

## Zur Frage der Neuordnung des Effektenbörsen- und Emissionswesens.

### Vorbemerkung.

Die aktuellen und in ihren möglichen Konsequenzen sehr bedeutsamen Anregungen des Herrn Nationalrat Dr. Alb. Meyer zur Neuordnung des Effektenbörsen- und Emissionswesens (Zeitschrift für schweizerische Statistik und Volkswirtschaft 1916, 2. Heft, S. 109 ff.) haben sogleich nach Erscheinen in den beteiligten Kreisen berechtigtes Interesse geweckt. Die Redaktion hat eine Anzahl namhafter Vertreter des schweizerischen Bankgewerbes zu einer Meinungsäusserung über diese Anregungen eingeladen, um der Öffentlichkeit ein Urteil zu gewähren über die Aufnahme, welche jene Anregungen in den Kreisen der Sachverständigen und der Nächstbeteiligten gefunden haben. Die Herren Dr. C. F. W. Burckhardt, vormals Teilhaber der Firma A. Sarasin & Cie., in Basel, Henri Darier, vom Hause Darier & Cie., Präsident des Verwaltungsrates der Union Financière de Genève, in Genf, Dr. Julius Frey, Präsident des Verwaltungsrates der Schweiz. Kreditanstalt, in Zürich, H. Grübler, Direktor der Schweiz. Bankgesellschaft, in Zürich, Ernest Hentsch, vom Hause Hentsch & Cie., in Genf, Paul Jaberg, Direktor der Schweiz. Bankgesellschaft, in Zürich, R. A. Kächlin-Hoffmann, Präsident des Verwaltungsrates der Basler Handelsbank, in Basel, H. Kurz, Direktor der Schweiz. Kreditanstalt, in Zürich, Albert Lang, Direktor der Spar- & Leihkasse, in Bern, R. Lüscher-Burckhardt, vom Hause Lüscher & Cie., in Basel, A. Morel-Vischer, Delegierter des Verwaltungsrates der Basler Handelsbank, in Basel, Guillaume Pictet, vom Hause Pictet & Cie., in Genf, C. Schäfer, Direktor des Schweiz. Bankvereins, in Zürich, und Dr. O. von Waldkirch, Mitglied des Direktoriums der Eidg. Bank A.-G. in Zürich, haben dieser Einladung freundlichst Folge gegeben; hierfür sei ihnen auch an dieser Stelle verbindlichst gedankt.

Die Redaktion.

### I.

Die verfassungsmässige Zulässigkeit der Bundesgesetzgebung auf diesem Gebiet, das bisher der kantonalen Hoheit unterworfen gewesen ist, vorausgesetzt, kann ich es begrüssen, dass von Nationalrat Dr. A. Meyer in erster Linie einheitliche Regelung der Zulassungsbedingungen für sämtliche schweizerische Börsen angestrebt wird. Auch darin darf man ihm wohl zustimmen, dass es praktisch erscheint, nicht eine zentrale, sondern mehrere lokale Zulassungsstellen in Aussicht zu nehmen. Wenn bloss eine Stelle für die ganze Schweiz in Funktion treten würde, so läge wohl von vornherein die Gefahr einer bürokratischen schleppenden Behandlung der Zulassungsanträge nahe, da in gewissen Momenten die Prospekte zahlreich eingehen. Andererseits geht die Tendenz mehr und mehr dahin, die wichtigeren Emissionen an mehreren Schweizer Börsen zur Notiz zu bringen, und dann wäre es unzulässig, dass die verschiedenen Kommissionen verschiedene Entscheide treffen. Es wird also sich empfehlen, dafür zu sorgen, dass zwischen den einzelnen Stellen ein Kontakt hergestellt werde, vielleicht durch gemeinschaftliche Sitzungen, vielleicht auch dadurch, dass der Bund einen ständigen Funktionär bezeichnet (eine Art Zentralsekretariat und Archiv), der die Führung unter den verschiedenen Kommissionen vermittelt, während die Mitglieder der letzteren ehrenamtlich fungieren würden.

Wie dem nun auch sei, eine Hauptsache wird sein, die Zulassungsstellen mit den richtigen Männern zu besetzen. Auf die Mitwirkung der Bankfachmänner, d. h. Leute aus dem aktiven Bankierstand, wird man nicht verzichten können. So wenig man Bankleute über Warenhandel zu Gericht sitzen heisst, so wenig angezeigt wäre es, mehrheitlich oder gar exklusiv Kauf-

leute anderer Branchen über diese banktechnischen Fragen entscheiden zu lassen. Wenn nun Nationalrat Meyer sagt: „Woran die Inferiorität unserer Börsenverhältnisse vor allem hängt, ist der Mangel einer eigentlichen Zulassungsstelle“, und wenn er ferner glaubt, dass „bei uns unter der gegenwärtigen Ordnung ausschliesslich die Börsenmitglieder für die Entscheidung der Zulassung in Betracht kommen“, während in Deutschland mindestens die Hälfte der Mitglieder der Zulassungsstelle aus Personen bestehen muss, die sich nicht berufsmässig am Börsenhandel mit Wertpapieren beteiligen“, so wäre denn doch zunächst darauf aufmerksam zu machen, dass was den Platz Basel betrifft, ein grosser Teil dieser Wünsche bereits seit dem Jahr 1897 erfüllt ist. Das Gesetz betreffend die Effektenbörse und den Verkehr in Wertpapieren vom 8. April 1897 hat in der *Börsenkommission* eine Zulassungsstelle geschaffen, deren Zusammensetzung obigen Forderungen entspricht (es sitzen in ihr heute ein Regierungsrat, ein Warenkaufmann, ein Advokat, ein Kantonalbankdirektor, ein Hypothekenbankdirektor, neben zwei Vertretern von Börsenfirmen). Dieser Börsenkommission liegt der Entscheid über Zulassung und Ausschluss von der Kotierung ob; und die Forderungen, welche an die Emittenten von Wertpapieren bezüglich Mindestinhalt der Prospekte gestellt werden sollen, sind genau präzisiert im Reglement, das der Regierungsrat im gleichen Jahr auf Grund des obigen Gesetzes erlassen hat.

Im übrigen darf man wohl füglich „skeptisch“ sein über die Erfolge, welche uns die reorganisierte Zulassungsstelle bringen wird. Erwartet man von derselben Wunderdinge, so wird man sich einer Täuschung hingeben. Auch sie wird sich nicht als unfehlbar erweisen, kann es auch nicht! Oder hätte, um ein Bei-

spiel aus der jüngsten Vergangenheit zu erwähnen, irgendeine, noch so scharfen Bestimmungen unterworfenen Stelle es über sich gebracht, z. B. die Prioritätsaktien und Obligationen der Lötschbergbahn von der Zulassung an unsern Börsen auszuschliessen; ein Papier, das getragen von dem allmächtigen Staatskredit des Kantons Bern, sich geradezu als patriotisches Unternehmen darstellte? Und doch sind die Verluste, die die Kapitalisten dabei erleiden, empfindlich; und ebenso gross und noch grösser sind die Einbussen, welche das schweizerische Kapital an allen andern Bergbahnen, übrigens auch an manchen Industriegesellschaften erleidet, alles Unternehmungen, die seinerzeit unter günstigen Auspizien starteten. Sollen solche Papiere, z. B. alle Bergbahnen, von der Zulassung ausgeschlossen werden; doch wohl kaum? Also werden auch inskünftig Enttäuschungen nicht ausbleiben.

Nationalrat Meyer weist speziell auf die Kapitalverluste hin, welche aus der Zulassung einiger Auslandswerte entstanden sind, nämlich der Shares der Görzgesellschaft und der Aktien und Obligationen der Mexican National Railways of Mexico. Wenn man jedoch, und ich denke, auch in Zukunft wird es so gehalten werden, Auslandswerte prinzipiell nicht von unsern Börsen ausschliessen will, so werden auch solche Verluste nicht zu vermeiden sein. Auch eine strenge Behörde hätte wohl nicht anders gekonnt, als obige Werte zuzulassen. Formell waren die Prospekte gewiss in Ordnung, die Patronage erster Banken war Garantie für den seriösen Charakter der betreffenden Papiere; die Aussichten schienen gute; dass die Tochtergesellschaften der Görzgesellschaft dann leider zu den ärmeren unter den südafrikanischen Minen gehörten, dass in Mexiko ein blutiger Bürgerkrieg ausbrechen würde, wer hätte das im Moment der Einführung vorausgesehen? In diesem Zusammenhang wird die Verweigerung der Zulassung der Shares der Chicago, Milwaukee und St. Paul-Eisenbahn an der Berliner Börse im Jahr 1911 rühmend hervorgehoben. Ich würde es nun ganz gut begreifen, dass man überhaupt Aktien amerikanischer Bahnen als ungeeignet für die Zulassung an unseren Börsen bezeichnen würde; wer darin handeln will, kann in New-York operieren und sein Geld riskieren. Allein weder bei uns noch in Berlin herrschte ein solches Verbot. Umgekehrt hatte man Baltimore- und Ohio- und Pennsylvania-Aktien kürzlich den Börsen zugeführt; so lag eigentlich kein innerer Grund gegen die Zulassung der Chicago- und St. Paul-Shares vor, welche eine durchaus respektable Gesellschaft ist. Die Abweisung erfolgte damals aus rein politischen Gründen, auf einen Wink der Regierung, welche im Moment der Marokkokrise keinen Abzug von Geldern nach dem Ausland wollte. Weil dann aber bald nachher in New-

York eine scharfe Reaktion einsetzte, bekam die Zulassungsstelle (oder die Regierung) glänzend Recht; das deutsche Publikum hätte an diesen Aktien Geld verloren! Es hätte auch anders kommen können.

Ganz prinzipiell alle Auslandswerte von unsern Börsen auszuschliessen, geht nicht an; es ist von autorisierter Seite je und je darauf hingewiesen worden, wie wertvoll es sei, im Notfall sich durch Realisierung fremder Wertschriftenbestände Guthaben im Ausland zu schaffen. Bundesrat Schulthess, zitiert von Nationalrat Meyer, sagt denn auch selbst, dass es „sich nicht darum handeln könne, die Zulassung fremder Werte auszuschliessen“. Hierin werden ihm alle Sachverständigen Recht geben, wenn schon man ja wohl die Überzeugung hegen kann, dass man bei uns darin des Guten zuviel getan hat, als man an der Wende des Jahrhunderts, um für die von der Notiz gestrichenen, verstaatlichten Bahnen Ersatz zu schaffen, allerlei exotische Papiere unsern Börsen zuführte. Die natürliche Reaktion hiergegen während und auch nach dem Krieg wird ganz von selbst einsetzen und uns während einiger Zeit mehr einheimische Werte bringen, was die Aufgabe der Zulassungsstellen wesentlich erleichtern wird.

Wenn Bundesrat Schulthess einerseits davon absehen will, der Zulassungsstelle „die materielle Qualitätsprüfung der Effekten und Nichtzulassung riskanter Werte“ zu überbinden, aber andererseits dann doch wieder dieser Stelle die Befugnis einräumen will, „die Verbreitung von Prospekten und die Kotierung von Anleihen abzulehnen, falls durch die Zulassung erhebliche allgemeine Interessen geschädigt würden“, so scheint darin ein gewisser Widerspruch zu liegen, welcher der Präzisierung bedarf.

Ich selbst neige der Ansicht zu, dass es nicht opportun erscheint, den Zulassungsstellen neben der formellen auch die materielle Prüfung der Prospekte zu übertragen; das wäre ein Schlummerkissen für das anlagensuchende Publikum, welches in der Genehmigung eines Prospekts die Beruhigung über die Bonität des angebotenen Wertpapiers suchen würde, und doch darf man unmöglich einem Kollegium, das zum Teil aus Nichtfachmännern zusammengesetzt sein wird, die Kompetenz zur souveränen Beurteilung neuer Effekten zutrauen. Mehr erwarte ich von der immer sorgfältiger ausgebildeten Pflege des *Emissionskredits* der emittierenden Banken, welchen es zum Bewusstsein kommen muss, dass jeder Missgriff bei der Placierung sich später durch den Entzug der Gunst des Publikums rächen muss.

Die Tätigkeit der Zulassungsstellen auf „jegliche Placierung von Wertpapieren, gleichviel, ob diese Werte zum Börsenhandel eingeführt werden sollen oder nicht“, auszudehnen, erscheint mir nicht wünschenswert. Lassen wir auch hier jeder Firma die Sorge um ihren Emis-

sionskredit. Die Aufgabe der Zulassungsstellen würde ja geradezu ins Ungemessene steigen, wenn jedesmal, wenn eine Tranche eines amerikanischen Bondsanlehens u. dgl. unter der Hand angeboten wird, ihr Apparat in Funktion treten müsste.

