besitz ist. Da sei vor allem daran erinnert, dass das reiche *Frankreich* von jeher eine Vorliebe für schweizerische Werte zeigte, die sich mit Sicherheit nachweisen lässt, seit die Schweiz für den Bau ihrer Eisenbahnen in grösserem Massstabe an den internationalen Kapitalmarkt appellieren musste. Eine grössere, viel bemerkte Ausdehnung nahm die Kaufbewegung dann an, als die französische Regierung eine antiklerikale Politik einschlug und die religiösen Orden aufhob. Damals wurden nicht nur viel schweizerische Papiere von Franzosen gekauft, sondern es flüchteten sich grosse Vermögen nach der Schweiz, die seither in Basel, Zürich, Lausanne, Genf etc. verwaltet werden. Später war es die drohende, vom Kapitalisten perhorreszierte Einkommensteuer, welche die Flucht der grossen Vermögen aus Frankreich nach der Schweiz beschleunigte. Summen, die vielleicht in die Milliarden gehen, wurden bei diesen Gelegenheiten nach der Schweiz überführt. Von den durch Coupons, Rückzahlungen, Arbitragen etc. eingehenden Summen wurde natürlich das meiste in unserem Lande und vieles in unseren heimischen Werten angelegt, während gleichzeitig das in Frankreich zurückgebliebene Kapital mit seinen Käufen bei uns fortfuhr.

Die gute Meinung der Franzosen für schweizerische Papiere und der Überfluss an billigen Kapitalien in diesem Lande veranlasste aber ausserdem die schweizerische Eidgenossenschaft, sowie einige unserer Kantone, direkte Anleihen in Frankreich aufzunehmen, für welche teilweise Zins- und Kapitalrückzahlung in Gold, d. h. in französischer Währung, stipuliert wurde. Es ist oft auf die gefährlichen Seiten solcher Anleihen aufmerksam gemacht worden, und als beim Ausbruch des Krieges die französische Valuta gegen 105 stieg, mag es den betroffenen Finanzdirektoren ein wenig bange geworden sein; heute bei einem Wechselkurs von 90 % werden sie sich beruhigt haben, aber von den günstigen Verhältnissen wahrscheinlich nicht stark profitieren können, da nun ohne Zweifel der grösste Teil der Coupons in die Schweiz zum Inkasso gesandt wird.

Nach einer Aufstellung des Herrn H. Stucki, auf die ich hier ausdrücklich verweise und die am Schlusse beigedruckt ist, beläuft sich der Gesamtbetrag der an den auswärtigen Börsen kotierten schweizerischen Anleihen, deren Coupons im Ausland zahlbar sind, auf Fr. 1,885,773,462, wozu noch Fr. 170,500,000 Aktien treten, diejenigen Werte, die an verschiedenen fremden Börsen gehandelt werden, natürlich nur *einmal* gerechnet. Es würde den Rahmen meiner Aufgabe weit übersteigen, wenn ich mich auf Details einlassen wollte, und ich kann es um so eher unterlassen, als sie doch keine Handhabe dafür bieten, wieviel von diesen Anleihen im Ausland liegen. Insbesondere trete ich nicht auf die zahlreichen in Deutschland domizilierten Werte ein, da die Changerisiken dabei weniger in Betracht kommen, und will nur diejenigen Anleihen aufzählen, die in *Paris* aufgenommen worden sind. Das betrifft von der *schweizerischen Eidgenossenschaft:* Fr. 69,333,000 3 % Eisenbahnrente von 1890[1]), Fr. 20,200,000 3 % Anleihen von 1897, beide in Frankreich für Zins und Kapital in französischer Währung zahlbar. Ausserdem unterliegen dieser Bedingung die beiden 4 % Anleihen der ehemaligen Schweizerischen Zentralbahn: das eine von 1876 von Fr. 19,285,000 und das andere von 1880 von Fr. 17,925,000.

[1]) Die Ziffern verstehen sich sämtlich für den noch im Umlauf befindlichen Teil der betreffenden Anleihen.

Vom *Kanton Freiburg* total Fr. 103,944,000, wovon Fr. 26,431,000 in Frankreich in französischer Währung zahlbar. Fr. 40,000,000, zahlbar in der Schweiz und in *Frankreich in Schweizerwährung,* was jetzt sehr teuer zu stehen kommen könnte, und Fr. 25,000,000, zahlbar in der Schweiz und in Frankreich in französischer Währung (in der Schweiz zum Kurs von Sicht Paris).

Vom *Kanton Graubünden* Fr. 8,742,000. Für die Kapital- und Zinszahlung dieser Anleihe — schreibt mir die Finanzdirektion — sind sowohl in der Schweiz als in Frankreich Zahlstellen bezeichnet worden.

Vom *Kanton Wallis* Fr. 1,000,000, zahlbar in Schweizerwährung.

Vom *Kanton Bern* Fr. 19,356,000 Anleihen von 1900, für den in Frankreich plazierten Teil des Anleihens Zins- und Kapitalzahlung in französischer Währung. „In den *früheren* Anleihensverträgen", schreibt die Finanzdirektion unterm 17. September, „ist diesbezüglich nichts Ausdrückliches bemerkt. Die Praxis war bis anhin die, dass die Zahlungen für jene älteren Anleihen nach Frankreich in französischer Währung erfolgten. Bei den gegenwärtigen Kursverhältnissen wird sich nun zeigen, ob die Gläubiger mit dieser Praxis auch einig gehen, wenn sie zu ihren Ungunsten sich gestaltet; je nachdem wird sich der Staat dann auch künftig verhalten müssen." Also eine etwas unklare Situation.

