Die Neuordnung des Effektenbörsen- und Emissionswesens[1]).

Von Dr. **A. Meyer**, Chefredakteur der „N. Z. Z."

Die Fragen, die im nachfolgenden eine kurze Erörterung finden sollen, sind so eminent praktischer Natur, dass ich auf eine theoretische und historische Einleitung glaube verzichten zu können. Umsomehr, als über das Wesen der Effektenbörse und ihre Funktion in der modernen Volkswirtschaft bei Theorie und Praxis so ziemlich Übereinstimmung herrscht. Einzig über die wirtschaftlichen und politischen Wirkungen der Börse mögen vorerst noch einige Hinweise gestattet sein.

Die Effektenbörse ist der organisierte Markt der Kapitalien, insbesondere der eine langfristige Anlage suchenden Gelder. Die Wichtigkeit dieses Zentralpunktes von Nachfrage und Angebot auf dem Kapitalmarkt ist naturgemäss grösser geworden in dem Verhältnis, als die Quote der mobilen Werte in der modernen Volkswirtschaft an Umfang gewonnen hat. Die absolute und relative Zunahme der mobilen Werte lässt sich in der Schweiz und anderswo statistisch einigermassen nachweisen; man rechnet, dass in der Schweiz z. B. ein reichliches Drittel des gesamten Volksvermögens (von 30 Milliarden rund 11) in mobilen Werten (Aktien und Obligationen) angelegt ist. Augenfällig wird die Bedeutung des Kapitalmarktes in der heutigen Volkswirtschaft durch die Betrachtung der riesenhaften Unternehmungen, die Kapitalmengen repräsentieren, deren Grösse weit über die Mittel der einzelnen, auch der Reichsten, hinausgehen. Die Möglichkeit, diese Unternehmungen, unter denen namentlich die Eisenbahnen und übrigen Transportetablissemente, sowie die grossen industriellen Anlagen in Betracht fallen, zu schaffen, wurde erreicht durch die Assoziation der Kapitalien in der juristischen Form vornehmlich der Aktiengesellschaft. Dieser wird daher die kapitalistische Entwicklung zu einem guten Teile zugeschrieben. Sehen wir näher zu, so werden wir gewahr, dass die Bedeutung und der Erfolg der Aktiengesellschaft in der Tatsache liegen, dass einerseits das Unternehmen die Sicherheit hat, die ihm von einer Anzahl einzelner in Form der Aktieneinzahlung gewährten Kapitalzuschüsse bis zum Ende seiner Existenz zu besitzen, während anderseits die so gewährte Kapitaleinlage für den einzelnen jederzeit und ohne Förmlichkeit veräusserlich und damit in Geld umwandelbar ist. Diese nach den zwei Seiten so verschiedene Wirkung der Beteiligung kommt zustande durch jene geniale Einrichtung: das Inhaberpapier. Es bildet für den Einzelnen den bequemen Schein, den er jederzeit zu Geld machen kann, weil er frei veräusserlich und formlos begebbar ist. Aber freilich, das Inhaberpapier gewährt nur die *rechtliche* Möglichkeit, dass der einzelne seinen dem Unternehmen gewährten Kapitaleinschuss ohne Wirkung auf den Kapitalbestand des Unternehmens wieder flüssig macht und zu seiner Verfügung zurückerhält. Und dieses Papier wäre ein leerer Schein, wenn nicht ein tatsächlicher *Markt* die wirtschaftliche Möglichkeit für diese Veräusserung böte. Diesen Markt, den Ort, wo Nachfrage und Angebot für langfristiges Kapital zusammenfliessen, bildet die Effektenbörse. Sie erst gibt also den Rechtsinstitutionen der Aktiengesellschaft und des Inhaberpapiers den realen wirtschaftlichen Untergrund; sie wirkt daher dort mit, wo es scheint, dass die Kapitalassoziation in Form der Aktiengesellschaft und die Einrichtung des Inhaberpapiers es gewesen seien, die die grossartigen Werke moderner Technik haben schaffen helfen. Ähnlich wie bei der Aktie liegt der Fall bei der Staatsschuldverschreibung und der Obligation privater Gesellschaften; auch da geniesst der Staat oder die private Gesellschaft die für die Anleihensdauer zur Verfügung gestellten Gelder, während für den Gläubiger die Einlage in Form einer Inhaberobligation jederzeit frei veräusserlich ist. Aber auch hier ist die Existenz eines Marktes für die Schuldverschreibungen das wesentliche Erfordernis für die wirtschaftliche Wirksamkeit der juristischen Form und daher ist auch für das Zustandekommen der grossen staatlichen Werke und Unternehmungen die Effektenbörse die wirtschaftliche Voraussetzung. Für die Finanzierung unserer volkswirtschaftlichen Unternehmungen und unserer öffentlich-rechtlichen Korporationen ist also die Effektenbörse eine notwendige Einrichtung.

Nun ist allerdings die Einschränkung zu machen, dass die Effektenbörse nicht die einzige und ausschliessliche Stelle ist, an der Nachfrage und Angebot auf dem Kapitalmarkte sich begegnen und ausgeglichen werden. Mit dem Anwachsen der Banken, mit dem

[1]) Vortrag, gehalten am 7. April 1916 in der Volkswirtschaftlich-Statistischen Gesellschaft von Zürich.