Man hüte sich auch vor der Aufstellung von allzu-sehr ins Detail gehenden formellen Vorschriften für die Zulassungsbedingungen. Gerade die deutschen Erfahrungen seit Erlass der minutiösen Vorschriften haben zu zwei Übelständen geführt: einmal lästige Verzögerung der Zulassung, weil die Emissionshäuser oft grosse Schwierigkeiten hatten, sich alles erforderliche Material zu verschaffen; sodann die ungebührliche Länge mancher Prospekte, so dass das anlagensuchende Publikum öfters grosse Mühe hat, das wesentliche aus dem Wust nebensächlicher Données herauszuschälen.

Dr. C. F. W. Burckhardt,

vormals Teilhaber der Firma A. Sarasin & Cie., in Basel.

## II.

Sous le titre „Die Neuordnung des Effektenbörsen- und Emissionswesens“ a paru dans cette revue le texte de la conférence donnée, le 7 avril 1916, par M. le Dr A. Meyer, rédacteur en chef de la Nouvelle Gazette de Zurich et conseiller national, dans une réunion de la Société d'économie politique et de statistique de Zurich.

Après avoir exposé le développement considérable qu'ont pris les marchés publics, dits *bourses*, où se traitent les valeurs mobilières, fonds d'Etats, actions et obligations, et cela grâce à l'apparition et à la diffusion des *titres au porteur*, l'auteur de cet intéressant exposé constate que l'existence des bourses est indispensable à la réalisation des titres représentatifs du capital nécessaire à la création des grandes entreprises et des grands travaux d'ordre public et privé. Il fait observer que si les grandes banques ont, au moyen de la compensation des ordres reçus, détourné des bourses une partie toujours plus considérable des ordres d'achat et de vente, la fixation de cours officiels en bourse n'en est pas moins nécessaire. L'admission d'une valeur à la cote de la bourse constitue un précieux avantage. Or les règlements d'admission des bourses suisses, Bâle, Genève, Zurich, par exemple, sont trop larges, ne sont pas entièrement concordants et ne permettent pas d'exercer au point de vue économique et politique une police des marchés qui protège suffisamment nos intérêts nationaux contre l'introduction intempestive de valeurs étrangères. Dans cette catégorie de valeurs il s'est produit quelques abus et aussi quelques erreurs dans celle des valeurs suisses.

M. le Dr A. Meyer préconise donc une prochaine réforme tendant à introduire dans la Suisse entière une réglementation uniforme de l'organisation de nos

bourses et la création d'une *Zulassungsstelle*, soit d'un Office fédéral d'admission des valeurs, système qui existe et fonctionne en Allemagne depuis plusieurs années. Cet Office fédéral vérifierait les statuts, les bilans et les prospectus de toutes les valeurs dont l'émission en Suisse et l'admission à la cote seraient demandées et même de celles qui ne seraient pas destinées à être introduites en bourse; il décréterait leur admission ou leur refus. Au besoin, cet Office fédéral unique pourrait être remplacé par des Offices locaux. Toute cette organisation dépendrait d'une autorité fédérale de surveillance.

\* \* \*

Si les idées émises par M. le Dr A. Meyer, idées qu'il avait exposées tout d'abord brièvement en décembre 1915 au Conseil national, venaient jamais à être transformées en articles de loi, nées sous un régime de liberté, régime tempéré et réglementé par des lois cantonales, les bourses suisses tomberaient sous le contrôle exclusif de la Confédération qui, par ce moyen, s'ingérerait dans les affaires de toutes les banques et les placements de fonds de tous les particuliers.

Lors de sa réponse au Conseil national et dans le rapport de son Département pour 1915, M. le conseiller fédéral Schulthess, chef du Département de l'Economie publique, a discuté les propositions de M. le Dr A. Meyer dans un sens favorable et a déclaré que les questions soulevées étaient à l'étude.

\* \* \*

Il semble vraiment qu'une sorte de levée de boucliers soit en train de se dessiner contre les banques, les banquiers, la bourse et les émissions, en un mot contre tout ce qui touche de près ou de loin à la finance.

Parmi les projets fédéraux en cours et ceux dont on a suggéré la préparation, signalons les suivants:

- Révision du titre du Code fédéral des obligations relatif au régime des sociétés et notamment des sociétés commerciales;
- caisse d'épargne postale;
- contrôle des banques;
- réorganisation du régime de la bourse et des émissions;
- impôt de timbre fédéral sur les titres, polices d'assurances, effets de change, etc.;
- création d'une banque hypothécaire fédérale.

La plupart de ces projets sont malheureusement orientés dans un sens étatiste et centralisateur, preuve en soit le caractère des idées émises par M. le Dr Meyer et quasi admises par M. le conseiller fédéral Schulthess, idées que nous venons de résumer ci-dessus, afin d'éclairer ceux des intéressés de la Suisse romande qui

liront ce préavis et qui n'auront pas lu l'article de M. le D<sup>r</sup> Meyer.

Le moment est-il bien choisi pour lancer dans le public une série de propositions qu'on peut considérer comme dirigées plus ou moins contre la finance et les financiers, pour provoquer des discussions entre les partisans de la centralisation et ceux des idées fédéralistes? Nous ne croyons pas nous tromper en présumant que le projet tendant à la réorganisation du régime des bourses et des émissions soulèvera dans la Suisse romande une opposition quasi unanime et que les cantons de Genève et de Vaud défendront leurs prérogatives en cette matière et ne manqueront pas d'être appuyés par la majorité du reste de la Suisse romande, ainsi que, dans la Suisse alémanique, par les adversaires d'une centralisation qu'il est permis de trouver exagérée. Convient-il au milieu de la conflagration générale qui secoue les fondements même des principales puissances européennes, qui gagne de proche en proche des États voisins petits et grands, qui entoure la Suisse d'un cercle de fer et de ruines, qui dure depuis plus de deux ans et qui n'est pas près de finir, convient-il dans ces circonstances extraordinairement critiques de soulever des questions irritantes et dangereuses? Alors que nos établissements ont à lutter contre les difficultés de tout genre que provoque la guerre économique et commerciale qui sévit d'un bout à l'autre de l'Europe, convient-il de susciter sous leurs pas de nouveaux obstacles qui ne pourront que gêner leurs mouvements et rendre plus ardue la mission qui leur incombe?

Personne ne sait ce qu'un avenir prochain nous réserve, ce que seront dans peu de mois ou d'années les conditions économiques et financières au milieu desquelles la Suisse se débattrà. Pour le moment notre haut Conseil fédéral s'occupe de son mieux de nos intérêts journaliers, il veille avec soin à l'approvisionnement de notre pays en produits alimentaires, en matières premières, en capitaux nécessaires à la défense de notre neutralité. Il aura à remplir encore de lourdes tâches, à veiller à l'élaboration de nouveaux tarifs douaniers, de nouveaux traités de commerce. Il est et sera surchargé de besogne, il succombe et succombera à la peine. Est-ce le moment de lui donner de nouvelles compétences, de lui confier de nouvelles charges et de nouvelles responsabilités? Nos autorités cantonales ne sont-elles pas là pour veiller sur les institutions qui sont de leur ressort, qui ont fait leurs preuves et qui, comme c'est le cas de nos bourses suisses, ont résisté victorieusement jusqu'ici à la plus forte tourmente qui ait jamais sévi sur l'Europe moderne?

Nous rendons un hommage mérité aux bonnes intentions des auteurs des différents projets à l'étude,

à celles de M. le D<sup>r</sup> Meyer notamment, nous rendons hommage à leur dévouement, à leurs capacités éminentes, au désir manifeste qui les anime de rendre service à la communauté, à leur désintéressement absolu. Qu'ils permettent à un représentant de la finance de faire appel à leur prudence et de les prier de réfléchir avant de lancer dans le public des projets qui risquent d'aggraver la situation au lieu de l'améliorer.

Loin de nous la pensée que tout soit pour le mieux dans les meilleures des bourses possibles. Le calme une fois rétabli, il sera temps de réparer, de consolider, d'élargir l'édifice, mais pendant la tourmente qui sévit ne procédons pas à des travaux de réorganisation dont l'urgence est loin d'être unanimement reconnue.

Il y a peu d'années ont paru des articles destinés à démontrer que la Suisse deviendrait de plus en plus le banquier de l'Europe. Faisant la part d'une certaine exagération, il n'en reste pas moins possible, pour ne pas dire probable, que la guerre une fois terminée la Suisse pourra voir grandir le rôle financier et commercial qu'elle sera appelée à jouer.

La Confédération aura intérêt à faciliter par tous les moyens l'échange entre nations une fois pacifiées de produits de toutes sortes, au plus grand bénéfice de nos voisins et de notre pays.

Eviter tout ce qui pourrait créer des entraves au développement des affaires, respecter le principe de la liberté de commerce et d'industrie inscrit dans notre Constitution fédérale et ne pas multiplier sans nécessité les lois centralisatrices, qui ont pour effet de priver les cantons et les particuliers de fractions de leur liberté, paraît la meilleure voie à suivre dans les circonstances actuelles. L'industrie de la banque, comme les autres industries et les entreprises commerciales ont besoin pour prospérer de la paix, de l'ordre et de la plus grande somme de liberté possible.

Telle étant notre manière de voir et celle, croyons-nous, de l'immense majorité de la Suisse romande, nous nous permettons d'émettre l'avis que mieux vaudrait ajourner l'étude, ou tout au moins la mise au jour du projet de réorganisation du régime des bourses et des émissions, en attendant les événements. Le moment venu et si des modifications sont reconnues utiles ou nécessaires, nous serons de part et d'autre disposés à faire des concessions réciproques de manière à aboutir à un accord général dans l'intérêt de la communauté.

\* \* \*

Nous nous abstenons donc d'entrer dans une discussion détaillée des idées très intéressantes de M. le D<sup>r</sup> Meyer et nous nous bornons à quelques brèves remarques.

C'est le système en vigueur en Allemagne que M. le Dr Meyer propose d'imiter en Suisse. Force nous est de rappeler qu'il existe d'autres systèmes et que si la bourse de Berlin a pris depuis un demi siècle un très grand développement, les bourses de Paris, de Londres et de New-York ne sont pas restées en arrière. L'organisation des deux dernières s'est développée d'une façon presque entièrement indépendante de la tutelle de l'Etat.

La bourse de New-York prend une extension qui menace d'enlever au marché de Londres le rôle de marché directeur du monde, rôle qu'il a joué pendant ces dernières années. Pourquoi prendre pour modèle une organisation basée sur une ingérence considérable de l'Etat dans l'organisation et la surveillance des bourses et des émissions de fonds publics, alors que les deux marchés principaux du monde entier ont prospéré et prospèrent sous le régime de la liberté? Qu'on ne vienne pas nous objecter les mesures arbitraires que le gouvernement anglais a imposées depuis la guerre au Stock Exchange; ces restrictions momentanées de la liberté absolue dont il a joui contribueront pour une large part à donner à New-York, au détriment de Londres, la première place parmi les principaux marchés du monde.

Ce serait d'autre part se faire illusion que de croire à l'efficacité réelle d'une censure ou police des émissions. J'aime à croire que personne ne voudra accuser la généralité des banquiers suisses d'avoir introduit ou de se proposer d'introduire des valeurs douteuses ou mauvaises. Ce sont des hommes, ils sont, comme tous les hommes, exposés à se tromper. Les événements déjouent parfois les prévisions qui paraissent les mieux fondées. Les contre-coups des guerres, des révolutions et des crises politiques et économiques se feront toujours sentir en Suisse quoi qu'on fasse et ce n'est pas la constitution d'un Office fédéral de vérification qui empêchera que les conséquences fâcheuses des erreurs ou des illusions des promoteurs de telle ou telle entreprise se produisent fatalement avec le temps. Qu'on se persuade du reste que les bourses de Bâle, de Genève, de Zurich, ainsi que les autres bourses suisses, sont organisées de façon à exercer un contrôle, qu'elles ont repoussé et repousseront les unes et les autres des demandes d'admission à la cote de valeurs ne présentant pas le caractère de valeurs propres à devoir jouir de ce privilège. Ce contrôle s'effectue forcément avec une grande discrétion; il n'en existe pas moins, il a rendu et rendra tout autant de services que le contrôle exercé par un Office fédéral. Le caractère plus ou moins officiel de ce dernier pourra présenter plus d'inconvénients que d'avantages, soulever des difficultés d'ordre extérieur ou international qu'il

serait prudent d'éviter, ou induire le public à croire que l'admission à la cote entraîne une sorte de garantie, ne fût-elle que morale. Procéder à une vérification des prospectus, des statuts, des rapports, des bilans et des comptes de profits et pertes, c'est-à-dire à un examen approfondi de la qualité des valeurs, exercer un contrôle sur l'introduction des valeurs étrangères, accepter ou refuser officiellement tel ou tel prospectus, admettre ou repousser telle ou telle valeur suisse ou étrangère, ce serait porter une grave atteinte à la liberté du commerce et de l'industrie. Chercher à introduire ce système en Suisse soulèverait une question constitutionnelle.