Was *Deutschland* betrifft, so hat Süddeutschland bis weit nach der Mainlinie hin *vor* dem Krieg von 1870 seine Anlagen vorzugsweise in der Schweiz gemacht; was aber zu jener Zeit erworben wurde, dürfte in der Hauptsache längst zurückbezahlt sein. *Nach* dem Krieg wandten sich diese Gegenden immer mehr nach Deutschland, während im Gegenteil von diesem Zeitpunkt an das Elsass grosse Summen von unseren Werten zu Anlagezwecken erwarb. Die deutsche Konkurrenz wusste zwar auch hier wirksam einzugreifen, aber unsere direkten westlichen Nachbarn sind uns doch treu und bis zuletzt, speziell in Basel, unsere besten Abnehmer geblieben. Der regelmässige Besuch der Mittwochbörse in Mülhausen durch einige Basler Bankiers hat, namentlich in früheren Jahren, ohne Zweifel viel dazu beigetragen, dass die Beziehungen aufrechterhalten wurden. An das übrige Deutschland sind dann namentlich beim Rückkauf unserer schweizerischen Bahnaktien, die sich zum weitaus grössten Teil in deutschen Händen befanden, durch Konversion sehr grosse Posten Obligationen der Bundesbahnen aufgenommen und *behalten* worden. Welchen Umfang dieser Besitz heute noch hat, beweist ein mir erzähltes Beispiel, dass kürzlich eine deutsche Grossbank ein Gebot auf rund $2^1/_2$ Millionen Franken $3^1/_2$ % Bundesbahnen verlangt hat. Aber darüber hinaus hat das deutsche Kapital infolge des gewaltigen wirtschaftlichen Aufschwungs in den letzten drei Jahrzehnten fortgesetzt viele schweizerische Obligationen gekauft, ja, mir wurde versichert, dass selbst während des jetzigen Krieges noch Zeichnungen aus Deutschland auf die Mobilisationsanleihen und die Emissionen unserer Kantone eingegangen sind.

Von den übrigen kriegführenden Ländern — vom Balkan brauchen wir nicht zu sprechen — wird wohl Russland am wenigsten Schweizerwerte besitzen, und desgleichen kann Italien daran nicht stark beteiligt sein, wenn auch einzelne Kapitalisten hin und wieder etwas gekauft haben. In Österreich liegen oder lagen wohl noch einige Posten Bundesbahnen von der Konversion der Gotthardbahn her. England verhielt sich lange ablehnend gegen unsere Staatsfonds; den Bemühungen des Schweizerischen Bankvereins in London scheint es aber gelungen zu sein, ihnen dort Eingang zu verschaffen. Indessen kann es sich kaum um solche Summen handeln, dass sie für die uns heute interessierende Frage wesentlich in Betracht kommen.

Die Totalsumme der schweizerischen Werte, die sich im Ausland befinden, ist ausserordentlich schwer zu schätzen, da die Couponseinlösungen keinen sicheren Rückschluss gestatten. Es wird davon so viel in der Schweiz selbst einkassiert, dass das, was im Ausland zur Einlösung kommt, jedenfalls nur einen kleinen Bruchteil ausmacht. Herr Dr. Traugott Geering schätzte schon Ende 1903 in seiner vortrefflichen Schrift: „Die Verschuldung der Schweiz an Frankreich" den Besitz Frankreichs an schweizerischen Staats- und Bahnwerten auf 700 Millionen Franken. Seither ist er ohne Zweifel sehr erheblich angewachsen. Von einer besonders gut unterrichteten Seite wird er mir auf eine Milliarde im Minimum angegeben. Von anderen wird der Betrag wesentlich höher eingeschätzt, und wenn wir für das gesamte kriegführende Ausland eine Summe von $2^1/_2$ Milliarden Franken annehmen, so greifen wir schwerlich zu hoch.

Selbstverständlich kann nun keine Rede davon sein, dass dieser ganze Besitz nach der Schweiz zurückfliesst. Frankreich hat bis jetzt, wie glaubwürdig versichert wird, nur sehr wenig verkauft. Der französische Kapitalist hat sich zu allen Zeiten als ausserordentlich konservativ erwiesen; er verkauft seine Papiere nicht, wenn er seine sichere Rente daraus zieht, und gerade in Kriegszeiten wird er sich am wenigsten von Anlagen trennen, deren Sicherheit über allen Zweifel erhaben ist, und die ihm für den Notfall als Reserve dienen. Diesem Gedankengang wird sicher auch mancher Besitzer in den anderen Ländern folgen.

Gehen wir nun zu den *Gründen* über, die das Ausland zum Verkauf veranlassen, so brauchen wir nicht lange danach zu forschen, sie lassen sich in *ein* Wort zusammenfassen: der Krieg! der Krieg mit seinen wirtschaftlichen Folgen, den alle bisherigen Begriffe übersteigenden Geldbedürfnissen aller Länder, der Hemmung und dem teilweisen Stillstand des Warenaustausches und der mit den beiden letztgenannten Faktoren zusammenhängenden Entwertung der Valuten. Es sind zurückgegangen: Deutschland um zirka 12, Frankreich um 10, Österreich um 23—24, Italien um 16, Russland gegen 30 %, und selbst die englische Valuta, die als unerschütterlich galt, schwächte vorübergehend über 2 % ab. Diese Entwertung der Wechselkurse, die natürlich mit einer entsprechenden Erhöhung der schweizerischen Valuta im Ausland Hand in Hand ging, machte in vielen Fällen den Verkauf schweizerischer Werte zu einem guten Geschäft. In Deutschland gab es findige Köpfe, die sich diese Verhältnisse sofort zunutze machten, und im Grunde kann man es den Leuten nicht verdenken, wenn sie eine aussergewöhnliche Gelegenheit ausnützen. Dank dem Valutagewinn, der schon bald nach dem Kriegsausbruch recht erheblich war, konnten sie die früher zu höheren Kursen erworbenen schweizerischen Titel nicht nur ohne Verlust, sondern vielfach mit gutem Nutzen verkaufen. Lassen Sie mich Ihnen das an einem einzigen Beispiel klar machen: Ein Frankfurter hatte Fr. 10,000 3½ % Bundesbahnen à 90 gekauft, die ihn zum damaligen Kurs der Schweizerfranken in Frankfurt von 80. 40 Rm. 7245 kosteten. Er verkaufte die Titel nun in der Schweiz à 80 % und erhielt dafür bei einem Changekurs von 91. 50 Rm. 7320, so dass ihm auf der Operation noch ein kleiner Gewinn blieb, während gleichzeitig der schweizerische Besitzer an der gleichen Anlage, sofern er sie realisiert hat, einen Verlust von 10 % erlitt. Durch die fortgesetzte Baisse der Kurse hat sich das Verhältnis weniger günstig gestaltet; aber der Deutsche kann doch noch manches bei uns verkaufen, an dem er nur wenig verliert, abgesehen davon, dass er gute Aussicht hat, auf der 5 % Reichsanleihe, die er dagegen zeichnet, später auch noch einen Gewinn einzuheimsen. Haben aber die Gewinnchancen für den deutschen Verkäufer neuerdings abgenommen, so ist dagegen durch den Rückgang der französischen Valuta bis unter 90 das Geschäft für die Franzosen um so verlockender geworden. Es ist also gerade umgekehrt gekommen, als man früher etwa befürchtet hatte: Nicht die Verschlechterung *unserer* Valuta hat das Ausland beunruhigt und zum Verkaufen veranlasst, sondern im Gegenteil ihre Festigkeit führte die Realisationen herbei.