Eintreten der Erscheinung, die wir als die Konzentration im Bankwesen bezeichnen, haben namentlich die Grossbanken fortschreitend einen Teil dieses Marktes übernommen und unter Umgehung der Börse erledigt. Man kann daher nicht leugnen, dass die Grossbanken bei uns und anderswo die Machtstellung der Börse einigermassen geschmälert oder wenigstens nicht so haben sich erweitern lassen, wie es auf Grund des gewachsenen Umfanges der mobilen Werte in der Volkswirtschaft sonst wohl der Fall gewesen wäre. Aber die Börse hat doch immer noch eine unerlässliche und von den Banken nicht ersetzbare Funktion in der offiziellen Preisnotierung, die eben nur sie leisten kann. Vermöge der amtlichen Kursfestsetzung ist die Börse meistens auch für die von den Banken unter Umgehung der Börse vermittelten Wertpapiertransaktionen massgebend. Die Allgemeinheit hat daher auch so noch ein grosses Interesse am Bestehen und an der richtigen Funktion der Börse. Die Notierung an der Börse bildet auch heute noch für jedes Wertpapier eine *wertvolle Erhöhung seiner Umsatzfähigkeit*; sie stellt gewissermassen einen „Geleitbrief" für den Werttitel dar.

Das zeigt sich besonders bei den *Auslandswerten.* Durch Einführung an der Börse können sich ausländische Wertpapiere eine Popularität und Gangbarkeit in unserem Lande erringen, wie das sonst nicht leicht möglich wäre. Man denke etwa an die Aktien der Gœrz and Co. Ltd. oder der Mexican National Railway Co., die — leider nicht zum Vorteil für das schweizerische Kapital — in Millionenbeträgen bei uns Aufnahme fanden und umgesetzt wurden. Mit Rücksicht auf die Auslandswerte tritt die wirtschaftspolitische und politische Bedeutung der Börse zutage. Die Börse vermag bestimmend auf die Richtung des Kapitalexports zu wirken. Die ausländische Kapitalanlage stellt nicht ein rein privatwirtschaftliches Geschäft dar, sondern sie kann auf die Wirtschaft und Politik der Gesamtheit von Einfluss sein. Sie sollte daher auf die allgemeinen Interessen Rücksicht nehmen. In Grossstaaten ist man darüber wohl orientiert. Der einstige berühmte Direktor der deutschen Bank, Georg v. Siemens hat einmal den Ausspruch getan, die Börse vertrete im Frieden die Stelle der Armee im Kriege. Wir haben in der Weltpolitik Tatsachen zur Illustrierung dieses Satzes.

In einem Lande, wie der Schweiz, die keine Grossmachtpolitik treibt, kann die Anlage heimischen Kapitals im Ausland weniger für rein politische Zwecke herangezogen, wohl aber kann und sollte sie der Befruchtung der eigenen Volkswirtschaft dienstbar gemacht werden. Der Umstand freilich, dass die schweizerische Finanz bei den internationalen Finanztransaktionen in der Regel nicht selbständig aufzutreten vermag, sondern gewöhnlich in Form einer Unterbeteilung mitwirkt, macht naturgemäss die Erfüllung solcher Bedingungen schwieriger. Immerhin sollte es nicht unmöglich sein, unsere allgemein wirtschaftlichen Interessen bei solchen Auslandsanlagen besser zur Geltung zu bringen als bisher. Ein Beispiel aus der deutschen Finanzgeschichte der letzten Jahre mag auch für uns lehrreich sein, auch wenn uns die Verhältnisse aus den angegebenen Gründen nicht leicht gestatten werden, ähnlich zu verfahren. Die bulgarische Regierung schloss nämlich im Jahre 1910 mit einem internationalen Konsortium eine viereinhalbprozentige Anleihe ab. Dem Konsortium gehörte nur eine einzige deutsche Firma, das Hamburger Bankhaus Schröder Gebrüder & Co., also nicht einmal eine Grossbank, an. Als nun diese Firma die Zulassung der Titel des Anleihens zur Notierung an der Hamburger Börse nachsuchte, weigerte sich auf Veranlassung des Auswärtigen Amtes die Zulassungsstelle, und sie gab dem Antrage erst statt, als Bulgarien im Jahre 1911 sich dazu herbeigelassen hatte, seinen Zolltarif in einer grössern Zahl von Positionen zu ändern, und als der Handelsvertrag zwischen Bulgarien und Deutschland geschlossen worden war.

Wenn so die Börse die Interessen der heimischen Volkswirtschaft wahren soll, so muss sie eine Organisation besitzen, die ihr oder der Aufsichtsbehörde eine derartige Berücksichtigung der allgemeinen Gesichtspunkte erlaubt. Ich muss leider an die Spitze meiner Bemerkungen über die schweizerischen Börsen den Satz stellen, dass unsere Börsen, weit entfernt, irgendwelchen allgemeinen Interessen wirtschaftlicher oder politischer Art namentlich bei den Auslandswerten Einfluss zu gewähren, sogar den finanztechnischen Gesichtspunkten bei der Zulassung zur Börsennotierung nur ganz ungenügend Rechnung tragen. Aus diesem für uns unvorteilhaften, ja gefährlichen Zustand muss, glaube ich, die Notwendigkeit gründlicher und rascher Besserung abgeleitet werden.