Avant la guerre et avant qu'on ait attiré leur attention sur ce point, les banques et banquiers suisses ont d'eux-mêmes renoncé à l'introduction de nouvelles valeurs étrangères et ont limité les émissions de valeurs nationales aux cas qui leur ont paru nécessaires ou utiles. Ils ont en revanche sans hésitation aucune prêté un concours efficace à l'émission des emprunts de la Confédération, des cantons et des villes suisses, en faisant taire pour le moment les scrupules que font naître chez plusieurs d'entre eux la facilité avec laquelle nos gouvernements cantonaux et nos municipalités se lancent dans la voie d'un endettement continu et progressif.

\* \* \*

Répondant à l'invitation qui m'a été adressée, j'ai exposé franchement quelques-unes des remarques et des craintes que m'ont suggérées les différentes propositions d'ordre financier ou bancaire lancées récemment. Peut-être un nouvel examen des questions qui se posent aura-t-il pour effet de faire reconnaître que s'il peut être utile de procéder à une révision des dispositions du Code fédéral des obligations relatives aux sociétés commerciales, il n'est pas aussi indiqué de procéder simultanément à une réorganisation du régime des bourses et des émissions, ni à l'établissement d'un contrôle des banques. Ces questions pourraient du reste être réglées au moyen d'une révision du Code des obligations. Après cette révision il sera temps, si des modifications ultérieures sont reconnues désirables, de se livrer à une étude des différents systèmes en usage et de choisir parmi eux celui qui répondra le mieux aux idées et aux besoins si divers de nos populations, ainsi qu'à leur attachement à leurs traditions libérales et à leurs usages locaux.

Genève, août 1916.

*Henri Darier,*

Chef de la Maison Darier & Cie., à Genève,  
Président du Conseil d'administration de l'Union Financière  
de Genève.

### III.

Man wird den Anregungen des Herrn Nationalrates Dr. Meyer über „Die Neuordnung des Effektenbörsen- und Emissionswesens“, soweit sie darauf hinauslaufen, dass auf dem Wege der Bundesgesetzgebung allgemein gültige Regeln für die Zulassung von Wertpapieren zum Handel und zur Notiz an den schweizerischen Börsen aufgestellt werden sollen, grundsätzlich ohne weiteres zustimmen können. Etwas kritischer wird man sich zu verhalten haben gegenüber Vorschlägen, die bezwecken, den *Wertpapierhandel überhaupt* einer staatlichen Kontrolle zu unterstellen, und die Herr Dr. Meyer selber nur zum Teil zu den seinigen macht. Im einzelnen mögen folgende Bemerkungen gestattet sein:

1. Die Aufgabe der Börse scheint vom Verfasser etwas zu einseitig nach der Richtung der Vermittlung der *Kapitalanlagen* aufgefasst zu werden, indem die Vermittlung der eigentlichen *Spekulation* in seinen Ausführungen kaum berührt wird, obwohl auch sie eine wichtige Funktion der Börse darstellt, auf die hier freilich nicht näher eingegangen werden kann. Auch ist ja zuzugeben, dass die in der Kapitalanlagenvermittlung sich äussernde Seite der Tätigkeit der Börse unter allen Umständen sehr wichtig und für die Zwecke, die der Verfasser speziell im Auge hat, ausschlaggebend ist. Diese Vermittlung der Kapitalanlagen ist aber, wie übrigens auch der Verfasser hervorhebt, bei weitem nicht mehr so vorwiegend den Börsen reserviert, wie früher; an die Stelle der Vermögensanlagen in Wertpapieren durch Kauf an der Börse ist vielfach die direkte Beteiligung des Kapitalisten an Subskriptionen und die Anschaffung von Wertpapieren in den Effektenbureaus und Wechselstuben der Banken getreten. Die Effektenbörse ist also nicht mehr „der quasi ausschliessliche Ort, wo Nachfrage und Angebot für langfristiges Kapital zusammenfliessen“, und sie ist nicht mehr eine „für die Finanzierung unserer volkswirtschaftlichen Unternehmungen und unserer öffentlich-rechtlichen Korporationen notwendige Einrichtung“, seitdem der grössere Teil aller eigentlichen Anlagen mobilen Kapitals durch die Banken direkt vermittelt wird und auch spätere Umsätze in einem wesentlichen Betrage durch die Banken innerhalb ihrer Kundschaft ausgeglichen und bloss noch die sogenannten „Spitzen“ an der Börse umgesetzt werden. Eine Verschärfung der Zulassungsbedingungen für den Handel und die Notiz eines Wertpapiers an der Börse kann also heute vielfach nur noch *indirekt* den Schutz des Publikums vor dubiosen Werten zur Folge haben, indem für die durch die Banken auf dem Wege von Subskriptionen und unter der Hand placierten Wertpapiere ja allerdings in der Regel die Kotierung an der Börse nachgesucht wird, aus dem guten Grunde, weil durch die Börsennotiz

die Umlauffähigkeit eines Wertpapiers gesteigert, dasselbe also dadurch leichter verkäuflich und demgemäss auch leichter placierbar wird. Aber diese Börsennotiz und damit die Unterwerfung unter ein mehr oder weniger rigoroses Zulassungsverfahren ist heute nirgends obligatorisch, und die jetzige Emissionstechnik (d. h. die Einrichtungen für die Unterbringung von Wertpapieren im Publikum) tendiert eigentlich mehr darauf hin, die Vermittlung der Börse — wenn nicht ganz auszuschliessen, so doch — mehr oder weniger überflüssig zu machen. Zum mindesten darf nicht übersehen werden, dass in sehr vielen Fällen die Zulassung eines Wertpapiers zum Handel und zur Notiz an einer Börse zwar in den Prospekten versprochen, aber erst nachträglich durchgeführt zu werden pflegt, *nachdem* die Subskription bereits stattgefunden hat, das Unglück also — wenn es sich um ein wirklich unsolides Papier handelt — bereits geschehen, d. h. das Publikum hineingelegt ist. Da aber auch da, wo die Börsennotiz wirklich nachgesucht wird, dies in den weitaus meisten Fällen durch *Banken* geschieht, so kommt es eben doch darauf hinaus, dass eine Schädigung des Publikums, zum mindesten theoretisch, weit weniger durch mangelhafte Organisation der Börsenzulassungsstellen, als durch unsorgfältige oder gar gewissenlose Handlungen der die Effekten direkt placierenden oder für dieselben die Börsennotiz nachsuchenden Banken stattfinden dürfte.

Hieraus ist nicht etwa zu folgern, dass eine Neuordnung und Verbesserung unserer Einrichtungen für die Zulassung von Wertpapieren zum Handel und zur Notiz an der Börse überflüssig sei, wohl aber darf — im Gegensatz zu der von Herrn Dr. Meyer am Schlusse seines Aufsatzes vertretenen Ansicht — daraus vielleicht eher der Schluss gezogen werden, dass der Erlass eines auf eine schärfere Kontrolle der Betätigung unserer Banken im allgemeinen abzielenden *Bankaufsichtsgesetzes* doch noch dringlicher sei, als die Aufstellung einheitlicher Regeln für die Zulassung von Wertpapieren an den schweizerischen Börsen. Gerade die grossen volkswirtschaftlichen Aufgaben, die Herr Dr. Meyer mit Recht als uns für die Zeit nach dem Kriege bevorstehend ansieht, und die sich vielleicht dahin zusammenfassen lassen, dass wir Verlockungen und Drohungen des Auslandes mit Bezug auf die Anlage unserer Kapitalien ausserhalb unserer eigenen Volkswirtschaft kühl und eher zurückhaltend gegenüberstehen sollen, bis und solange unsere einheimischen Bedürfnisse befriedigt sind, werden durch eine solide, in sich gefestigte, ihrer nationalen Mission bewusste schweizerische Bankorganisation leichter und sicherer gelöst werden, als durch ein Börsenzulassungsreglement, dessen Wirksamkeit, so erspriesslich sie sein kann, doch immer nur eine relativ beschränkte sein wird.

2. Wie gross oder wie klein man aber die Rolle der Börse bei der Vermittlung der eigentlichen Kapitalanlagen auch einschätzen mag, so viel ist jedenfalls sicher, dass ein gewisser *Teil* dieser Anlagen durch die Börse erfolgt und dass namentlich auch die *späteren Umsätze* in Wertpapieren, deren erstes Placement vielleicht auf dem Wege der Subskription oder unter der Hand stattfindet, mit Vorliebe an der Börse geschehen dürfte. Eine Verbesserung der auf die Zulassung von Effekten zum Börsenhandel bezüglichen Bestimmungen kann und wird also auf alle Fälle einen gewissen Nutzen stiften. Dieser Nutzen müsste nun theoretisch selbstredend um so grösser sein, wenn die Zulassungsvorschriften sich nicht auf die Gestattung der eigentlichen *Börsennotiz* für neue und alte Wertpapiere beschränken, sondern ganz allgemein auf *jede Ausgabe neuer Wertpapiere* in der Schweiz erstrecken würden, wie es nach der von Herrn Dr. Meyer zitierten Antwort des Vorstehers des Schweizerischen Volkswirtschaftsdepartements auf Dr. Meyers Motion im Nationalrate in der Tat geplant zu sein scheint. Herr Bundesrat Schulthess erklärte nämlich, es werde die Frage studiert, 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. Damit kämen wir zum sogenannten *Prospektzwang* für *alle* öffentlichen Wertpapiere, gegen den nun aber doch verschiedene sehr ernstliche Bedenken sprechen; jedenfalls wäre dabei eine bestimmte enge Umschreibung des Begriffes „Placierung“ unbedingt erforderlich. So gerechtfertigt es zweifellos ist, die Zulassung eines Wertpapiers zur *Börse* und damit die Eröffnung der Möglichkeit einer „Placierung“ dieser Titel *an der Börse* von der Ausarbeitung und Genehmigung eines gewissen Normen entsprechenden Prospektes abhängig zu machen, so wenig notwendig scheint eine solche Prospektgenehmigung in vielen Fällen, wo zwar auch Dritte zur Aufbringung verantwortlichen Kapitals oder zur Beschaffung von Darlehensgeld herangezogen werden, wo es sich aber entweder nur um relativ geringfügige Summen handelt, oder wo die Verhältnisse des Unternehmens beziehungsweise des schuldnerischen Gemeinwesens allgemein bekannt sind. Niemand hat beispielsweise Anstoss daran genommen oder ist dadurch geschädigt worden, dass die Schweizerische Eidgenossenschaft ihre Mobilisationsanleihen durch Prospekte ausgedeutet hat, die eigentlich nicht viel mehr als die Zeichnungsaufforderung enthalten haben. Ebenso wird man es bei der im kleinen Kreise, ohne Veranstaltung einer öffentlichen

Subskription stattfindenden Gründung einer Aktiengesellschaft prinzipiell denjenigen, welche sich mit einem grösseren oder geringeren Betrag daran beteiligen wollen, überlassen müssen, welche Aufschlüsse sie von den Initianten — Banken oder anderen — verlangen wollen, bevor sie ihr Geld hineingeben. Für die Solidität der Gründung selbst müssen das Obligationenrecht und seine Verantwortlichkeitsvorschriften sorgen. Erst wenn ein *weiterer Kreis* von Leuten, denen eine eigene Prüfung der Verhältnisse nicht wohl zugemutet werden kann, zur Finanzierung eines Unternehmens auf dem Wege der *öffentlichen Subskription* herangezogen werden soll, ist auch die Ausgabe eines Prospektes geboten, der alle für die Beurteilung eines Unternehmens notwendigen Angaben in bestimmter, übersichtlicher Reihenfolge enthalten soll. Nur eine *solche*, sich der *öffentlichen Aufforderung* durch die *Presse* bedienende, sich damit an das grosse Publikum richtende „Placierung von Wertpapieren“ kann „prospektpflichtig“ sein, und für *solche* Fälle mag es auch angezeigt sein, eine Prospektgenehmigungsinstanz zu schaffen, auch wenn es sich noch nicht gleichzeitig um die Einführung des Wertpapiers an der Börse handelt. Wo dagegen die „Placierung“ nur *unter der Hand*, am Schalter oder durch briefliche Empfehlung oder selbst durch Versendung von Zirkularen an bestimmte Adressen erfolgt, da handelt es sich um ein Vertrauensverhältnis zwischen dem Offerenten und dem eventuellen Erwerber des Wertpapiers, das ja selbstverständlich auch bestimmte rechtliche und moralische Verpflichtungen des Verkäufers involviert, bei dem aber zunächst kein *öffentliches* Interesse mitspricht, welches eine *vorherige* Bewilligung einer solchen Aufforderung zur Erwerbung von Wertpapieren als geboten erscheinen liesse.