Zu namhafteren Abgaben aus Deutschland kam es besonders, als die erste Kriegsanleihe herauskam. Seither haben sie nie ganz aufgehört, sie nahmen bei der zweiten Kriegsanleihe sichtlich zu und schwollen plötzlich ganz beträchtlich an, als die dritte angekündigt wurde. Nun griff auch die Presse ein, die das Losungswort ausgab: „Fremde Effekten heraus!“, und wenn sich dasselbe auch nicht direkt gegen die Schweiz richtete, so wurde sie doch stark betroffen, da Deutschland fremde Werte zurzeit nur im neutralen Ausland verkaufen kann — also ausser in Holland, den nordischen Staaten und Amerika nur in der Schweiz. Die Zeitungspropaganda war von vollem Erfolg begleitet: Die Offerten überstürzten sich nun, es wurde geradezu zur patriotischen Pflicht gemacht und gehörte zum guten Ton, seine schweizerischen Papiere abzustossen, und es sind mir sogar Schweizer in Deutschland bekannt, die ihre heimischen Obligationen versilberten, um ihr Opfer auf dem Altar des Adoptivvaterlandes niederzulegen.

Wenn nun diesem Verkaufandrang gegenüber bei uns das andere Losungswort ausgegeben wird: „Schweizerwerte herein“, so wird sich in erster Linie die Frage aufwerfen, ist die Schweiz überhaupt imstande, einen grossen oder den grösseren Teil der im Ausland befindlichen schweizerischen Papiere *aufzunehmen?* Ich getraue mich nicht, diese Frage zu beantworten, aber ich möchte wenigstens auf einige Punkte aufmerksam machen, die uns vielleicht zu einer Wegleitung dienen und einer Antwort näher bringen können. Unbestreitbar lässt sich feststellen, dass *bis jetzt* eine ernstliche Störung durch die Verkäufe nicht herbeigeführt worden ist; die Kurse sind zurückgegangen, aber mit Preisermässigungen liess sich alles anbringen; der Markt hat, ich wiederhole, *bis jetzt* die Probe auf das Exempel gut bestanden. Dabei ist aber zu berücksichtigen, dass der flüssige Stand des Geldmarktes der Unterbringung des Materials kräftig Vorschub leistete, und dass die Schweiz noch viel fremde Werte besass, in besonders erheblichem Masse amerikanische, die sie vorteilhaft realisieren konnte. Überdies hat die Aufnahmefähigkeit ohne Zweifel ganz wesentlich davon profitiert, dass seit Kriegsausbruch keine fremden Anleihen mehr in der Schweiz aufgelegt worden sind und das Geld daher im Lande geblieben ist. Man denke, welche Summen seit einer langen Reihe von Jahren für Werte aller Art aus der Schweiz nach dem Ausland abgeflossen sind! Dem gegenüber kommen die Beträge, die in den letzten Monaten auf die verschiedenen Kriegsanleihen bei uns gezeichnet wurden, nicht in Betracht. — Endlich wurde sehr vieles aufgenommen im Tausch gegen kurzfällige Hypothekenbank- und Kantonalbank-Obligationen; diesen Instituten werden

also Mittel entzogen, die auf irgendeine Weise auch wieder im Inland beschafft werden müssen, und solche Tauschoperationen dürfen daher bei der Beurteilung der Lage nicht ausser acht gelassen oder überschätzt werden.

Anderseits scheint dem Verkaufandrang dadurch ein wenig entgegengearbeitet worden zu sein, dass Offerten einfach zurückgewiesen und auf diese Weise grosse Abgaben hintangehalten wurden. Auch die Scheu vor dem Zensor soll da und dort Verkäufe verhindert haben. Man wollte den neugierigen Augen des Staates nicht Geheimnisse preisgeben, die man seit Jahr und Tag vor dem Steuerbeamten sorgfältig gehütet hatte.