Die Effektenbörse, deren Entstehung ins Mittelalter zurückweist, hat bis in verhältnismässig neuere Zeit nur eine ziemlich lose *Organisation* besessen. Die Börsen entstanden im Zeichen der Handelsfreiheit. Sie sind allerdings in den meisten Staaten — eine Ausnahme bilden die Staaten englischen Rechtes — der Staatsbehörde unterstellt worden. Die staatliche Ingerenz bezog sich indessen im wesentlichen nur auf die Bewilligung zur Errichtung der Börse und auf die Genehmigung der Statuten. Namentlich die Kontrolle über die Zulassung der Effekten zum Börsenhandel hat erst sehr spät eingesetzt. Bis in die neueste Zeit war es einem Emissionshaus ohne weitere Beschärn-

kung möglich, ein Wertpapier zum Börsenhandel zu bringen. Nach und nach kamen die grösseren Börsen dazu, für die Zulassung der Wertpapiere zum Börsenhandel die Genehmigung des Börsenvorstandes oder Ausschusses vorzusehen. Bemerkenswert ist für uns namentlich die Entwicklung in Deutschland. Zu Anfang der achtziger Jahre wurden zum ersten Mal Normen für die Zulassung der Wertpapiere in die Berliner Börsenordnung aufgenommen, und als dann im Jahre 1896 das Reichsbörsengesetz erlassen wurde, hatten fast alle deutschen Börsen eine sogen. Zulassungsstelle, d. h. ein besonderes Organ (Ausschuss), das nach gewissen, vorwiegend finanztechnischen Grundsätzen über die Zulassungsbegehren zu entscheiden hatte [1]). In den übrigen Staaten ist die Institution der Zulassungsbehörde nicht in dieser Weise ausgebildet; immerhin macht sich so ziemlich überall in der Praxis ein Zusammengehen der Börse mit der Regierung und Diplomatie in einzelnen wichtigen Fällen geltend.

Über die Einrichtung der schweizerischen Börsen ist nicht viel zu berichten. Das wichtigste, die Kotierungsvorschriften, sind sowohl in Zürich, wie auch in Basel und Genf, recht dürftig. Es wird verlangt, das das Zulassungsbegehren einige Zeit im Börsenlokale angeschlagen werde, dass eine kleine Anzahl Prospekte, Jahresberichte und Statuten eingereicht werden, dass Zinsen und Kapital spesenfrei am Platze ausbezahlt werden, und dass endlich auch eine Bekanntmachung in der Presse erfolge. Das Zürcher Kotierungsreglement stellt das sehr berechtigte Verlangen, dass die Gesellschaft, die ein Wertpapier an die Börse bringen will, öffentlich Rechnung abzulegen und gedruckte Jahresberichte herauszugeben hat. Dass dem Vorstande der Zürcher Börse ausdrücklich die Obliegenheit überbunden wird, die Prüfung der Übereinstimmung der eingesandten Prospekte mit den Statuten, eventuell den Jahresrechnungen, vorzunehmen, ist ebenfalls durchaus sachgemäss. Das Basler Reglement geht über die Bestimmungen der andern schweizerischen Börsen in dem Punkte hinaus, dass es bestimmt, welche Angaben der Zulassungsprospekt zu enthalten hat, wobei indessen nur ungefähr das verlangt wird, was naturgemäss sozusagen in jedem Prospekte vorkommt [2]).

Kurz zusammengefasst sind es einige Vorschriften über die Einlieferung der Aktenstücke bei der Stellung des Zulassungsbegehrens und einige Vorschriften über die Publizität, die wir bei den Schweizer Börsen finden. In beiden Richtungen zeigt sich die bescheidenste Zurückhaltung. Man gewinnt den Eindruck, es könne gar nicht sein, dass ein Zulassungsbegehren, wenn es in einigermassen ordentlicher Form gestellt wird, abschlägig beschieden werde. Diese Vorschriften sind unzeitgemäss. Einmal finanztechnisch, weil sie namentlich in Hinsicht auf die vorzubringenden Unterlagen und in der Richtung der Publizität ungenügend sind. Sie tragen überdies den allgemein wirtschaftlichen Interessen grundsätzlich keinerlei Rechnung und berücksichtigen die Tatsache also nicht, dass die ausländische Kapitalanlage neben den privatwirtschaftlichen auch von wirtschaftspolitischen Gesichtspunkten aus beurteilt werden muss. Dieser Zustand ist wiederholt kritisiert worden. Ein Kritiker hat in der „N. Z. Z.“ vor einigen Jahren auf einen Fall hingewiesen, wo eine deutsche Industrieaktie an einer deutschen Börse ohne Erfolg zur Zulassung zu bringen versucht worden war, während sie an schweizerischen Börsen ohne weiteres Zugang fand. Das hatte zur Folge, dass das betreffende Industrieunternehmen, das eine direkte Konkurrenz zur schweizerischen Industrie bildet, zum grossen Teil von der Schweiz finanziert wurde. Der Kritiker fügte dieser Konstatierung bei, dass bei uns der Markt für Wertpapiere „Freiland“ sei, und dass unsere Börsen als Allmenden ausgenüzt würden. Wie es denn ja vorkam, dass sogar die Centralbank Bern seinerzeit für die Werte einzelner ihrer Gründungen die Zulassung an der Zürcher Börse erlangte.