Herr Dr. Meyer scheint zwar nicht für *jedes* Wertpapier, das „ausserbörslich umgesetzt“ wird, den Prospektzwang und die offizielle Prospektgenehmigung zu befürworten, indem er sich mit Recht davor scheut, „einer Prüfungsbehörde diese ganze riesige Arbeit zu überbinden“. Wohl aber möchte er die „Prospekte für *ausländische* Werte, auch wenn sie nicht an die Börse gelangen, der Prüfung einer solchen Instanz unterwerfen“. Wenn er damit sagen will, dass *jede* Art der Placierung ausländischer Werte prospektpflichtig sein soll, so ginge das entschieden zu weit. Man wird auch die Placierung *ausländischer* Werte nur dann von der vorgängigen Ausarbeitung und Genehmigung eines Prospektes abhängig machen dürfen, wenn es sich um öffentliche Subskriptionen oder Einführungen an der Börse handelt. Dagegen hätte es keinen Sinn, die Vorlage und Genehmigung eines Prospektes zu verlangen, wenn eine schweizerische Bank beispielsweise von einem Anleihen einer amerikanischen Eisenbahngesellschaft von

20 Millionen Dollars eine Million fest übernimmt, oder sich für einige Zeit feststellen lässt und nun das Placement dieser Titel in der Weise versucht, dass sie dieselben ihrer Kundschaft lediglich brieflich oder durch Zirkular, ja selbst durch ihr eigenes Kursblatt, aber ohne Inanspruchnahme der Tagespresse, offeriert. In solchen Fällen muss und darf man sich darauf verlassen, dass die Bank die Verhältnisse des Unternehmens, dessen Aktien oder Obligationen placiert werden sollen, einlässlich geprüft hat, und dass sie sich dessen bewusst ist, dass sie sich selbst und ihrem Emissionskredit am meisten schadet, wenn sie ihrer Kundschaft unsolide Werte vermittelt.

Herr Dr. Meyer weist nun allerdings mit Recht darauf hin, dass bei der Einführung ausländischer Wertpapiere in die Kreise des schweizerischen Kapitalistenpublikums nicht bloss die *Solidität* dieser Titel eine Rolle spielt, sondern auch die *Opportunität* einer Einbürgerung derselben vom Gesichtspunkte der Bedürfnisse der schweizerischen Volkswirtschaft aus. Es dürfte aber schwerlich angehen, die Beurteilung *dieser* Seite der Frage einer Börsenzulassungsstelle zu überlassen. Wenn, wie es geplant sein soll, durch das im Wurfe liegende Bankaufsichtsgesetz eine sogenannte Bankkommission als die dem zuständigen Departement beizugebende konsultative, aus Bankfachmännern zusammengesetzte Behörde geschaffen wird, so dürfte dies die Instanz sein, die solche Fragen in Verbindung mit dem Ausschuss der Vereinigung von Vertretern des schweizerischen Bankgewerbes in freier, möglichst wenig bureaukratischer, den *jeweiligen* Geldmarktverhältnissen Rechnung tragender Auffassung aller Verhältnisse zu prüfen und zu erledigen berufen sein wird. Und zwar kann hier ein Wink an die Banken — der sicherlich immer verstanden und befolgt werden wird — sehr wohl nicht nur im Falle eigentlicher Emissionen mit Veranstaltung einer öffentlichen Subskription und eventueller Einführung an den Börsen, sondern auch beim Versuch einer Einbürgerung ausländischer Wertpapiere unter der Hand in Aussicht genommen werden.

So dürfte denn auch diese Erwägung dazu führen, sich doch noch ernstlich zu überlegen, ob man mit einer „Neuordnung des Effektenbörsen- und Emissionswesens“ nicht besser noch ein wenig Geduld hat, bis man übersehen kann, ob man nicht hinsichtlich der Einbürgerung ausländischer Werte gewisse Garantien für eine Wahrung unserer nationalen volkswirtschaftlichen Interessen, wie selbstverständlich auch für eine Erfüllung möglichst weitgehender Anforderungen hinsichtlich der Solidität solcher Titel, schon von dem in der Ausarbeitung befindlichen Bankaufsichtsgesetz erwarten darf.

3. Diese Einbürgerung *ausländischer* Wertpapiere scheint überhaupt der wesentlichste Anlass zu sein, dass einer Verschärfung der Bestimmungen über die Einführung von Wertpapieren an den schweizerischen Börsen gerufen wird. Auch Herr Dr. Meyer hat geglaubt, an die Aktien der Goerz & Co. Ltd. und der Mexican National Railway Co. erinnern zu sollen, „die — leider nicht zum Vorteil für das schweizerische Kapital — in Millionenbeträgen bei uns Aufnahme fanden und umgesetzt wurden“. Gewiss ist es im hohen Grade bedauerlich, dass Goerzaktien, die seinerzeit zum Kurse von 92 Franken eingeführt wurden, heute nur noch zirka 15 Franken notieren. Aber ist Ähnliches nicht auch schon mit gut schweizerischen Aktien passiert? Hat man nicht z. B. mit den Werten der „Lucerna“ erlebt, dass nicht nur die Aktien ganz, sondern sogar die Obligationen grossenteils im Konkurse verloren gingen? Es dürfte lehrreich sein, die Geschichte der Einführung der Goerzaktien hier kurz zu skizzieren: Die Einführung erfolgte an den Börsen von Zürich und Basel vom 4. Februar 1902 auf Grund eines ausführlichen, von der Gesellschaft A. Goerz & Co. Ltd. unterzeichneten Prospektes vom 24. Januar 1902. Dieser Prospekt enthielt auf 4 Folioseiten alle Angaben, die zur Beurteilung des Papierses wünschenswert erscheinen mochten und die kaum viel vollständiger hätten gegeben werden können. Niemand hat je behauptet, dass die Angaben des Prospektes unrichtig, unvollständig oder irreführend gewesen seien. Insbesondere war auch die Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung per 31. Dezember 1900 mit dem Zeugnis einer angesehenen Londoner Revisionsfirma über die stattgefundene Prüfung abgedruckt; der Prospekt enthielt ferner die Angabe der im ersten und zweiten Geschäftsjahr erzielten Dividenden von 8 und 10 % p. a., sowie die Mitteilung, dass wegen der damaligen Kriegszustände in Südafrika der im Jahre 1900 erzielte Reingewinn nicht ausgeschüttet, sondern vorgetragen worden war, so dass, bei einem einbezahlten Aktienkapital von £ 865,000, für die neuen Aktienerwerber von vornherein ein tantiemefreier Gewinnvortrag von £ 104,712, neben einem Reservefonds von £ 170,000, vorhanden war. Die einzelnen Unternehmungen, an denen die Gesellschaft Interesse hatte, waren aufgeführt, unter spezieller Angabe, welche da von sich effektiv im Betriebe und welche dagegen sich erst im Stadium der Vorbereitung befanden. Der Aufsichtsrat, dessen Zusammensetzung im Prospekte vollständig mitgeteilt war, enthielt allererste Namen aus der deutschen Bankwelt; ausserdem waren ja jedermann die intimen Beziehungen der Gesellschaft zur Deutschen Bank bekannt.

Die Einführung des Titels an den schweizerischen Börsen erfolgte auf den Antrag der drei bedeutendsten

schweizerischen Handelsbanken, nachdem *schon vorher* durch Vermittlung einer Reihe anderer Institute und Firmen Tausende von Goerzaktien und Shares verschiedener Minengesellschaften bei schweizerischen Kapitalisten und Spekulanten unter der Hand placiert worden waren und insbesondere ein sehr lebhafter Verkehr in Goerzaktien von der Schweiz aus an der Pariser Börse stattgefunden hatte. Die Triebfeder für die offizielle Einführung der Aktien war nachzuweisen dermassen das Bestreben, den schweizerischen Börsen, welchen durch die Verstaatlichung der Eisenbahnen ihre hauptsächlichsten internationalen Spekulationsobjekte entzogen worden waren, auf deren wiederholt diesfalls geäusserten Wunsch, einen neuen, gleichzeitig in Deutschland unter der Hand und sodann an der Pariser Börse offiziell stark gehandelten Wert und damit speziell auch ein neues Arbitragepapier zuzuführen, sodann aber namentlich, die bereits sehr stark florierende schweizerische Spekulation in Minenwerten auf einen Valor zu lenken, bei dem die Risiken möglichst reduziert sein sollten. Zu dieser letztern Auffassung gelangte man infolge des Umstandes, dass die Gesellschaft als ein sogenannter *Minentrust* organisiert, d. h. an einer *ganzen Reihe* von Unternehmungen interessiert war, von denen nicht angenommen werden konnte, dass alle miteinander notleidend werden würden, sodann namentlich infolge der Erwägung, dass eine solche mächtige Gesellschaft über viel bedeutendere Erfahrungen und Hilfsmittel zur Überwindung aller im Bergbau vorkommenden technischen Schwierigkeiten verfügen musste, als eine kleinere Einzelunternehmung. So darf ruhig behauptet werden, dass bei der Einführung der Goerzaktien alle nur mögliche Sorgfalt angewendet wurde, und dass es nicht die Schuld der einführenden Institute ist, wenn die Placierung dieses Titels, der übrigens doch wohl von niemand als eine „Kapitalanlage“ im eigentlichen Sinne des Wortes angesehen wurde, für die Inhaber verlustbringend geworden ist. Wie sehr übrigens gerade die einführenden Banken den spekulativen Charakter des Papieres immer betont haben, mag daraus hervorgehen, dass eine derselben an ihre Klienten, welche bei der Einführung Goerz-Shares von ihr bezogen hatten, schon 6 Tage darauf ein vertrauliches Zirkular richtete, worin sie ihnen mitteilte, dass der Kurs in Paris bereits bis auf 104 Franken gestiegen sei, und dass es daher angezeigt erscheinen könnte, „sich einen in wenigen Tagen . . . erzielten Kursgewinn von über 10% auf einem . . . doch vorwiegend spekulativen Werte durch den Wiederverkauf des letztern zu sichern“.

Es mag aus diesen aktengemässen Mitteilungen entnommen werden, wie leicht es möglich ist, sich bei der Einführung von — einheimischen wie fremden —

Wertpapieren selbst da zu täuschen, wo man glaubt, über alle Verhältnisse eines Unternehmens zuverlässig orientiert zu sein. Gerade darum sollte man mit Vorwürfen an die Adresse derjenigen, welche sich in guten Treuen mit der Einbürgerung fremder Werte abgeben, etwas zurückhaltend sein. Wir werden in der Schweiz auch in Zukunft nicht davon absehen können, gelegentlich auch wieder fremde Wertpapiere einzuführen, soll nicht der tatsächlich vorhandene Überschuss unserer Kapitalproduktion lediglich zu einer Hypertrophie unserer eigenen Volkswirtschaft, nämlich entweder zu einer Überindustrialisierung oder zu einer noch gefährlicheren übermässigen Steigerung unserer Bodenpreise führen. Dass dabei auch etwa einmal ein Irrtum unterläuft, wird auch die beste Zulassungsstelle und das vorzüglichste Zulassungsreglement nicht verhüten können.

4. Auf das Postulat, dass es „nicht unmöglich sein sollte, unsere allgemein wirtschaftlichen Interessen bei Auslandsanlagen besser zur Geltung zu bringen, als bisher“, kann hier nicht im einzelnen eingegangen werden. Herr Dr. Meyer hebt selbst die Schwierigkeiten der Verwirklichung hervor. In der Tat wird man gut tun, sich immer die Kleinheit unserer Verhältnisse, die Unmöglichkeit für unsere Banken, in internationalen Finanzgeschäften führend aufzutreten, speziell aber den geringen Umfang unseres Kapitalmarktes und dessen trotz allem nur beschränkte Aufnahmewilligkeit für fremde Anlagen vor Augen zu halten, um einzusehen, dass wir kaum je in die Lage kommen werden, beispielsweise die Kotierung eines fremden Anleihe zu verweigern, solange der betreffende Staat der Schweiz nicht gewisse Handelsvertragsvorteile einräume. Eher ist es möglich und wird auch schon jetzt soviel als möglich zur Richtschnur genommen, dass Beteiligungen an fremden Unternehmungen und Krediteröffnungen an solche nur unter der Bedingung erfolgen, dass der schweizerischen Industrie gewisse Aufträge zukommen. Nur geschieht dies in der Regel nicht bei der Börseneinführung solcher auswärtiger Werte, sondern in einem viel frühern Stadium, wo die Banken das Risiko solcher Geschäfte noch auf ihren alleinigen Schultern zu tragen gewohnt sind.