Von unseren grossen schweizerischen Plätzen zeigte Genf bei dem Ansturm nicht den Widerstand, den man von Alters her auf diesem Platze zu finden gewohnt war. Derselbe gravitierte von jeher nach Paris, ist offenbar sehr stark in französischen Werten engagiert, die er jetzt nicht oder nur mit grossem Verlust realisieren kann und wird durch die Baisse der französischen Valuta also besonders hart getroffen. Die Stimmung scheint daher dort recht deprimiert. Dagegen erwiesen sich Basel und Zürich dank den Bemühungen unserer Grossbanken und einiger Privatbanken mit grosser Placierungskundschaft als ausserordentlich aufnahmsfähig. An der Basler Börse beliefen sich die Umsätze in den bis jetzt einzig zum Handel und zur Kotierung zugelassenen schweizerischen Staats-, Kantons-, Städte-, Gemeinde- und Eisenbahnobligationen seit Wiedereröffnung der Börse am 7. Januar d. J. im Januar auf Fr. 394,000, im Februar auf Fr. 798,000, im März auf Fr. 2,363,000, im April auf *Fr. 2,692,000,* im Mai auf Fr. 1,534,000, im Juni auf Fr. 1,350,000, im Juli auf Fr. 2,087,000, im August auf *Fr. 1,541,000* und im September bis heute auf Fr. 3,462,000. Total Fr. 16,221,000. Natürlich beschränkt sich der Umsatz auf dem hiesigen Platz auch an der Börse selbst nicht auf diese Ziffern, da die Banken oft sehr grosse Summen in sich selbst kompensieren und nur die Spitzen, d. h. das zur Kotierung nötige Minimum von Fr. 2000, an der Börse abschliessen. Was so indirekt an der Börse gemacht wird, kann vielleicht auf das dreifache der ebengenannten Ziffern geschätzt werden. Für die grössten Posten aus Deutschland wurden überhaupt meistens nicht eigentliche Börsenaufträge erteilt, sondern feste Gebote von den grossen Banken verlangt, welche das Material dann in ihrer Kundschaft ohne Vermittlung der Börse zu placieren suchen. Welche Beträge auf diese Weise umgesetzt werden, entzieht sich selbstverständlich jeglicher Kontrolle und kann auch nicht annähernd geschätzt werden.

Über die *Rückwirkung der Verkäufe auf das Kursniveau* gibt folgende kleine Zusammenstellung Aufschluss. Ich beschränke mich dabei auf einige der kurantesten Werte, deren Notierungen als typisch gelten können, und nenne Ihnen zuerst die Kurse vom 25. Juli 1914, wie sie Ende Dezember in Basel authentisch festgestellt worden sind, dann diejenigen vom 7. Januar 1915, der Wiedereröffnung unserer Börse, und endlich die heutigen Notierungen, wobei ich bemerke, dass sich die letztern durchschnittlich 2 % über die tiefsten Kurse stellen, die für diese Werte notiert wurden.

	25. Juli 1914	7. Jan. 1915	20. Sept. 1915
4 % Eidg. 1913	100. 20	90	89. 25
3½ % Bundesbahnen A-K.	90	82. 25	76. 70
4 % dito v. 1912/14	99	88. 30	84. 25
3 % dito Différées	78	71	69. 50
4 % Eisenbahnrente (Zentralbahn)	98. 25	87. 50	84. 80
3½ % Kanton Basel-Stadt lange	91	82. 50	84. 50
3¾ % dito	96	90	94
4 % dito	98	90	92
4¼ % dito	98. 50	91	90
3 % Kanton Bern	78. 50	70	69. 50
3½ % Stadt Bern	89. 20	83	83
4½ % Stadt Lausanne	102. 75	92. 50	92. 10
4¼ % Stadt Luzern	99. 50	89. 50	86. 50
4 % Stadt St. Gallen	98. 50	92	93
3½ % Stadt Winterthur	80	77. 50	77
4¼ % Stadt Zürich	100	92	90
3½ % September u. Dezember Zentralen	88	78. 50	76. 25
4 % dito v. 1876	98	90	90
4 % dito v. 1880	97. 50	89	84. 50
3½ % Gotthardbahn	87. 75	82. 75	75. 75
3½ % Jura-Simplon	85	76. 75	74
3½ % Nordostbahn	93	89	88
4 % Union Suisse 1. Hyp.	98	93	91. 50

Aus dieser Aufstellung geht zunächst hervor, dass die Werte in der börsenlosen Zeit mit wenig Ausnahmen stärker zurückgegangen sind als in den vergangenen acht Monaten, worauf ich noch zurückkommen werde. Einzelnes stellt sich sogar bereits um Kleinigkeiten besser. Von grossem Einfluss auf die Kursgestaltung, ja geradezu bestimmend, waren dabei die Rückzahlungsbedingungen; Werte mit kürzerer Verfallzeit konnten sich während der ganzen Zeit ziemlich gut behaupten, fanden immer leicht Abnehmer oder waren oft zu kurzfristiger Anlage verhältnismässig hoch gesucht, am schwierigsten dagegen waren anzubringen und am stärksten gingen zurück solche Fonds, deren Verlosung noch nicht begonnen hat oder gar erst nach langen Jahren beginnt. Wenn in den letzten Monaten und zwar gerade während des grössten Verkaufsandranges der Rückgang der Kurse wieder ein schnelleres Tempo annahm, so hat dazu der Umstand mitgeholfen, dass die Ferien in diese Zeit fielen, in denen sich die Ka-

pitalisten nicht gerne mit Geldsachen beschäftigen. Ausserdem hatte die dritte 4½ % eidgenössische Mobilisationsanleihe in dem für Schweizer Verhältnisse ausserordentlich hohen Betrag von 100 Millionen Franken die Disponibilitäten, die schon durch die vorausgegangenen grossen Emissionen von Eidgenossenschaft, Kantonen, Städten und Kantonalbanken stark in Anspruch genommen worden waren, für den Augenblick beträchtlich reduziert. Übrigens können die Kurse unserer führenden Papiere nicht einmal als besonders anormale bezeichnet werden, da unter den obwaltenden Umständen naturgemäss eine andere Kapitalisation Platz greifen musste.