Wenn ich im nachfolgenden einige Vorschläge zur Reform vorbringe, so stütze ich mich vor allem auf die Erfahrungen, die im Deutschen Reiche mit der seit 1896 reichsgesetzlich geschaffenen Ordnung des Börsenwesens gemacht worden sind. Ähnliche Erfahrungen positiver Art stehen uns sonst leider nirgends zu Gebote.

Woran die Inferiorität unserer Börsenverhältnisse vor allem hängt, ist der Mangel einer eigentlichen *Zulassungsstelle.* Das deutsche Börsengesetz schreibt vor, dass die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel an jeder Börse durch eine Kommission erfolgt, die als Zulassungsstelle bezeichnet, deren Zusammensetzung bestimmt und deren Aufgabe in den Grundzügen normiert wird. Diese Aufgabe ist einmal finanztechnischer Art. Da hat die Zulassungsstelle die Vorlegung der Urkunden, welche die Grundlage für die zu emittierenden Wertpapiere bilden, zu verlangen und diese Urkunden zu prüfen. Das scheint ungefähr das, was in dem zürcherischen Kotierungsreglement enthalten ist; es ist aber zu sagen, dass die erwähnte Gesetzesvorschrift nur die allgemeinen Weisungen enthält, während eine „Bekanntmachung des Reichskanzlers“ eine ausführliche Spezialisierung dieser Postulate bringt, wie sie eben in den Reglementen unserer Börsen fehlen.

---

[1]) Dr. P. *Jacobs,* Die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel, Berlin 1914.

[2]) *R. Lüscher-Burckhardt,* Die schweizerischen Börsen, gibt eine Zusammenstellung dieser Bestimmungen.

Diese Bekanntmachung enthält u. a. ein einlässliches Bilanzschema. Zur weiteren Illustration, mit welcher minutiösen Detaillierung diese Vorschriften aufgestellt sind, seien zwei einzige von den 13 Ziffern des § 8 erwähnt, wo es heisst, dass bei Wertpapieren einer Aktiengesellschaft der Prospekt zu enthalten habe:

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

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

Mit einer vorbildlichen deutschen Gründlichkeit geht man, wie aus dieser Probe ersichtlich ist, hier legislatorisch zu Werke. Die Tendenz ist die, dass alles das der Zulassungsstelle vorgelegt werden muss, was zur Beurteilung des einzuführenden Wertes relevant ist. Diesen Bestimmungen gegenüber erscheinen die Vorschriften der schweizerischen Börsen wahrhaft embryonal. Entsprechend den einlässlichen Vorschriften ist natürlich die Prüfungspflicht der deutschen Zulassungsstelle weit eingreifender als diejenige der Vorstände schweizerischer Börsen.

Es wäre nun durchaus ein Irrtum, wollte man etwa annehmen, dass die deutschen Zulassungsstellen durch diese Prüfung dazu zu gelangen bestimmt wären, ein Urteil abzugeben, ob die einzuführenden Effekten sicher seien und ein Kapitalverlust bei ihnen nicht zu erwarten stände. Von einer solchen Auffassung muss man sich unbedingt losmachen, wenn man nicht zu gefährlichen Selbsttäuschungen kommen will. Denn die Zulassungsstelle, die wir auch für die Schweiz anstreben müssen, hat nicht den Zweck, dem Anlagesuchenden die eigene Prüfung abzunehmen; ihr kommt vielmehr der Charakter einer „Marktpolizei“ zu, die den Verkäufer zwingt, genaue Angaben über die Qualität der an den Markt zu bringenden Waren zu machen[1]). Denn neben dieser Prüfungspflicht ist der Zulassungsstelle weiter vorgeschrieben: „dafür zu sorgen, dass das Publikum über alle zur Beurteilung der zu emittierenden Wertpapiere notwendigen tatsächlichen und rechtlichen Verhältnisse soweit als möglich informiert wird, und bei Unvollständigkeit der Angaben die Emission nicht zuzulassen“.

In Erfüllung dieser Forderung sorgt die deutsche Zulassungsstelle für eine ausreichende und wirklich aufklärende Publizität. Sie schreibt die Veröffentlichung des Prospektes in einer Form vor, wie sie ihr nach der durch die Prüfung des vorliegenden reichen Materials gewonnenen Kenntnis sachgemäss erscheint[1]). Sie unterscheidet sich hier stark von den Forderungen schweizerischer Börsenvorstände, die es geschehen lassen, dass der publizierte Einführungsprospekt eines Wertpapiers nicht einmal eine Bilanz enthält, also der unumgänglichsten Anhaltspunkte für die Beurteilung des Publikums entbehrt. Ich will nur andeuten, was für ein ungleich wertvolleres Material die bei den deutschen Börsen übliche Publizität der Handelspresse zur Verfügung stellt als die bei uns gewohnte. Auch sei bloss mit einem Worte darauf hingewiesen, dass die Praxis der deutschen Zulassungsstellen zur Besserung der Sitten im Aktienwesen nicht wenig beigetragen hat.