Wenn somit den Ausführungen des Herrn Dr. Meyer in verschiedenen Punkten nicht in vollem Umfange beigepflichtet werden kann und insbesondere auch dessen Behauptung, 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“, als über das Ziel hinausschiessend bezeichnet werden muss, so soll das nicht hindern, anzuerkennen, dass seine an Hand

der bezüglichlichen deutschen Vorschriften gemachten Vorschläge im einzelnen durchaus diskutierbar sind. Über die Dringlichkeit der Reform wird man immerhin, wie bereits ausgeführt, etwas verschiedener Ansicht sein dürfen.

Dr. *Jul. Frey*,

Präsident des Verwaltungsrates der Schweiz. Kreditanstalt,  
in Zürich.

#### IV.

Das Verlangen nach neuen Normen für die Emission von Wertpapieren auf dem schweizerischen Markt und Kontrolle durch zu errichtende Zulassungsstellen scheint mir im Interesse der schweizerischen Käuferschaft durchaus berechtigt und sollte auch geeignet sein, dem Postulat einer stärkern Berücksichtigung nationaler Gesichtspunkte bei der Beanspruchung des schweizerischen Kapitalmarktes entgegenzukommen.

Die in dem deutschen Börsengesetz für die Zulassung der Wertpapiere zum Börsenhandel aufgestellten Vorschriften dürften vielfach auch für schweizerische Verhältnisse passende Bestimmungen enthalten.

Dagegen würde die Ausdehnung des Prospektzwanges auf den gesamten Wertpapierhandel, die gegenwärtig studiert werden soll, begründete Bedenken auslösen.

So begreiflich und sympathisch auch der Gedanke sein mag, Schutzbestimmungen für den gesamten Wertpapierverkehr zu schaffen, so dürfte dessen Durchführung in der angedeuteten Weise kaum ohne schwere Beeinträchtigung des legitimen Verkehrs vor sich gehen.

Auch würde die Notwendigkeit der Publikation ausführlicher Prospekte nach den gleichen Vorschriften, wie sie vielleicht für die Emissionen grössern Stiles vorgesehen werden, die Befriedigung der Anleihsbedürfnisse der kleinen einheimischen Unternehmen stark verteuern und erschweren.

Die Mobilisierung des industriellen Anlage-Kredits durch Ausgabe von Obligationen-Anleihen der betreffenden Gesellschaften liegt aber im allgemeinen Interesse, solange eine vorsichtige Belastungsgrenze der diesen Anleihen zugrunde liegenden Objekte nicht überschritten wird. Für die meisten dieser kleinern Anleihen wird keine Zulassung zum Börsenhandel verlangt, und im allgemeinen werden sie im Wirkungsgebiet der Schuldnerschaft placiert, unter Kreisen, denen ein eigenes Urteil über den Wert der Anlage zusteht, im Gegensatz zu den eigentlichen Börsenwerten, bei deren Erwerbung oft die Chance der Kursgewinne bestimmend auf die Phantasie des Käufers einwirkt. Eventuell sollte für kleinere schweizerische Anleihen die Aufstellung eines bloss summarischen Prospektes (mit Bilanzangabe) ohne Publikationszwang genügen.

Anders scheint die Sache bei den ausländischen Titeln zu liegen. Auch die Schweiz kann internationale Anlagen nicht entbehren; hier ist aber eine verschärfte Kontrolle hinsichtlich deren Einführung weit nötiger, da das Risiko dieser Kapitalinvestitionen in der Regel weniger leicht abzuschätzen ist als bei einheimischen Werten.

Es scheint mir die Anregung von Herrn Nationalrat Dr. Meyer das Richtige zu treffen, nämlich:

Prospektzwang und Genehmigung durch lokale Zulassungsstellen für alle Emissionen, deren Kotierung an den schweizerischen Börsen nachgesucht wird, in der Meinung, dass verkehrshemmende Vorschriften möglichst vermieden werden können.

Prospektzwang und Genehmigung der Zulassungsstelle für alle ausländischen Titel, denen durch Emission auf dem schweizerischen Kapitalmarkt Eingang verschafft werden soll.

Eventuell dürfte sich der Prospektzwang auch ausdehnen lassen auf diejenigen Emissionen schweizerischer Titel, für welche zwar keine Börsennotiz nachgesucht wird, die aber grössere Beträge erreichen, z. B. Emissionen von 1 oder 2 Millionen Franken an aufwärts. Für Emissionen kleineren Umfanges wäre eine blosser Ausgabe vorausgehende Anzeigepflicht an die Zulassungsstellen denkbar.

Die Schaffung besonderer aber nach einheitlichen Grundsätzen handelnder Zulassungsstellen für die verschiedenen Landesgebiete dürfte der Errichtung einer zentralen Zulassungsstelle vorzuziehen sein, da diesen lokalen Zulassungsstellen die Beurteilung von Unternehmungen ihrer Region leichter fallen wird als einer Zentralstelle.

In den Zulassungsstellen sollten womöglich die massgebenden Wirtschaftsgruppen der betreffenden Gegend vertreten sein.

Voraussetzung wäre, dass sich die Zulassungsstellen gegenseitig von der allfälligen Ablehnung eingereicher Gesuche verständigen.

Eine baldige Regelung der vorwürfigen Materie scheint empfehlenswert, damit wir nicht unvorbereitet sind, wenn der schweizerische Kapitalmarkt nach Friedensschluss vor neue grosse Ansprüche gestellt werden sollte.

*H. Grüeblor*,

Direktor der Schweiz. Bankgesellschaft, in Zürich.

#### V.

... Il me semble que l'opinion exprimée par M. Meyer dans sa conférence sur la bourse est un peu exagérée, en ce sens qu'il lui attribue une bonne partie du développement dû à la création des sociétés anonymes par actions et du titre au porteur, en disant: „la bourse

a considérablement participé à la création des œuvres grandioses de la technique moderne.“ Je crois que le développement de la bourse est dû à la création de grandes entreprises, sous la forme de sociétés par actions et de titres au porteur, et que c'est le développement de ces grandes entreprises qui a contribué à celui de la bourse. Par conséquent, quand M. Meyer dit: „Sie erst gibt also den Rechtsinstitutionen der Aktiengesellschaft und des Inhaberpapiers den realen wirtschaftlichen Untergrund; . . .“ en français: „C'est elle qui est la base économique sur laquelle reposent les formes juridiques des sociétés par actions et du titre au porteur;“ je crois que c'est une erreur.

Plus loin, M. Meyer attribue à la bourse la compétence unique pour la fixation des cours des valeurs qui ne se traitent pas par son intermédiaire. Je crois cet énoncé tout à fait erroné; car si la bourse peut momentanément exercer une influence sur les cours d'une valeur, la vraie base de ceux-ci est le résultat économique et financier d'une société, considéré dans une période prolongée.

Je citerai entre autres, les actions des Manufactures de St-Gobain qui, pendant longtemps, ne se cotaient nulle part et pourtant subissaient des fluctuations conformes à la marche de l'entreprise. Les négociations se passaient entre gens qui suivaient la valeur.

En ce qui concerne nos bourses, il me semble que M. Meyer fait trop bon marché de nos institutions. Je ne connais pas bien l'organisation de celles de Zurich et Bâle; mais pour l'introduction de valeurs à la Bourse de Genève (celle-ci est placée sous la surveillance de l'Etat de Genève), il a été constitué un comité de neuf personnes, dans lequel les agents de change sont représentés par trois membres, les établissements de crédit par trois et les banquiers particuliers également par trois. Cette commission a nommé une sous-commission prise dans son sein et composée d'un membre de chacun des trois groupes. Quand il se produit une demande d'introduction à la cote, ce comité, non seulement se fait remettre les prospectus et bilans, mais a le droit de demander tout ce qui peut éclairer son opinion sur l'affaire proposée. Les décisions, jusqu'à présent, ont toujours été prises à l'unanimité et cette commission fonctionne à la satisfaction des intéressés.

Pour prouver la nécessité de l'institution d'un „Office d'Admission Fédéral en Suisse“, M. Meyer mentionne deux valeurs comme ayant été nuisibles aux capitaux suisses: les actions de la Société A. Gørz & Co. Limited et les valeurs des Mexican National Railways Co.

Je ne puis pas exprimer d'opinion sur les premières; mais tout le monde sait que la Société s'occupe uniquement de valeurs minières du sud de l'Afrique et on ne peut pas se tromper à cet égard. Par conséquent, il

fallait bien vouloir prendre un intérêt dans les actions de mines pour en acheter.

Quant au secondes, l'emprunt 4 % des National *Railroad of Mexico* de \$ 24,740,000, qui jouit d'un rang hypothécaire précédent tous les emprunts de la National *Railways of Mexico*, a été introduit, sauf erreur, en 1906 à notre bourse.

L'emprunt 4 1/2 % de cette dernière compagnie n'a été introduit que plus tard et sans le concours des banquiers de la place, de sorte qu'il n'en a été placé que très peu chez nous.

Tandis que les deux emprunts 4 et 4 1/2 % et les deux catégories d'actions privilégiées 4 et 5 % de la National *Railways* ont été admis à la bourse de Zurich, probablement à l'instigation des banques allemandes qui ont concouru très largement à la constitution de la nouvelle compagnie.

L'emprunt 4 1/2 % de la National *Railroad of Mexico* de \$ 23,000,000 1<sup>re</sup> hypothèque est coté à Berlin, et pour le moment ne vaut guère mieux que les autres.

Vous voyez donc que malgré l'office d'admission allemand, il a été introduit sur les marchés de ce pays l'emprunt 4 1/2 % National *Railroad of Mexico*, remboursable en 1926; et si l'emprunt 4 1/2 % National *Railways* a été placé à Genève, c'est à la suite de la réorganisation allemande de cette grande compagnie de chemins de fer. Du reste, les titres de ce dernier emprunt ne sont guère entrés dans les portefeuilles, car ils manquaient de la recommandation des banquiers de notre place.

Je pourrais vous citer d'autres cas de ce genre; mais vous voyez que la surveillance de l'office d'admission n'a pas été d'une grande utilité pour les capitaux allemands.

Du reste, pour l'admission des valeurs à notre bourse, il ne suffit pas de l'examen des pièces présentées, mais le bon renom de ceux qui demandent l'introduction de la valeur entre aussi en ligne de compte.

Quand donc M. Meyer dit que l'infériorité de notre institution boursière réside dans l'absence d'un véritable bureau spécial d'admission, je crois qu'il se trompe.

Du reste, les banquiers peuvent évidemment se tromper; mais leur plus grand intérêt leur impose l'obligation de recommander des valeurs reposant sur des bases solides. En cas contraire, leur clientèle les abandonnerait vite.

M. Meyer recommande de copier l'office d'admission établi par le Gouvernement allemand, en disant qu'il n'a été fait nulle part ailleurs une organisation aussi positive que celle de l'Allemagne. Comme des dispositions semblables ont été prises en Angleterre et en France, la comparaison de ces dispositions aurait pu nous éclairer et faciliter la discussion d'une question aussi complexe.

A supposer que la Constitution fédérale autorise la votation d'une loi sur les bourses suisses, ce qui n'est pas encore prouvé, le grand danger d'une réglementation de ce genre par les Autorités fédérales réside dans l'opinion que le public se fera de cette institution. Le public capitaliste est simpliste; il ne lit pas tant les prospectus et veut une opinion énoncée brièvement, venant d'une personne autorisée; or, si l'on crée en Suisse un office d'admission, le public en conclura immédiatement que l'on peut s'intéresser aveuglément aux valeurs introduites aux bourses suisses, et il ne manquera pas, en cas de perte, de rendre l'autorité fédérale responsable de cette diminution de sa fortune.

M. Meyer dit: „L'office d'admission, dont nous voulons obtenir l'institution en Suisse, n'aura pas pour but de dispenser ceux qui cherchent des placements d'un examen personnel.“ A mon humble avis, il se trompe complètement. Ce ne sera évidemment pas le but; mais le public qui n'aime pas se donner de la peine, même pour placer son argent, se livrera d'autant moins à cet examen personnel que l'autorité fédérale se sera prononcée; et alors l'office d'admission qui n'échappera pas à la préoccupation de cette responsabilité ne laissera introduire que les valeurs de tout repos: fonds d'états, de villes suisses, entreprises déjà avantageusement connues; et nos bourses seront fermées à des entreprises peut-être plus aléatoires, mais pouvant renfermer aussi de grandes chances de succès. Comme le public capitaliste veut aussi des placements aléatoires, il ira à l'étranger faire ses affaires.