Der Vollständigkeit halber muss ich noch beifügen, dass sich *alle* durch die Zeitungen und privatim bis dahin veröffentlichten Vergleichskurse, auch die eben verlesenen, auf diejenigen Werte beschränkten, für welche der offizielle Markt wieder funktioniert und daher zuverlässige Notierungen festzustellen sind. In der Hauptsache haben sich die Abgaben des Auslandes auch viele Monate auf diese Werte beschränkt. In den letzten Wochen sind aber zahllose Offerten in allen möglichen andern Papieren gemacht worden, besonders in Industrie-, Bank- und Trustobligationen, die nicht immer leicht ihre Contrepartie fanden. Das meiste musste zu Preisen erlassen werden, die eine Rendite von 6 %, sehr oft auch darüber ergaben; ich will aber lieber keine Namen nennen, um niemand zu erschrecken oder zu beleidigen. Nur ganz allgemein sei gesagt, dass sie verhältnismässig stärker zurückgegangen sind als kotierte Obligationen. Auch schweizerische *Aktien* hätte das Ausland gerne verkauft, die Kurse stellten sich jedoch meist so niedrig, dass der Valutagewinn den Verlust nicht ausglich und es sind daher wenig Abschlüsse zustande gekommen.

Von den seit Kriegsausbruch emittierten erstklassigen Werten habe ich nicht gesprochen, da sie sozusagen gänzlich im Inland placiert sind. Zu konstatieren bleibt mir lediglich, dass sie von dem letzten Rückgang beinahe gar nicht berührt wurden.

Die Wirkung des Rückflusses erreichte gegen Ende August ihren Höhepunkt und es ist begreiflich, dass in diesem Augenblick weite Kreise aufzusehen begannen und nach *Gegenmitteln* riefen. Zeitungen griffen die Sache auf und manches, was dort zu lesen war, hat die Beunruhigung noch vermehrt. Es wurden die verschiedensten Gegenmassregeln vorgeschlagen, ja man forderte schon den Bundesrat auf, einzuschreiten. Der Vorstand der Basler Börsenkammer hat sich sofort mit der Angelegenheit beschäftigt und auf seine Anregung hin sind kürzlich Delegierte der Börsenvorstände von Basel und Zürich und der Société des Agents de change in Genf zu einer Konferenz in Bern zusammengetreten, um über die Frage zu beraten. Die radikalste Massregel wäre — und an Aufforderungen dazu fehlte es nicht — die Börse einfach zu *schliessen*. Wie Sie wissen, wurden bei Kriegsausbruch beinahe die sämtlichen Börsen der Welt geschlossen und es sind bis heute geschlossen geblieben diejenigen von Deutschland, Österreich, Italien und in der Schweiz diejenige von Zürich. Die Genfer Börse war eine der wenigen, die nie ganz geschlossen war; unsere Basler Börse ist, wie erwähnt, am 7. Januar dieses Jahres für die schon bezeichnete, beschränkte Anzahl von Werten wieder eröffnet worden. Sie hat gut funktioniert und ich könnte meinerseits nur dringend davor warnen, sie wieder zu schliessen. Es würde dadurch meines Erachtens gar nichts erreicht. Wie wir schon gesehen haben, sind die Kurse nicht weniger, sondern stärker zurückgegangen, als die Börse geschlossen war, und der Handel gestaltet sich zweifellos zuverlässiger und regelmässiger bei offenem als bei geschlossenem Markt. Will man nicht durch ein eidgenössisches Gesetz den Handel in Wertschriften überhaupt verbieten, so lässt sich der Verkehr in Effekten nicht vollständig unterbinden, ebensowenig die Veröffentlichung von Kursen. Wir haben ja das Beispiel von Deutschland vor Augen, wo die Börse geschlossen und jede Veröffentlichung von Kursen, selbst von Wechselkursen, verboten ist. Trotzdem hat sich in Berlin ein regelmässiger Markt gebildet, an dem oft sehr grosse Geschäfte gemacht werden und über den die Zeitungen regelmässig berichten; die Kurse aber, von denen öffentlich nicht gesprochen werden darf, werden einfach brieflich verbreitet. Einem solchen Markte fehlt jede Kontrolle und der Auftraggeber ist vollständig seinem Vermittler ausgeliefert, der denn auch manchmal ein eigentliches Raubsystem ausübt. Ein offizieller Handel und offizielle Notierungen allein verbürgen dem Publikum die gewissenhafte Ausführung seiner Aufträge. Oft liess sich in den vergangenen Monaten auch konstatieren, wie schädlich Veröffentlichungen von Kursen wirken, die nicht offiziell festgestellt sind. Da hört einer zufällig von einem Abschluss, ohne zu wissen, um welche nähern Umstände es sich handelt, veröffentlicht einen Kurs, der dann die Basis bildet für Inventare, Belehnungen etc., ohne dass ihm eine tatsächliche Bedeutung zukommt. Zudem liegt es in unserem wohlverstandenen Interesse, auf die auswärtigen Besitzer Rücksicht zu nehmen, und es wird sich reichlich lohnen, dass wir unsere Märkte gerade in diesem kritischen Moment dem Ausland nicht verschlossen haben: die Schweiz wird ganz gewiss früher oder später wieder an das ausländische Kapital appel-

lieren müssen; da würden wir riskieren, an verschlossene Türen zu klopfen, wenn man uns antworten könnte: „Ihr schliesst ja einfach eure Börsen und macht den Verkauf eurer Schuldtitel unmöglich, gerade dann, wenn er am nötigsten ist.“