Soll die Prüfung ein zutreffendes Urteil ermöglichen, und soll die Veröffentlichung wirkliche Anhaltspunkte zur Wertung geben, so müssen die von der Gesellschaft vorgebrachten Unterlagen zuverlässig sein. Das ist natürlich die allererste Voraussetzung auch bei uns. Aber wenn dies nun nicht zutrifft, wenn die Verwaltung, die ihre Aktien an die Börse bringen will, irreführende Angaben macht? Stellen sich die Angaben als falsch heraus, so ist es möglich, die betreffende Verwaltung für absichtliche Schädigung zu belangen. Allein es wird in solchen Fällen oft nicht viel zu holen sein. Denn die Divergenz zwischen Prospekt und tatsächlichem Resultat wird ja dann hervortreten, wenn das Unternehmen ungünstig arbeitet oder geradezu zahlungsunfähig wird. Dann ist aber eben leider keine Gelegenheit, durch eine Klage finanziell etwas zu erreichen. Um aber die Gefahr irreführender Angaben durch die Gesellschaft auf ein Minimum zu beschränken, ist es nötig, eine *Prospekthaftung* auch der *Banken,* welche die Zulassung be-

[1]) *F. I. Pfleger* und *L. Gschwindt*, Börsenreform in Deutschland, Stuttgart 1897.

[1]) Die bereits zitierte Schrift von *Jacobs* erwähnt einen charakteristischen Fall: Die Aktien der Canadabahn wurden seit langer Zeit an der Berliner Börse notiert. Als im Jahre 1913 neue Aktien der Gesellschaft emittiert und zum Börsenhandel beantragt wurden, musste auf Verlangen der Zulassungsstelle der nachfolgende Passus *durch fetten Druck im Prospekt hervorgehoben* werden: „Gemäss Parlamentsakte von Canada betreffend die Canadische Pacific-Eisenbahngesellschaft vom Jahre 1879 und Letters Patent Charter Section 20 steht der Canadischen Regierung ein Einfluss auf die Fahrpreise und Frachtsätze dann zu, wenn die Gesellschaft genügend verdient, um 10 Prozent p. a. Ertrag auf das bei dem Bau der Canadischen Pacific-Bahn wirklich aufgewendete Kapital zu erzielen. Der Betrag der im Jahre 1902, 1904, 1906, 1907, 1909 und 1911 neu ausgegebenen $19._5$ Mill. Doll., $16._9$ Mill. Doll., $20._{28}$ Mill. Doll., $28._{32}$ Mill. Doll., 30 Mill. Doll. und 20 Mill. Doll. Aktien soll nicht als Baukapital in diesem Sinne angesehen werden.“

Es scheint, dass damals in Deutschland die Meinung verbreitet war, — die sich aus einer wenig gründlichen Lektüre des Prospektes ergab — dass die Canadische Regierung nur eingreifen dürfe, wenn auf das volle Aktienkapital 10 % Dividende gezahlt werden können.

antragen, einzuführen. Der ungemeine Vorteil einer Bestimmung, dass der Antrag auf Zulassung durch eine an der Börse vertretene Bank gestellt werden muss, und dass diese Bank für unrichtige Angaben des Prospektes, soweit diese für die Beurteilung des Wertes erheblich sind, regresspflichtig ist, besteht in der Garantie, dass die betreffende Bank, bevor sie den Zulassungsantrag und den Prospekt einreicht, sich über die Richtigkeit der Angaben vergewissert. Ihre Prüfung wird um so wertvoller sein, als gerade die Bank, die ja manchmal dem Unternehmen durch den Geschäftsbetrieb nahe steht, am ehesten in der Lage ist, mit Sachkenntnis zu prüfen. Der Umstand, dass die Bank mit dem Zulassungsantrag ihren Emissionskredit aufs Spiel setzt, wird noch mehr als die Regresshaftung an sich zu sorgfältiger Feststellung der Zutreffendheit der Angaben veranlassen. Erst die auf Grund solcher Behandlung eingereichten Unterlagen können dann der Zulassungsstelle das verlässliche Material bieten, das sie zu ihrer eigenen Untersuchung bedarf und zum Gegenstand der Publizität machen kann.

Zu diesen Leistungen der Zulassungsstelle in finanztechnischer Hinsicht muss bei uns noch ein anderes kommen: die Wahrung der *allgemeinen Interessen*. Hier lässt die Organisation der schweizerischen Börsen jegliche Kautelen vermissen, und auch in dieser Richtung könnte die Ordnung des deutschen Börsenwesens für unsere Reform ein treffliches Vorbild abgeben. Die Wahrung allgemeiner Interessen wird dort einmal erreicht durch die *Zusammensetzung* der Zulassungsstelle. Während bei uns unter der gegenwärtigen Ordnung ausschliesslich die Börsenmitglieder für die Entscheidung der Zulassung in Betracht kommen, setzt das deutsche Börsengesetz fest, dass mindestens die Hälfte der Mitglieder der Zulassungsstelle aus Personen bestehen muss, die sich nicht berufsmässig am Börsenhandel mit Wertpapieren beteiligen. Darin liegt dem Gedanken nach unleugbar ein grosser Fortschritt gegenüber dem Zustand bei uns. Die Idee ist die, dass den Interessen der Gesamtheit, insbesondere des kaufenden Publikums, eine angemessene Vertretung in der Zulassungsstelle gesichert werde, und es ist sehr bemerkenswert, dass in einer solchen, man möchte sagen, im besten Sinne demokratischen Organisation die Monarchie uns ein Vorbild sein muss. Die Berliner Zulassungsstelle hat die Vorschrift des Gesetzes bei der ersten Bestellung in der Weise ausgeführt, dass in der dreissiggliedrigen Zulassungskommission die Börse mit 15, die Landwirtschaft mit 8, Industrie und Handel mit 5 und die Wissenschaft mit 2 Angehörigen vertreten waren. Auch in der weiteren Bestimmung des Gesetzes, dass von der Beratung und Beschliessung eines Antrages direkt beteiligte Mitglieder ausgeschlossen sind, wird das Gewicht der allgemeinen Interessen verstärkt. Es kommt dann aber namentlich in der Umschreibung des Aufgabenkreises der Zulassungsstelle nachdrücklich zu seinem Recht, indem als Aufgabe neben früher genannten im Börsengesetze noch aufgeführt wird: „Emissionen nicht zuzulassen, durch welche erhebliche allgemeine Interessen geschädigt werden, oder welche offenbar zu einer Übervorteilung des Publikums führen.“