Une autre objection à un office d'admission en Suisse est la différence des placements introduits à Bâle, Zurich ou Genève. En dehors des valeurs de communes, cantons ou villes de notre pays, si vous comparez les cotes de ces diverses bourses, vous verrez combien elles diffèrent. Il sera difficile à cette commission de faire coter une valeur dans une ville et pas dans les autres; ce qui pourtant serait conforme à l'état des choses.

Un des buts de la réglementation par un office d'admission, consiste à empêcher les capitaux du pays de s'intéresser à l'étranger à des valeurs qui ne profitent pas au pays. Je crois qu'il est impossible, par suite de la facilité des négociations dans les bourses du monde entier, d'atteindre ce but. Si l'on trouve dans le pays des gens capables de mener une entreprise à l'étranger, ils réuniront facilement les capitaux suisses pour les appuyer.

Dans les deux années que nous venons de traverser, on a vu quelle influence heureuse et quel secours efficace les placements aux Etats-Unis ont apportés au Gouvernement fédéral Suisse, dans la phase difficile qu'il traverse, pour pourvoir à l'alimentation du pays.

Si nous n'avions pas placé beaucoup de fonds en bonnes obligations des chemins de fer américains à New-York, la Confédération Suisse aurait eu infiniment plus de peine à se fournir du change nécessaire pour payer ses achats divers aux Etats-Unis.

Ce qui serait beaucoup plus intéressant dans la situation actuelle des affaires, consisterait à débarrasser le pays de toutes les sollicitations imprimées pour placements de capitaux qui viennent des pays environnants; sollicitations auxquelles se laissent aller les capitalistes amateurs d'aventures, de promesses de gros revenus, et assez naïfs pour croire aux boniments de ceux qui convoitent leur argent. Et ils sont plus nombreux qu'on ne se le figure.

Quant à espérer que notre petite Suisse puisse exercer une influence sur les pays étrangers en refusant l'admission aux cotes de leurs valeurs, pour obtenir des traités de commerce avantageux, je ne m'abandonne pas à cette illusion. Notre marché de valeurs d'états a une puissance d'absorption beaucoup trop faible pour que ceux-ci cherchent à y lancer des émissions importantes.

On ne peut nullement tirer la conclusion d'après le succès des emprunts fédéraux de mobilisation qu'un placement, même d'une trentaine de millions, de fonds d'états étrangers puisse réussir.

L'exemple cité par M. Meyer de l'introduction de l'emprunt bulgare à Berlin en compensation d'une amélioration du tarif douanier, ne semble pas pouvoir trouver une application dans notre pays. L'aspiration à un résultat de ce genre me rappelle malgré moi la fable de la grenouille qui veut se faire aussi grosse que le bœuf. Nos moyens sont trop insuffisants. Je crois bien que si nous tentions quelque chose de ce genre, nous ne réussirions qu'à aggraver notre situation économique.

Pour illustrer les conséquences de la pression politique sur la bourse, je rappellerai que le Chancelier de Bismarck avait fait vendre aux bourses allemandes les valeurs russes possédées par des capitalistes allemands. Il avait encouragé l'achat de fonds italiens avec le produit de la vente des valeurs russes. Cette vente avait entraîné une forte baisse des cours dont ont profité les Français, et les fonds italiens, achetés à hauts prix, ont considérablement baissé à la suite de la défaite d'Adoua. Le résultat politique a peut-être été obtenu, mais au détriment des capitalistes allemands.

Il me semble que nous ne devons pas désirer ce genre d'immixtion chez nous.

Je ne me représente pas nos négociateurs de traités de commerce cherchant, pour obtenir des résultats plus favorables, à jouer de l'introduction de valeurs des pays avec lesquels nous traiterions. Si j'en juge par les fonds d'états et de villes étrangers cotés à notre bourse, je

n'en vois aucun avec lequel on pourrait user d'un levier de ce genre.

Voilà, les quelques idées que le travail de M. Albert Meyer me suggère. Je ne prétends point l'avoir discuté avec toute l'importance qu'il mérite; j'aurais voulu le faire plus complètement. Mais en résumé, je ne crois pas opportun de réaliser la mesure proposée; d'autant moins qu'à l'heure qu'il est, les nouvelles demandes de cotation se font très rares, et je ne m'attends pas à ce que cette situation change aussitôt la paix conclue.

Le monde des affaires est en proie aujourd'hui à de trop graves préoccupations qui se rapportent à son existence même, pour qu'on le trouble encore en agitant une question qui peut facilement se renvoyer après la paix.

*Ernest Hentsch,*  
de la Maison Hentsch & Co. à Genève.

## VI.

Es ist bezeichnend, dass die Anregungen, die Herr Nationalrat Dr. Meyer zu wiederholten Malen für die Neuordnung des Effektenbörsen- und Emissionswesens in der Schweiz gemacht hat, in Fachkreisen nicht etwa auf Widerstand gestossen sind, sondern im grossen und ganzen deren ausdrückliche Zustimmung erfahren haben. Die Reform wird als zeitgemäss und dringlich betrachtet.

Die *Dringlichkeit* ergibt sich schon aus der Tatsache, dass die seit zwei Jahren andauernde, alles Mass übersteigende Kapitalverwüstung so ungeheure Anforderungen an den Kapitalmarkt stellt und besonders nach dem Friedensschluss stellen wird, dass es von grösster Wichtigkeit sein wird, die vorhandenen Kapitalien in der für das Gedeihen der heimischen Volkswirtschaft fruchtbringendsten Weise zu nutzen. Es wird das vereinte Bemühen der Behörden, der Banken und der Unternehmer sein müssen, jeder Kapitalvergeudung vorzubeugen, eine ungesunde Gründertätigkeit im Innern zu verhindern und die Anlagen im Ausland in erster Linie nach nationalwirtschaftlichen Gesichtspunkten vorzunehmen.

Zweifellos ist die vorgeschlagene schärfere Überwachung des Wertpapierhandels *an* und nach der Äusserung des Herrn Bundesrat Schulthess auch *ausserhalb* der Börse ein Mittel von vielen, um diesem Zweck zu dienen.

Ich glaube indessen, dass die Zulassungs- bzw. Prospektprüfungsstelle nur dann grosszügige Arbeit wird leisten können, wenn sie eidgenössisch organisiert ist. Vielleicht dürfte es sich empfehlen, lokale Zulassungsstellen (die nach eidgenössischen Vorschriften zu handeln hätten) über Emissionen inländischer Ge-

sellschaften, die einen festzusetzenden Umfang nicht überschreiten, entscheiden zu lassen, während sie alle grösseren Emissionen inländischen Ursprungs, sowie alle ausländischen nur zu begutachten und zur Entscheidung an die eidgenössische Stelle zu leiten hätten, die überdies auch für die kleinern Emissionen als Rekursinstanz amten könnte. In der zentralen Zulassungsstelle müssten die Behörden, die verschiedenen Interessentengruppen und Plätze gebührend vertreten sein.

Die Vorschriften für die ausreichende *Publizität* dürfen sich nicht im *Prospektzwang* erschöpfen, sie müssen überdies bewirken, dass die wesentlichen Prospektangaben durch Publikation von Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung und Geschäftsbericht auch für die Zeit nach der Einführung des Papiers fortlaufend erneuert werden. Im Interesse der Lesbarkeit der Prospekte dürfen diese nicht mit allen möglichen Detailangaben belastet werden. Sie sollen in aller Kürze das wesentliche enthalten. Der Zulassungsstelle bleibt es dann vorbehalten, die von ihr als notwendig erachteten weitergehenden Angaben und Aufschlüsse zu verlangen. Selbstverständlich müssen bei diesen Publikationen an die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung gewisse Mindestanforderungen, die über die gegenwärtigen Vorschriften des OR. hinausgehen, gestellt werden.

Eine sehr schwierige Frage ist diejenige der *Prospekthaftung* der Banken. In der Praxis hat es sich erwiesen, dass eine darauf gegründete Verantwortungsklage höchst selten mit Erfolg geltend gemacht werden konnte, und zwar selbst da nicht, wo die Verhältnisse ziemlich klar zu liegen scheinen.

Die Schwierigkeit liegt in der Tatsache begründet, dass es beinahe unmöglich ist, dieser Haftung, die bei dolosem Handeln ohnehin gegeben ist und wohl nur auf grobe Fahrlässigkeit ausgedehnt werden könnte, einen juristisch einwandfreien Ausdruck zu geben. Trotzdem ist die Hergabe der Unterschrift durch einführende Banken höchst wichtig, da keine leichten Herzens ihren Emissionskredit aufs Spiel setzt. Der Prüfung wert erscheint die Frage, ob es nicht zweckentsprechender wäre, an Stelle der oder neben die Prospekthaftung die Vorschrift zu setzen, dass jede Gesellschaft, die ihre Aktien oder Obligationen an den Markt bringt, verpflichtet ist, ihre Bilanz durch ein konzessioniertes Bücherrevisions-Institut prüfen und glaubigen zu lassen. Die Verantwortung für die *formelle* Richtigkeit der im Prospekt enthaltenen Angaben würde danach bei der Revisionsstelle liegen, während die einführende Bank durch ihre Unterschrift zu erkennen gäbe, dass sie nach Prüfung aller erheblichen Tatsachen (Gestaltung der Bilanz, Leitung, Zukunftsaussichten) die Emission *materiell* deckt.

Noch ein Wort zur Frage des „*Kapitalexportes*“. Die angeführte Äusserung des Herrn Bundesrat Schult Hess, wonach durch die Zulassungsstellen . . . eine Einwirkung auf den *Umfang* des Kapitalexportes erzielt und Emissionen ausländischer Werte im Hinblick auf nicht befriedigte inländische Kapitalbedürfnisse vermindert werden könnten, scheint von der irrigen Voraussetzung auszugehen, dass es in der Macht irgend jemanden, z. B. der Banken liege, den Umfang des *Kapitalexportes* zu bestimmen. In Tat und Wahrheit ist der für Anlagen im Ausland verfügbare Kapitalsaldo das Produkt aller wirtschaftlichen Beziehungen zum Ausland, wie sie sich aus dem Handelsverkehr, dem Saldo der Zinszahlungen, den gegenseitigen Arbeitsleistungen usw. ergeben. Ist dieser Saldo *aktiv*, so muss er *notwendigerweise* in irgendeiner Form im Ausland angelegt werden, soweit nicht Gold und Silber im Lande aufgestapelt werden sollen, mit denen an und für sich keine Kapitalbedürfnisse im Inland befriedigt werden können.

Der *Umfang* der Kapitalanlage im Ausland ist demnach eine gegebene Grösse. Die Wirtschaftspolitik eines Landes hat sich nur mit der Zusammensetzung der Bilanz gegenüber dem Ausland — d. i. den Schulden im Ausland einerseits und den Forderungen an das letztere andererseits — zu befassen. Die Betrachtung muss also, was gewöhnlich nicht genügend beachtet wird, nicht nur die Aktiv-, sondern auch die Passivseite umfassen. Mit Bezug auf die Kontrahierung von Schulden im Ausland ist zu postulieren, dass diese möglichst billig und langfristig sein sollen und keinesfalls so einseitig aufgenommen sein dürfen, dass sie eine Gefährde für die politische Unabhängigkeit des Landes werden.

Die Gesichtspunkte, die für die Aktivseite in Betracht fallen, sind etwa die folgenden:

1. *Die Liquidität der Anlagen*: Diese muss nach Art und Umfang dem Schuldenbetrag im Ausland angepasst sein. Schon um die Wechselkurse stabil zu erhalten, ist die Unterhaltung genügend grosser, jederzeit verfügbarer Bankguthaben ein unbedingtes Erfordernis. Erstklassige Wechsel und international gehandelte, jederzeit leicht realisierbare Wertpapiere kommen in zweiter Linie in Betracht. Immobilisationen in Unternehmungen etc. sind nur insoweit zulässig, als nach menschlicher Voraussicht auf sie im Falle grosser eigener Anforderungen nicht zurückgegriffen zu werden braucht.
2. *Die Bonität* der Anlage ist ein weiteres, wichtiges Erfordernis, das dem berechtigten Bestreben auf gute Verzinsung vorgeht.
3. Erst insoweit diese Grundsätze nicht verletzt werden, kann dem bei der Erörterung des Problems

fast stets in den Vordergrund gestellten Gesichtspunkte der Förderung der Exportindustrie Rechnung getragen werden.

Allerdings wird es notwendig sein, unsere Kräfte zu diesem Zwecke viel straffer und zielbewusster zusammenzufassen, als dies bis jetzt geschehen ist. Um so mehr muss dies der Fall sein, als die starke, durch den Krieg hervorgerufene Repatriierung schweizerischer Titel einen mächtigen Pfeiler unseres Exportkapitalismus — nämlich niedrig verzinsliche, langfristige Schulden im Ausland — angreift und folgerichtig den für die Auslandsanlage verfügbaren Kapitalbetrag ohnehin vermindert.