Will man nun aber die Börse nicht schliessen oder nur im alleräussersten Notfall dazu schreiten, so wird es sich fragen, ob es sich empfiehlt, Restriktionsmassregeln zu ergreifen, wie sie beinahe sämtliche Börsen eingeführt haben, als sie ihre Pforten wieder auftaten. Die gebräuchlichste davon ist eine Fixierung von *Mindestkursen*. Es werden für die gehandelten Papiere durch die offiziellen Börsenorgane Kurse festgesetzt, *unter* denen sie nicht gehandelt und notiert werden dürfen. Diese Massregel besteht für gewisse Werte jetzt noch in Paris und Amsterdam, in grösserem Umfang in London und selbst New York kam zuerst nicht ohne dieselben aus, ja ich glaube, dieselben sind dort offiziell heute noch nicht aufgehoben, kommen aber nicht mehr in Betracht, da die Kurse, dank dem Aufschwung der wirtschaftlichen Verhältnisse, sämtlich viel höher sind. Solche Mindestkurse haben etwas sehr Bestechendes; wer sie aber genauer verfolgt hat, der wird mit mir übereinstimmen, dass sie eigentlich auf Betrug hinauslaufen. In der Praxis gestalten sich dieselben so, dass der kaufende Kunde eben die Mindestkurse bezahlen muss, dass der Verkäufer aber zu denselben gewöhnlich nichts anbringen kann und *ohne* Notiz viel tiefer verkaufen muss, will er sein Papier los sein. Ein besonders schlagendes Beispiel ist die 3 % französische Rente, für welche oft wochenlang derselbe Mindestkurs aufrechtgehalten wurde, ohne dass zu demselben effektiv verkauft werden konnte und erst, wenn es gar nicht mehr anders ging, wurde er ein wenig ermässigt. Aber trotz alledem ist er von zirka 82 auf 67 gefallen. Die geöffneten internationalen Börsen haben auch durch weitere Einschränkungen den Verkauf so erschwert, dass er in vielen Fällen zur Unmöglichkeit wird. Zudem sind die Börsen von Paris und London am Samstag gewöhnlich ganz geschlossen. Überall müssen die Titel sofort geliefert werden, ja London verkauft überhaupt nur solche Titel, die schon vor dem Krieg in England lagen, gar nicht zu reden davon, dass kein Papier verkauft wird ohne die Erklärung, dass es nicht aus dem feindlichen Ausland stammt. Für uns käme von allen diesen Massregeln einzig etwa die sofortige Lieferung der Titel in Betracht, und es ist auch bei der Eröffnung unserer Börse offiziell darauf aufmerksam gemacht worden, dass der Käufer die Abnahme der Titel verweigern kann, wenn sie nicht innerhalb der durch die Usancen vorgesehenen Frist von fünf Tagen geliefert werden. Man wollte damit dem Vermittler die Möglichkeit an die Hand geben, auf den säumigen Verkäufer einen Druck auszuüben. Genf beschloss seinerzeit ebenfalls, dass die Titel am Tage des Verkaufs selbst oder spätestens am darauffolgenden Tage zu liefern seien, doch sind derartige Bestimmungen nur Palliativmittel, die das Geschäft erschweren, ohne grössere Verkäufe zu verhindern. Das Genfer Comité des Agents de change beschloss ausserdem, dass es eine Notierung verbieten kann, wenn ein Kurs zu niedrig schien oder eine Offerte keinem Begehren begegnete. Diese Bestimmung wurde auch aufrechtgehalten, als das Geschäft in Aktien dort wieder eröffnet wurde. Sie ist ohne Zweifel sehr wirksam, gibt aber dem Vorstand Kompetenzen in die Hand, die bei unserer vollständig verstaatlichten Börse die Behörden einem Vorstand nie gewähren würden und die sich, offen gestanden, die Mitglieder der Börsenkammer auch schwerlich gefallen lassen würden.

Viel geschrieben wurde in letzter Zeit auch über ein zu gründendes *Omnium* [1]), das mit Unterstützung der Nationalbank die auf den Markt kommenden Titel aufnehmen und behalten würde, bis bessere Zeiten kommen. Dieser Gedanke ist hier im Kreise des Börsenvorstandes bereits im Dezember angeregt worden, als die Vorbereitungen für die Wiedereröffnung der Börse getroffen wurden. Es wurde aber schon damals bemerkt und trifft heute noch ganz gleich zu, dass ein solches Omnium nur Erfolg verspricht, wenn es auf sehr breiter Basis errichtet wird und sich alle interessierten Kreise, also speziell neben den Grossbanken auch die Kantonalbanken daran beteiligen. Die ersten Fühler, die wir damals ausstreckten, begegneten wenig Gegenliebe, und darum wurde der Gedanke fallen gelassen. Ob heute dafür mehr Neigung vorhanden ist, vermag ich nicht zu beurteilen, aus der Presse liess sich darüber kein Urteil bilden. — Selbst von einer Art Kursversicherungsgesellschaft hat man gesprochen, wer sich aber dazu hergeben soll, in Kriegszeiten, deren weitere Gestaltung niemand voraussehen kann, ein solches Risiko zu übernehmen, ist mir nicht recht erfindlich.

Alle die erwähnten Massregeln bringen keine ganz befriedigende Lösung, vielleicht ist in unserer Mitte jemand, der uns eine solche vorzuschlagen weiss. Inzwischen haben sich glücklicherweise die Verhältnisse an unseren schweizerischen Börsen gebessert. Durch die freie Entfaltung der Kräfte konnte der Markt sich aus sich selbst heraus erholen, die Käufer haben sich so zahlreich eingestellt, dass nicht nur alles Material schlank aufgenommen wurde, sondern dass sich, wie

---

[1]) Den Namen „Omnium“ gibt sich bisweilen ein *Syndikat*, von dem auch Anteilscheine ausgegeben werden können, und das sich gebildet hat, um für Rechnung der Beteiligten Wertschriften oder Waren einzukaufen und für gemeinsame Rechnung wieder zu verkaufen.