Damit hat nun die Zulassungsstelle und, wenn diese nicht davon Gebrauch machen sollte, die Aufsichtsstelle, letzten Endes die Regierung, eine sichere Handhabe, um eine Zulassung, ganz abgesehen von allen auf das Wertpapier selbst bezüglichen Momenten, zu verweigern. Es ist freilich wünschbar, dass die Regierung in dieser Richtung sich äusserste Zurückhaltung auferlegt. Es sollte vielmehr angestrebt werden, dass eine richtige Organisation der Zulassungsstelle und eine zweckmässige Umschreibung ihres Aufgabenkreises von selbst die allgemeinen Interessen zur Geltung bringen. Immerhin wird man das Eingreifen der Regierung nicht ausschliessen dürfen. Es mag hier ein Fall erwähnt werden, wo es sich darum handelte, der ausländischen Kapitalanlage zeitweise aus Rücksicht auf die eigene Volkswirtschaft entgegenzutreten. Zu Anfang des Jahres 1911, in einer Zeit der Anspannung auf dem Kapitalmarkte, hatte die preussische Finanzverwaltung mit Rücksicht auf diese Marktlage ihren Anleihensbedarf zurückgestellt, nachdem die von ihr befragten Sachverständigen ihr geraten hatten, dem Markte aus Rücksicht auf die Industrie fernzubleiben. Gleichzeitig versuchte aber das Ausland Kapitalbeträge aus Deutschland heranzuziehen, und namentlich Amerika war bemüht, durch hohe Provisionen amerikanische Bahnwerte in Deutschland unterzubringen. Da wurde bekannt, dass eine Berliner Bank beabsichtige, die Aktien der Chicago-Milwaukee-St. Paul-Eisenbahn an der Berliner Börse zur Einführung zu bringen. Darauf erschien Ende Januar 1911 in einem offiziösen Blatte eine Notiz, man habe „an der zuständigen Stelle in Preussen alsbald Veranlassung genommen, in eine Prüfung der Frage einzutreten, ob die Zulassung der Aktien, wenn sie in der Tat beantragt werden sollte, mit Rücksicht auf die Lage des deutschen Geldmarktes zu verhindern sein würde“. Dieser Eingriff der Regierung verhinderte in der Tat die Einführung.

Wenn man die Überzeugung gewonnen hat, dass eine Neuordnung des schweizerischen Börsenwesens im Sinne der vorstehenden Ausführungen angebracht sei, so wird man sich die Frage vorlegen müssen, welches der Weg dieser Neuordnung sein solle. Da drängt sich denn die *bundesrechtliche Regelung* der Materie auf. Die Zulassung eines Wertpapiers an einer ein-

zelnen Börse ist ein Akt, der seine Wirkungen auf den gesamten Kapitalmarkt des Landes, somit über das ganze schweizerische Wirtschaftsgebiet, äussert. Eine Gesetzgebung der einzelnen Kantone, in denen sich Börsen befinden, würde der Sache nicht entsprechen; nur eine Ordnung auf eidgenössischem Boden kann Befriedigendes erreichen. Nun ist die erfreuliche Konstatierung zu machen, dass der Vorsteher des *eidgenössischen Volkswirtschaftsdepartements*, Herr Bundesrat Schulthess, wie aus seiner Antwort auf eine Anfrage in der Session des Nationalrates vom Dezember 1915 und aus dem Geschäftsbericht des Departements für 1915 ersichtlich ist, bereits mit dem Studium der Frage begonnen hat. In jener Antwort äusserte sich Herr *Bundesrat Schulthess* unter anderem folgendermassen:

„Es wird gegenwärtig die Frage studiert,

a) ob es nicht zweckmässig wäre, im Wege der Bundesgesetzgebung Normen über den obligatorischen Prospektinhalt aufzustellen, dergestalt, dass jede Placierung von Wertpapieren, gleichviel, ob diese Werte zum Börsenhandel eingeführt werden sollen oder nicht, die Publikation eines diesen Normen entsprechenden Prospektes voraussetzen würde, und

b) ob es nicht zweckmässig wäre, an Stelle der gegenwärtig fungierenden kantonalen Zulassungsstellen eine eidgenössische Prospektprüfungsstelle einzusetzen, mit der Wirkung, dass keine Prospekte im Lande verbreitet werden dürfen, die seitens dieser Prospektprüfungsstelle nicht genehmigt wurden.