*Paul Jaberg,*

Direktor der Schweiz. Bankgesellschaft, in Zürich.

## VII.

Die Ausführungen des Verfassers in der Zeitschrift für Schweizerische Statistik und Volkswirtschaft betreffen einen Vorschlag von neuen Gesetzgebungsmassnahmen auf dem Gebiete des schweizerischen Effektenbörsen- und Emissionswesens, und zwar wird im wesentlichen vorgeschlagen die Einrichtung von Zulassungsstellen nach deutschem Muster, worin also eo ipso die Forderung des Prospektzwanges enthalten ist. Ferner wird die Prospekthaftung der emittierenden Häuser zur Forderung erhoben. Hierbei wird die Frage im wesentlichen offen gelassen, ob die Prospektprüfungsstelle für alle Emissionen, also auch für diejenigen, welche nicht an einer schweizerischen Börse kotiert werden sollen, einzurichten sei; ebenso die weitere Frage, ob die Börsenzulassung auf kantonalem oder eidgenössischem Boden organisiert werden soll. Was den Zeitpunkt des Inkrafttretens der vorgeschlagenen Reform anlangt, so wird bemerkt, dass diese als dringlich anzusehen sei.

Fragen wir uns, welches die Gesichtspunkte sind, von denen die angeregte Reform ausgeht, so ist darauf zu erwidern, dass es die Erkenntnis von Verlusten ist, die dem Publikum aus bewusst falschen oder inhaltlich ungenügenden Emissionsprospekten erwachsen. Soweit diese Verluste durch unlauteres Gebaren von seiten der emittierenden Häuser hervorgerufen werden, indem in den Emissionsprospekten bewusst falsche oder absichtlich ungenügende Angaben gemacht werden, um das Publikum zu täuschen oder über zur Beurteilung des zu emittierenden Papiers wichtige Umstände im unklaren zu lassen, liegt nun nicht nur in erster Linie eine schwere Schädigung des Publikums vor, sondern gleichzeitig auch des Ansehens, dessen sich unsere Bankwelt im Schweizerlande erfreut. Alle Banken und Bankiers, welche sich der Bedeutung und Verantwortlichkeit ihres Berufes bewusst sind, haben ein lebhaftes

Interesse daran, dass in der genannten Beziehung die ins Publikum gelangenden Prospekte einwandfrei seien, ansonsten auch ihr Emissionskredit geschädigt würde.

Dieser letztere Umstand legt es nahe, an Stelle weitergehender Reformen einen Versuch mit einer Selbsthilfe-Organisation der Banken zu machen. Das hierfür gegebene Organ müsste geschaffen und mit den nötigen Kompetenzen ausgestattet werden. Beispielsweise könnte — es soll sich hier nur um eine Anregung handeln — aus je drei Vertretern der Hauptbörsen Basel, Zürich und Genf, aus je einem Vertreter der kleineren schweizerischen Effektenmärkte, ferner aus je zwei Vertretern des Kartells Schweizerischer Banken, des Verbandes schweizerischer Kantonalbanken und der Schweizerischen Nationalbank eine ständige Kommission zusammengesetzt werden. Diese Kommission sollte aber nicht eine Art Zentralzulassungsstelle sein, sondern sich nur mit den eigentlichen Auswüchsen auf dem Gebiet des Emissionswesens zu befassen haben; die Börsenzulassung würde sich vielmehr im allgemeinen unabhängig von dieser Kommission zu vollziehen haben. Nur in Fällen, wo eine offensichtliche Bedrohung öffentlicher oder privater Interessen durch eine Emission oder eine Beantragung zum Effektenhandel gegeben sein würde, hätte die Kommission auf Antrag eines ihrer Mitglieder in Funktion zu treten und nötigenfalls eine Warnung an die Öffentlichkeit zu erlassen, beziehungsweise weitere, durch die Umstände gebotene Schritte zu unternehmen.

Da, wie gesagt, in bezug auf die Reinhaltung des Emissionskredites die Interessen der weitaus überwiegenden Mehrheit der Banken und des Publikums identisch sind, so liegt kein Grund vor, anzunehmen, dass eine zweckmässig angelegte Selbsthilfe-Organisation der Banken in dem angedeuteten Sinne nicht auch zum erstrebten Ziele führen würde. Man wird zwar finden, dass in der vorgeschlagenen Kommission der Anteil der am Börsenverkehr interessierten Personen durchaus überwiegt. Demgegenüber darf darauf hingewiesen werden, dass dies indirekt auch bei der Berliner Zulassungsstelle der Fall ist. Dort muss zwar mindestens die Hälfte der Mitglieder aus Personen bestehen, welche sich nicht berufsmässig mit dem Wertpapierhandel befassen. (Seinerzeit hatte der deutsche Regierungsentwurf vorgesehen, dass der Anteil der am Börsenhandel nicht interessierten Mitglieder mindestens zwei Drittel zu betragen habe.) Tatsächlich wird aber auch die Proportion 1:1 in Wirklichkeit nicht eingehalten, da sich unter den sogenannten nicht interessierten Mitgliedern Aufsichtsratsmitglieder von Banken und Direktoren von Industriegesellschaften befinden, in deren Aufsichtsräten wiederum die Banken vertreten sind.

\* \* \*

Es empfiehlt sich, eine Bemerkung einzuschalten über die Art der Verluste, welche dem Publikum und der Volkswirtschaft aus dem Effektenemissions- und Börsenwesen entstehen können, und welche, wie bereits bemerkt, den Ausgangspunkt bei der von Dr. A. Meyer angeregten Reformaktion bilden. Diese Verluste können volkswirtschaftlicher Natur sein, ohne das anlage-suchende Publikum selbst zu treffen, was beispielsweise der Fall ist, wenn Emissionen ohne Rücksicht auf die Absatzinteressen der einheimischen Industrie erfolgen, oder wenn Kapital nach dem Ausland abwandert, das einen dringlichen ökonomischen Bedarf im Inland zu decken hätte. Nun ist aber oft genug betont worden und im Grunde genommen nie ernstlich widerlegt worden, dass Fälle dieser Art in der Schweiz, wenn sie überhaupt zu beklagen sind, durchaus zu den Ausnahmen gehören. Das schweizerische Kapital hat stets durch Vermittlung der Banken die einheimische Volkswirtschaft in jeder Hinsicht befruchtet und so erst die hervorragende Entfaltung der schweizerischen Exportindustrien ermöglicht. Man erinnere sich nur, wie auf der Genfer Tagung der Bankiervereinigung einer der Referenten nach gründlicher Untersuchung zu dem Schlusse kam, dass die schweizerischen Banken und Bankiers die einheimische Industrie in jeglicher Weise gefördert haben und ihr eine Unterstützung „durch die allgemeine Organisation des schweizerischen Bankgewerbes, insbesondere aber durch reichliche Kreditgewährung, durch kulante und billige Vermittlung der Emission von Aktien und Obligationen der schweizerischen Fabrikationsunternehmungen, durch Kreierung von ausländischen Niederlassungen, Exportgesellschaften, Finanzierungsinstitutionen (Trusts), die auch den schweizerischen Industriellen für ihre Geschäfte zur Verfügung stehen durch zahlreiche Interventionen bei ausländischen Gesellschaften behufs Erlangung von Bestellungen für die schweizerische Industrie usw. bereits jetzt in vollem Umfange gewährt haben“.

Da nun ferner die Schweiz eine eigentliche Auslandspolitik, welche ihr in der Auswahl ihrer ausländischen Kapitalanlagen Hindernisse und Bedingungen auferlegen würde, nicht treibt, sondern vielmehr mit allen Staaten auf freundschaftlichem Fusse steht, so gilt es, bei der beabsichtigten Reform des Effektenemissions- und Börsenwesens nicht gegen Schädigungen zu parieren, welche dem Lande aus einer un Zweckmässigen Verteilung der Kapitalanlagen erwachsen. Damit fällt aber ein wesentliches Argument, welches beispielsweise bei der Verweigerung der Börsenzulassung in Deutschland eine grosse Rolle spielt, vollständig dahin. Dort kann nämlich durch die einfache Drohung der Nichtzulassung verhindert werden, dass die Grossbanken ausländische Anleihen übernehmen, welche der

Regierung nicht genehm sind, und dasselbe Resultat wird übrigens auch in Frankreich auf eine ähnliche Weise von der Regierung durchgesetzt.

Die Aufgabe einer oder mehrerer schweizerischer Zulassungsstellen wird also von vornherein eine beschränkte sein: Rücksichten auf die höhere Politik und diplomatische Gesichtspunkte fallen dahin, und die Erhaltung des nationalen Kapitals den nationalen Zwecken kann ebenfalls nicht als Grund für die angestrebte Reform angesehen werden, da diese Erhaltung in dem volkswirtschaftlich erwünschten Ausmasse bereits bei dem gegenwärtigen Zustande Tatsache ist.

Die vorgeschlagene Reform wird sich also darauf beschränken müssen, formelle Normen für den Prospektinhalt aufzustellen und Prospektprüfungsstellen einzurichten, welche eventuell die Nichtzulassung aussprechen werden. Die Normen für den obligatorischen Prospektinhalt und die Prospektprüfung können nicht anders als rein formell ausfallen. Denn zu einer sachlichen Prüfung sind die Emissionen zu vielgestaltig, sie erstrecken sich ja auf den ganzen erschlossenen Erdball und auf die verschiedensten Gebiete von Technik und Industrie. Übersieht man den Umfang der vor Kriegsausbruch an den drei schweizerischen Hauptbörsen Basel, Zürich und Genf kotierten Wertschriften, so finden wir darin allein von ausländischen Titres vertreten

an Staatsanleihen: deutsche, österreichische, ungarische, bosnisch-herzegowinische, italienische, rumänische, russische, dänische, schwedische, norwegische, finnische, türkische, japanische, serbische, ägyptische, brasilianische usw. usw. Werte;

an Gemeindefremden Anleihen von Rom, Budapest, Kopenhagen, Mailand, Moskau, Neapel, Craiowa, Stockholm, Malmoe, Tokio, Yokohama, Rio de Janeiro u. a.;

Werte von Eisenbahnen in den Vereinigten Staaten, in Russland, in Österreich, der Türkei, Italien, Schweden, Mexiko u. a.;

Werte von Banken und Kreditinstituten in Frankreich, Deutschland, Italien, Österreich-Ungarn, Finnland, Belgien u. a.;

Werte von Elektrizitätswerken in Frankreich, Italien, Deutschland, Russland, Schweden, Südamerika, usw. usw.;

Werte von Textilunternehmungen in Frankreich, Deutschland, Russland, Italien und Mexiko;

ferner Werte von Minen und Bergwerken in Südafrika, Nordafrika, China, sowie einer ganzen Reihe der verschiedensten weiteren industriellen Unternehmungen (man denke namentlich an die vielen an der Genfer Börse kotierten auswärtigen Unternehmungen).

Ein Stab von Spezialisten über die verschiedensten Länder und die verschiedensten Sondergebiete mensch-

lichen Wissens würde dazu gehören, um in der Lage zu sein, eine nicht rein formelle, sondern materielle Prüfung der Prospekte in jedem einzelnen Falle vorzunehmen; Reisen und Expertisen und eine Unsumme von Arbeit müsste bewältigt werden, wenn anders die Prospektuntersuchung nicht bloss formell und daher inhaltlich null ausfallen soll.

Dass aus dem Bestehen einer eidgenössischen Zulassungsstelle unbedingt eine zum mindesten moralische Verantwortlichkeit der Behörden für die an den Markt gebrachten Papiere hervorgehen würde, scheint uns ausser allem Zweifel. Ein von der Zulassungsstelle geprüfter Prospekt würde beim Publikum sicherlich den Eindruck erwecken, das betreffende Papier sei sozusagen staatlich abgestempelt, und dieser Eindruck würde bestehen bleiben, auch wenn die Zulassungsstelle ausdrücklich jede Verantwortlichkeit ablehnen würde. Das Publikum würde auf diese Weise leicht in eine falsche Sicherheit gewiegt werden und über das Risiko, das jeder Kapitalanlage naturnotwendig anhaftet, hinwegtäuscht werden.