wir gesehen haben, auch die Kurse teilweise schon ganz erheblich befestigen konnten. Das Schlimmste scheint also überstanden; überdies fehlt es für die Zukunft ja auch nicht ganz an freundlicheren Ausblicken. Von Frieden darf man allerdings leider noch nicht reden. Auch die wunderbaren Möglichkeiten will ich nur antönen, die sich für unser kleines Land eröffnen, wenn es bis zuletzt nicht in den Kampf hineingezogen wird und dann aller Welt als ein unberührbarer Ort des Friedens und der Sicherheit erscheinen muss. Aber reden wir nur vom Nächstliegenden, so ist es doch kein Ding der Unmöglichkeit — die letzten Tage haben es uns bewiesen — dass die Wechselkurse sich wieder bessern, was die Verkäufe sofort weniger lohnend gestalten würde; ebenso bildet der Rückgang der Obligationenkurse an sich ein Korrektiv gegen Ausschreitungen nach unten, da mit den weichenden Kursen das Ausgebot kleiner wird, weil die Verluste zu gross werden. Bereits haben die deutschen Verkäufe nachgelassen, und sie werden ohne Zweifel weiter stark nachlassen, sobald die Subskription auf die neueste Kriegsanleihe geschlossen ist.

Allen diesen Gründen Rechnung tragend, waren die Börsenvorstände in der erwähnten Konferenz denn auch übereinstimmend der Ansicht, dass für den Augenblick Mittel besonderer Art nicht mehr nötig scheinen, um den Rückfluss unserer Obligationen aus dem Ausland einzudämmen. Die Vorstände wollen aber für den Fall, dass sich unversehens die Lage für die wirtschaftlichen Interessen unseres Landes doch noch gefahrdrohend gestalten sollte, in Fühlung bleiben und sich grössere Verkäufe signalisieren; denn hat die Gefahr von seiten Deutschlands zweifelsohne abgenommen, so muss immer noch die Möglichkeit ins Auge gefasst werden, dass in Frankreich das gleiche Mot d'ordre wie in Deutschland ausgegeben und unter dem Drucke der Verhältnisse entgegen aller Wahrscheinlichkeit, entgegen allen Erwartungen befolgt wird. Dass in diesem Fall unsere Märkte noch auf eine viel härtere Probe gestellt würden als bis anhin, ist keine Frage. Vielleicht würde es sich dann als von guter Wirkung erweisen, wenn die Schweizerische Nationalbank die Belehnung unserer sogenannten goldgeränderten Werte erleichterte und dafür Vorzugsbedingungen aufstellte, damit Kapitalisten, die nicht gerade über flüssige Mittel verfügen, von der aussergewöhnlichen Gelegenheit aber doch gerne profitieren möchten, der Kauf erleichtert wird. Unterdessen wollen wir uns nicht bange machen lassen und unentwegt fortfahren, das Publikum durch sachgemässe Aufklärung zu beruhigen. Was dadurch erreicht werden kann, haben wir seit drei Wochen Tag für Tag beobachten können. Auch die Presse kann da viel mithelfen. Immer wieder muss darauf hingewiesen werden, welch gute Verzinsung unsere Staatsfonds, zu denen ja jetzt auch die Obligationen der verstaatlichten Bahnen gehören, unsere Kantons-, Städte- und Gemeindeanleihen abwerfen, welch grosse Rückzahlungschancen sie bieten, wie sie jederzeit leicht verkäuflich sind und im Notfall vorteilhaft belehnt werden können. Besonders aber wollen wir die Fahne hochhalten und es laut verkünden, dass diese Werte zu den bestfundierten, sichersten gehören, die es überhaupt gibt. Darauf dürfen wir unsere feste Zuversicht gründen!

Schweizerische im Ausland domizilierte Wertpapiere.

Wir geben nachstehend ein Verzeichnis der schweizerischen Wertpapiere, die, soweit uns bekannt, an ausländischen Börsen kotiert und deren Coupons im Auslande zahlbar sind. Es war indes nicht immer möglich, die Währungen, in denen die Coupons und rückzahlbaren Titel im Auslande zahlbar sind, festzustellen.

Schweizerische Eidgenossenschaft.

Titel:	Kotiert und Coupons zahlbar in:	Ende 1914 im Umlauf:
3 % von 1897	Paris, in französischer Währung zahlbar	Fr. 20,200,000
3 % von 1903	Paris, in Schweizerwährung (mittlerer Sichtkurs Schweiz) . .	„ 68,110,000
5 % Gold Notes von 1915	New-York (ein Teil ist bereits in die Schweiz zurückgewandert), in U. S. A. in Goldwährung zahlbar	$ 15,000,000
		à 5. 20 = Fr. 78,000,000