„Es braucht wohl kaum beigefügt zu werden, dass einer solchen Prospektprüfungsstelle nicht die Aufgabe überbunden werden könnte, materiell die Qualität der zur Emission gelangenden Werte zu prüfen. Ihre Aufgabe könnte vielmehr nur formaler Natur sein; sie hätte zu prüfen, ob der Prospekt alle gesetzlich geforderten Angaben enthält, und ferner zu prüfen, ob diese Angaben wahrheitsgemäss sind, d. h. ob sie bei der Emission von Werten des öffentlichen Kredites mit den Rechnungen und Budgets, bei der Emission von Werten erwerbswirtschaftlicher Unternehmungen mit den Angaben der Statuten, den Geschäftsberichten, Bilanzen, Gewinn- und Verlustrechnungen übereinstimmen. Wo diese Voraussetzungen zuträfen, da hätte die Prospektprüfungsstelle auch die Verbreitung des Prospektes zu bewilligen; dagegen sollte ihr das Recht zustehen, diese Bewilligung zu versagen, wo die Emission offenbar zu einer Übervorteilung des Publikums führen würde, oder wo erhebliche allgemeine Interessen durch die Emission geschädigt würden.

„Im Zusammenhange mit der Schaffung des Prospektzwanges und einer Prospektprüfungsstelle wäre eine einheitliche bundesrechtliche Regelung der Prospekthaftung in Aussicht zu nehmen. Der gegenwärtige Rechtszustand ist unbefriedigend.

„Die der Prospektprüfungsstelle einzuräumende Befugnis, die Verbreitung von Prospekten zu verbieten, wenn die Emission zu einer offenbaren Übervorteilung des Publikums führen würde, würde die Möglichkeit schaffen, ausgesprochene Schwindelpapiere vom Markte fernzuhalten, ohne dass die Prüfungsstelle eine auch nur moralische Verantwortung für die Qualität der anderen Werte, deren Prospekte sie bewilligt, übernehmen würde. Weitergehende Befugnisse, etwa materielle Qualitätsprüfung der Effekten und Nichtzulassung riskanter Werte, dürften der Prüfungsstelle nicht eingeräumt werden.

„Der Prospektprüfungsstelle müsste auch die Befugnis eingeräumt werden, die Verbreitung von Prospekten und die Kotierung von Anleihen abzulehnen, falls durch die Zulassung erhebliche allgemeine Interessen geschädigt würden. Dadurch würde die Möglichkeit einer Beeinflussung des Umfanges ausländischer Emissionen gegeben und eine Einwirkung auf den Umfang des Kapitalexportes eröffnet.

„Natürlich kann es sich für die Schweiz, zumal, wenn sie in Zukunft der Sitz internationaler Finanzunternehmungen werden will, nicht darum handeln, die Zulassung fremder Werte auszuschliessen. Wir anerkennen auch die wirtschaftliche Bedeutung des schweizerischen Besitzes an ausländischen Werten, speziell unter dem Gesichtspunkte des Ausgleiches des Ausfalles unserer Handelsbilanz durch die Couponszahlungen, — Direktor Kurz schätzt den schweizerischen Besitz ausländischer Valoren auf 4 $^1/_2$ Milliarden — und unter dem weitern Gesichtspunkte der Förderung der Exportindustrie, aber diese Einsicht hindert nicht, dass gewissen ausländischen Werten der Zutritt zum schweizerischen Markte versagt wird, zumal wenn, wie zu erwarten, der Zufluss fremden Kapitals nach der Schweiz aufhören wird.

„Dadurch würde die Möglichkeit gegeben, Emissionen ausländischer Werte im Hinblick auf nicht befriedigte inländische Kapitalbedürfnisse zu verhindern. Generell könnte die Grenze wohl nicht so leicht gezogen werden, aber im einzelnen Falle würde jeweils eine Entscheidung nicht so schwer zu fallen sein, ob eine offenkundige Verletzung allgemeiner Interessen vorliegt. Bis die Kriegskrisis überwunden ist, wäre offenbar ein strengerer Massstab anzulegen als später.“

Man wird mit Genugtuung von dieser sachkundigen und vorausschauenden Äusserung Kenntnis nehmen und aus ihr ersehen, dass man an massgebender Stelle der Bedeutung der Frage völlig gerecht zu werden beabsichtigt. Die Intentionen des Volkswirtschaftsdepartements gehen über die Anregungen, die wir im vorstehenden

machten, noch hinaus. Sie nehmen einen allgemeinen Prospektzwang für den Wertpapierhandel in Aussicht und sehen eine Prospektprüfungsstelle für alle Emissionen, auch für diejenigen, die nicht an die Börse gelangen, vor. Es erscheint allerdings als eine logische Ergänzung der Einrichtung einer Börsenzulassung, dass auch bei den Wertpapieren, die ausserbörslich umgesetzt werden, ein Prospekt herausgegeben und der Prüfung durch eine Instanz unterstellt werde. Immerhin ist doch die Frage zu erwägen, ob man einer Prüfungsbehörde diese ganze riesige Arbeit überbinden wolle. Wenn sich herausstellen sollte, dass dies aus den einen oder anndern Gründen nicht tunlich wäre, so liesse sich vielleicht der Mittelweg einschlagen, dass die Prospekte für *ausländische* Werte, auch wenn sie nicht an die Börse gelangen, der Prüfung einer solchen Instanz zu unterwerfen wären. Bei den inländischen Werten, die nicht an die Börse kommen, könnte dann von einer solchen Massregel Umgang genommen werden. Es ist ja zu sagen, dass bei den inländischen Werten das Material zur Beurteilung namentlich auch für die Handelspresse viel leichter zu beschaffen ist, als das- jenige über die Auslandswerte, so dass der Vertreibung schwindelhafter inländischer Papiere doch erhebliche Schranken gezogen sind.