Titel	Kotiert und Coupons zahlbar in:	Ende 1914 im Umlauf:
Schweizerische Bundesbahnen.		
3 % Rente von 1890 . .	Paris, London, Brüssel, Amsterdam, Frankfurt a. M. und Berlin, Coupons in Frankfurt a. M., Berlin und Darmstadt zum festen Wertverhältnis von Fr. 1000 = M. 808 = £ 39.12.0. Laut Saling Coupons zahlbar auch in Köln, Mülhausen, Stuttgart, Strassburg. Laut dem Prospekt in Brüssel und Amsterdam nicht kotiert. In französischer, deutscher und englischer Währung zahlbar	Fr. 69,333,000
3½ % Serie A—K von 1899/1902	Berlin, Frankfurt a. M., Paris, London, Amsterdam, Brüssel, im Auslande zum Sichtkurse auf die Schweiz	„ 485,200,000
3½ % von 1910 . . .	Paris, zum Sichtkurse auf die Schweiz zahlbar	„ 80,000,000
4 % von 1912/1914 . .	Berlin, Frankfurt a. M., Schweiz. Sichtkurs	„ 143,750,000
3 % différé von 1903 . .	Paris, mittlerer Schweiz. Sichtkurs	„ 147,925,000
4 % Rente von 1900 . .	Paris, zahlbar in Berlin und Frankfurt a. M., zum Sichtkurs auf die Schweiz	„ 75,000,000
4 % Zentralbahn v. 1876 .	Paris, in französischen Franken zahlbar	„ 19,285,000
4 % Zentralbahn v. 1880 .	Berlin, Frankfurt a. M., Paris, zahlbar in Hamburg, Strassburg, Stuttgart, Mülhausen, in französischer Währung zahlbar, in Deutschland zum Wechselkurse mindestens M. 0. 80 = Fr. 1	„ 17,925,000
3½ % Gotthardbahn 1895	Berlin, Frankfurt a. M., Leipzig, Köln, in Schweizerfranken zahlbar	„ 96,490,000
3½ % Jura-Simplon 1894	Berlin, Frankfurt a. M., zahlbar in Darmstadt, Schweiz. Sichtkurs	„ 159,172,000
Kantone.		
Bern 3 % von 1895 . .	Frankfurt a. M., zahlbar ausserdem in Berlin, Karlsruhe, München, Mülhausen, Stuttgart, Strassburg, zum festen Kurse M. 1 = Fr. 1. 25, in Paris in französischen Franken	„ 41,320,500
Bern 3 % von 1897 . .	Paris, französische Franken, in England zu Fr. 25. 25 = £ 1 .	„ 46,603,500
Bern 3½ % von 1899 .	Paris, französische Franken	„ 12,935,000
Bern 3½ % von 1900 .	Paris, in französischer Währung für den in Frankreich plazierten Teil zahlbar	„ 19,356,000
Bern 3½ % von 1905 [1]) .	Paris, Sichtkurs Schweiz	„ 30,000,000
Bern 3½ % von 1906 .	Paris, mittlerer Sichtkurs Schweiz	„ 20,000,000
Freiburg 3 % von 1892 .	Paris, in französischer Währung	„ 15,401,000
Freiburg 3½ % von 1899	Paris, in französischer Währung	„ 11,030,000
Freiburg 3 % von 1903 .	Paris, in Schweizerwährung	„ 39,403,000
Freiburg 4—3½ % diff. von 1907	Paris, in französischer Währung zahlbar, sowohl in Frankreich wie in der Schweiz (Sichtkurs auf Paris)	„ 25,000,000
Freiburg, Prämienobligationen von 1902 .	Amsterdam, Paris	„ 7,110,000
Freiburg, Prämienobligationen von 1860 .	Berlin, Frankfurt a. M., zahlbar München, Paris	„ 6,000,000
Graubünden 3 % v. 1897	Paris, französische Franken	„ 8,742,000
Wallis 3½ % von 1898 .	Paris, französische Franken	„ 1,000,000
Zürich 3½ % von 1907 .	Paris, in Schweizerwährung (Sichtkurs auf Schweiz)	„ 10,000,000

[1]) Anleihen der Hypothekarkasse des Kantons Bern.

Titel:	Kotiert und Coupons zahlbar in:	Ende 1914 im Umlauf:
	Städte.	
Freiburg, Prämienobligationen von 1878 .	Paris	Fr. 631,862
Zürich 3½% von 1889 .	Berlin, Frankfurt a. M., zahlbar Darmstadt und Paris, zahlbar zum Sichtkurse auf die Schweiz (an Auslandsbörsen nicht kotiert)	„ 15,000,000
	Verschiedene.	
Freiburger Staatsbank, 2% Prämienoblig. von 1895	Amsterdam, Sichtkurs auf Schweiz	„ 3,301,600
Berner Alpenbahngesellsch. Vorzugsaktien	Paris, Schweiz. Sichtkurs	„ 27,000,000
Oblig. 4% Frutigen-Brig	Paris, Schweiz. Sichtkurs	„ 29,000,000
Obligationen 4% Moutier-Longeau	Paris, Schweiz. Sichtkurs	„ 23,000,000
Schweiz.-Argentinische Hypothekenbank, 5% Obl. von 1912, Serie D . .	Amsterdam, Schweiz. Sichtkurs	„ 8,000,000
Bank für elektr. Unternehmungen, Zürich, Aktien	Berlin, Frankfurt a. M., zahlbar Darmstadt und Köln, Mailand (in Deutschland zum schweizerischen Sichtkurs)	„ 75,000,000
Bank für elektr. Unternehmungen, Zürich, Oblig. 4% Litt. A. 1896 . .	Berlin, Frankfurt a. M. Fr. 1000 = M. 810. Dazu ursprünglich Fr. 43,000,000, die in Deutschland nicht gehandelt werden, obwohl in Berlin und Frankfurt a. M. Zahlstellen errichtet sind	„ 22,549,000
Bank für Orientalische Eisenbahnen. Zürich, Aktien	Berlin, Frankfurt a. M.	„ 35,000,000
Oblig. 4¼% v. 1907 .	zahlbar in Berlin, Frankfurt a. M., Stuttgart, Wien . . . . . In Wien zum Sichtkurs auf Deutschland oder die Schweiz. Noch 7.5 Millionen Fr. in der Schweiz plaziert, für welche dieselben Zahlstellen als für oben erwähnte 30 Millionen errichtet sind.	„ 30,000,000
A.-G. Brown, Boveri & Co., Baden, Aktien . . .	Berlin, Frankfurt a. M., Schweiz. Sichtkurs	„ 32,000,000
Cie. Gén. Suisse pour la Fabrication de Chocolats fins, Montreux, Aktien .	Paris, Schweiz. Sichtkurs	„ 1,500,000

Ausserdem sollten laut Prospekt unter anderen die Obligationen und Aktien der *Furkabahn* an der Pariser Börse zur Kotierung gelangen; das ist aber anscheinend bis jetzt nicht erfolgt, trotzdem die Titel fast ausschliesslich in Frankreich plaziert worden sind.

Total der angeführten Werte:

Anleihen	Fr. 1,885,773,462
Aktien	„ 170,500,000
Total	Fr. 2,056,273,462

Ohne Gewähr für Vollständigkeit.