Näher zu prüfen wäre weiter die Frage, ob es sich empfiehlt, die Zulassungs- bzw. Prospektprüfungsinstanz zu zentralisieren oder dezentralisiert zu ordnen. Es hätte wohl gewisse Unzukömmlichkeiten, die Zulassungsbehörde für die schweizerischen Börsen, von denen jede ein eigenartiges Betätigungsfeld besitzt, zu zentralisieren. Den Verhältnissen angemessener erscheint die Bestellung *lokaler Zulassungsstellen*, wie sie überall bestehen, sofern die notwendige Einheitlichkeit der Behandlung der Zulassungsbegehren durch die eidgenössischen Vorschriften gesichert würde.

Es mag vielleicht auffallen, dass die Frage der Neuordnung des Börsenwesens heute, mitten in der Kriegszeit, in die öffentliche Diskussion gebracht wird. Es scheint mir aber, dass es sich um eine Angelegenheit handelt, die sofort nach Eintritt normaler Verhältnisse bereits geordnet sein sollte. Wie wenig wir auch darüber wissen, wie das Wirtschaftsleben nach dem Kriege ausschauen wird, so ist doch soviel sicher, dass mit einer intensiven Anspannung auf dem Kapitalmarkte für eine gewisse Dauer gerechnet werden muss. Nicht nur wird voraussichtlich der Kapitalzufluss von andern Ländern her ausbleiben. Das Ausland wird vielmehr durch glänzende Bedingungen und grosse Provisionen Kapital aus unserem Lande anzulocken suchen, während im Inlande durch Neugründungen aller Art und Güte der verfügbare Kapitalvorrat erheblich in Anspruch genommen werden wird. Da wird es dann wichtig sein, das im Lande vorhandene Kapital privatwirtschaftlich und volkswirtschaftlich gut zu verwenden. Es kann sich ja für die Schweiz niemals darum handeln, die auswärtige Kapitalanlage zu verunmöglichen. Die Sorge wird aber die sein müssen, dass wir nur dann Kapital ins Ausland geben, wenn es solid und fruchtbringend angelegt wird, und dass wir, wo immer möglich, aus dieser Anlage der heimischen Industrie Vorteile zuwenden. Wie weit dabei eine Besteuerung ausländischer Werte eintreten könnte, ist eine Frage für sich, die ausserhalb der hier vorgeschlagenen Massregeln zu beantworten wäre. Um nun die richtige Auswahl der Anlageobjekte zu erleichtern, ist die Neuordnung des Börsenwesens und — wenn man weiter gehen will — des gesamten Effektenwesens notwendig. Sie ist aber, damit wir mit den nötigen Einrichtungen *rechtzeitig* versehen sind, überaus *dringlich*. Die Äusserungen des Vorstehers des eidgenössischen Volkswirtschaftsdepartements scheinen indessen nicht eine sofortige Erledigung in Aussicht zu nehmen. „Wir möchten“, so schlossen seine Ausführungen im Nationalrate, „auch auf dem Gebiete der Regelung des Bankwesens nicht auf einmal allzuviel unternehmen, um dadurch das Erreichbare zu schädigen.“ Das ist der einzige Punkt, in dem ich von der Auffassung des Departements, deren Kompetenz ich im übrigen durchaus anerkenne, abweiche. Gewiss ist die Regelung des Bankwesens, die das Volkswirtschaftsdepartement mit einer anerkennenswerten Initiative an die Hand genommen hat, eine grosse und schwierige Aufgabe. Aber es scheint mir, dass die ausserordentlichen Verhältnisse, wie sie uns durch den Krieg aufgedrungen werden, gebieterisch einige Massregeln auf dem Kapitalmarkt fordern, deren Durchführung dringlicher ist als die an sich gewiss begrüssenswerte und der baldigen Verwirklichung würdige Bankgesetzgebung. Dazu wird vielleicht eine Neuordnung des Hypothekenmarktes gehören, der unter der Kapitalanspannung nach dem Kriege stark leiden dürfte. Sicher aber gehört in diese Kategorie von Massregeln erster Dringlichkeit die Organisation unseres Kapitalmarktes in Form der Neuordnung des Börsenwesens. Man dürfte um so eher an die rasche Erledigung dieser Frage herantreten, als sie wesentlich leichter zu lösen sein dürfte als etwa die Bankgesetzgebung.

Die Neuordnung des Börsenwesens sollte uns einen Schritt weiter bringen in der Richtung der Nationalisierung unserer Wirtschaftspolitik. Sie kann auch einer Sanierung des Aktienwesens Vorschub leisten noch bevor es möglich sein wird, die grössere, viel schwierigere und ungleich kompliziertere Aufgabe der Revision unseres Gesellschaftsrechtes zu lösen.