Der zuletzt erwähnte Umstand ist von um so grösserer Wichtigkeit, als die Schädigungen des Publikums durch unrichtige Angaben, Unklarheit, Unübersichtlichkeit und Unvollständigkeit der Prospekte nicht die einzigen sind, welche mit dem Emissions- und Börsenwesen verknüpft sind, und zum Teil weit hinter denjenigen zurückbleiben, welche etwa aus dem Konjunkturwechsel in Baisseperioden, aus der internationalen politischen Konstellation, aus Arbeiterunruhen, schlechten Erntergebnissen und anderen Naturereignissen hervorgehen (man vergegenwärtige sich beispielsweise nur, wie gross die Kapitalentwertung der bestfundierte staatlichen Anleihen in Zeiten steigenden Zinsfusses ist, ohne dass andere Motive als eben die Zinsfusssteigerungen vorhanden zu sein brauchen). Alle diese verschiedenen Momente, welche in ihrer Gesamtheit dasjenige Risiko ausmachen, welches mit Titelerwerb und Titelbesitz Hand in Hand geht, würden bei staatlicher Genehmigung des Prospektes in den Augen jener Leute, welche die staatliche Autorität über alles stellen, stark zurücktreten, und es würde sich dann bei unvermeidlichen Rückschlägen und Verlusten auf dem gewissermassen „staatlich geprüften“ Effektenbesitz eine Unzufriedenheit in weiten Kreisen bemerkbar machen.

Eine besondere Schwierigkeit bildet die Frage, ob die Organisation der Prospektprüfung auf eidgenössischem oder aber kantonalem Boden zu erfolgen hätte. Eine einheitliche eidgenössische Organisation würde unzweifelhaft auf politische Schwierigkeiten stossen. Daneben bestehen aber besondere Schwierigkeiten rein finanzieller Natur, da von den schweizerischen Hauptplätzen jeder seine besondere finanzielle Eigenart, seine



Einfluss geltend macht, um eine gesetzliche Neuordnung des Effektenbörsen- und Emissionswesens in der Schweiz zu fördern, so kommt er damit der weitverbreiteten Meinung entgegen, dass der Staat es in der Hand habe, durch den Erlass von Gesetzen der skrupellosen Ausbeutung des Publikums durch den Vertrieb zweifelhafter oder geradezu fauler Wertpapiere ein Ende zu bereiten. Herr Nationalrat Meyer regt an, dass der Bund Vorschriften über die Zulassung von Wertpapieren an den Schweizerbörsen aufstelle, insbesondere durch die Schaffung einer eidgenössischen Zulassungsstelle (oder kantonaler Zulassungsstellen), durch die Einführung des Prospektzwanges und endlich durch die Haftbarmachung der Emissionshäuser, also dreier Einrichtungen, wie sie in Deutschland durch das im Jahr 1896 erlassene und im Jahr 1908 revidierte Börsengesetz eingeführt worden sind. Der Bundesrat ist dieser Frage auch seinerseits nähergetreten; Herr Bundesrat Schult Hess als Vorsteher des Volkswirtschaftsdepartementes hat im Dezember 1915 im Nationalrat auf eine Interpellation erklärt, dass die Frage studiert werde:

- 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.

Dass der Bund trotz der durch Art. 31 der Bundesverfassung gewährleisteten Gewerbefreiheit das Recht besitzt, in dieser Materie zu legiferieren, setze ich als gegeben voraus, um so mehr, als ja auch bereits die Kantone Baselstadt und Zürich auf Grund der im genannten Artikel gemachten Vorbehalte Börsengesetze erlassen haben, welche den gesamten Börsenverkehr in allen Wertpapieren, mit Ausnahme der Wechsel, der staatlichen Aufsicht unterstellen. Im Zürcher Börsengesetz nehmen nun allerdings die Bestimmungen über die Einführung von Wertpapieren an der Zürcher Börse einen bescheidenen Raum ein. Während das Basler Gesetz immerhin so weit geht, dass die Aufstellung der „Grundsätze für das Verfahren bei der Kotierung eines Wertpapiers“ dem Regierungsrat vorbehalten bleibt, begnügt sich das im Jahre 1912 neu erlassene Zürcher Börsengesetz damit, den Effektenbörsenverein,

d. h. die Börse selber, zu verpflichten, in seine Statuten und Reglemente Bestimmungen aufzunehmen, b) über die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel, wobei dem Regierungsrat die Genehmigung dieser Reglemente unterstellt ist. In Basel liegt die endgültige Entscheidung über die Zulassung bei der staatlichen Börsenkommission, während in Zürich der Vorstand des Effektenbörsenvereins die zuständige Stelle für die Genehmigung der Zulassung ist. Sowohl die als Ausfluss des Gesetzes aufgestellten Bestimmungen über die Einführung von Wertpapieren an der Zürcher Börse, als das Reglement der autonomen Genfer Börse sur l'admission des valeurs à la Cote de la Bourse de Genève machen allerdings die Kotierung recht leicht. Dagegen enthält das Basler Reglement in dieser Beziehung wesentlich weitergehende Vorschriften, die zwar nicht so ausführlich gehalten sind, wie das deutsche Gesetz, aber doch der massgebenden Instanz die Mittel in die Hand geben, Anträge für die Einführung von Wertpapieren scharf unter die Lupe zu nehmen. Allein trotz diesen in die Augen springenden Unterschieden möchte ich feststellen, dass mir kein Fall bekannt ist, wo eine Einführung in Zürich und Genf gestattet, in Basel dagegen auf Grund der schärfern Vorschriften abgelehnt worden wäre. Die von Herrn Dr. Meyer aufgestellte Behauptung, dass nach den bestehenden Vorschriften ein Zulassungsbegehren, wenn es in ordentlicher Form vorgebracht werde, an den Schweizer Börsen nicht abschlägig beschieden werden könne, geht meines Erachtens zu weit; aber sie ist eine scharfe Kritik des neuen Zürcher Börsengesetzes und eine Bestätigung des in Börsenkreisen allgemeinen Urteils, dass das Gesetz im Jahre 1912 in erster Linie aus fiskalischen Erwägungen heraus revidiert worden sei.

Aber wenn auf der einen Seite unsere Börsengesetze in bezug auf die Einführungsbestimmungen Lücken aufweisen, so haben auf der andern Seite das Pflichtbewusstsein der massgebenden Börsenorgane und das Verantwortlichkeitsgefühl der Emissionshäuser dafür gesorgt, dass bis jetzt grosse Fehlgriffe in der Einführung von Wertpapieren an den Schweizerbörsen nicht vorgekommen sind. Herr Dr. Meyer erwähnte in seinem Vortrag zwei Beispiele unglücklicher Einführungen, nämlich diejenige der Gørz Aktien und der Preferred Shares der National Railway of Mexico. Ich vermag die Beweiskraft dieser Beispiele nicht anzuerkennen. Die Einführung der Gørz Aktien geschah zu einer Zeit, wo nicht nur an den Schweizer Börsen, sondern in der ganzen Welt man sich von der Entwicklung der Goldminenindustrie in Transvaal wirklich „goldene“ Berge versprach, und wo nicht etwa nur die von der auri sacra fames angesteckte Spekulation, sondern auch das seriöse Kapital sich stark für süd-

afrikanische Goldminenaktien interessierte. Wenn nun einige der ersten Schweizerbanken, um diesem Interesse des Publikums Rechnung zu tragen, den Versuch der Kotierung von zwei südafrikanischen Werten durch die Einführung der Gørz- und Albuaktien wagten, so haben sie damit zwei Papiere ausgewählt, die sowohl in ihrer Eigenschaft als Aktien von Trustgesellschaften verteiltes Risiko boten, als auch durch die Tatsache empfehlenswert schienen, dass erste deutsche Bankgruppen an der Spitze der betreffenden Konzerne standen. Übrigens war der Besitz der Schweiz an Gørz- und Albuaktien um die Jahrhundertwende nur ein kleiner Teil des gesamten schweizerischen Besitzes an Werten des Goldbergbaues. Dass das Publikum auch ohne Einführung an der Börse für bestimmte Kategorien von Wertpapieren erwärmt werden kann, beweist die Tatsache, dass der Besitz Deutschlands an Goldshares jedenfalls viel grösser war, als derjenige Frankreichs, obschon in Paris alle massgebenden Goldminenaktien notiert waren, in Deutschland dagegen gar keine. Ich erinnere mich eines Besuches an der Berliner Börse, wo nur an jener Ecke lebhafter Verkehr war, wo Goldminen „ausserbörslich“ gehandelt wurden, während die beeidigten Makler in den Schranken für Renten-, Banken- und Industriepapiere die Hände in den Schoss legen konnten. Die Einführung der Mexican Railways wäre wahrscheinlich besser unterblieben; allein auch sie erfolgte zu einer Zeit, wo die Zukunft Mexikos als gesichert galt, und wo niemand ahnen konnte, dass schon nach kurzer Zeit der Anker gelöst würde, an dem das Schicksal des mexikanischen Staates hing.

Ich möchte aber ein anderes Beispiel von einer Einführung an den Börsen von Zürich und Genf erwähnen, die ein unrühmliches Blatt in der Geschichte dieser beiden Effektenmärkte bildet, d. i. die im Jahre 1899 erfolgte Kotierung der Aktien des für die Pariser Weltausstellung gegründeten Unternehmens Village Suisse. Der vor mir liegende Einführungsprospekt trägt keine Unterschrift, ja nicht einmal ein Datum! Aber weder das damalige Börsenkommissariat, noch die kantonale Handelskommission haben von dem ihnen laut Börsengesetz zugedachten Rechte, dem Regierungsrat die Nichtgenehmigung der Einführung zu beantragen, Gebrauch gemacht. Wichtiger und folgenschwerer als die Gesetze selber ist oft ihre gewissenhafte Beobachtung. Ob die Einführung der Aktien der damals schon halb verkrachten Banca Generale ebenfalls im Schutze des Börsengesetzes und ohne Einspruch der massgebenden Organe erfolgt ist, konnte ich nicht mehr feststellen.

Wenn ich nun auch nicht zugebe, dass bei der Einführung von Wertpapieren an den Schweizer Börsen jemals mala fides vorhanden gewesen sei (was übrigens Herr Dr. Meyer auch nicht behauptet), die bei schärfere-

ren gesetzlichen Bestimmungen hätte geahndet werden können, so bin ich doch mit Herrn Dr. Meyer grundsätzlich darin einverstanden, dass die gesetzlichen und reglementarischen Bestimmungen über die Zulassung von Wertpapieren für die heutigen Verhältnisse nicht mehr zeitgemäss sind. Dagegen scheinen mir die Begründung seiner Postulate, sowie die Folgen, die er von deren Erfüllung erwartet, mit der Wirklichkeit nicht immer im Einklang. Ich vermag nicht einzusehen, wie die aufzustellenden Vorschriften (über Prospektzwang) „den allgemeinen wirtschaftlichen Interessen grundsätzlich Rechnung tragen und die Tatsache berücksichtigen sollen, dass die ausländischen Kapitalanlagen neben den privatwirtschaftlichen auch von wirtschaftspolitischen Gesichtspunkten aus beurteilt werden sollen“. Durch die Veröffentlichung eines Prospektes kann diese Forderung gewiss nicht erfüllt werden, und ich möchte die Zulassungsstelle sehen, die es auf sich nimmt, von Fall zu Fall zu entscheiden, ob ein zur Einführung vorgeschlagenes Papier vom wirtschaftspolitischen Standpunkt aus unserm Kurszettel gut anstehe oder nicht. Ich kenne kein Börsengesetz, das eine derartige Bestimmung enthielte. Das deutsche Börsengesetz vom Jahre 1896/1908, das Herr Nationalrat Meyer wiederholt als Muster hinstellt, seit dessen Bestehen aber auch manche unglückliche Einführung in Deutschland stattgefunden hat, schreibt in § 36 vor, dass von der Zulassungsstelle Emissionen nicht zuzulassen seien, durch welche *erhebliche allgemeine Interessen* geschädigt würden, oder welche *offenbar* zu einer Übervorteilung des Publikums führen. In seinen erläuternden Bemerkungen zu diesem Paragraphen führt der Staatskommissär an der Berliner Börse, Geheimrat Hemptenmacher, aus, dass der Gesichtspunkt der Schädigung allgemeiner Interessen bereits in der Börsen-Enquêtékommision erörtert worden sei. Es sei dabei erwähnt worden, dass deutsche Interessen in erheblichem Masse geschädigt werden könnten, wenn fremde Staaten oder Privatunternehmungen sich den vertragsmässig eingegangenen Verpflichtungen entzögen. „Schon dieser Hinweis zeigt, wie es mit dem Anwendungsgebiet dieser Bestimmung des Gesetzes steht. Der Tatbestand der Vertragsuntreue gehört im Zeitpunkt der Entscheidung über die Zulassung noch der Zukunft an und kann von der Zulassungsstelle bei ihrer Entscheidung ebensowenig festgestellt werden, wie von jemand anderm. Die Enquêtékommision wollte nicht einmal so weit gehen, allgemein und dauernd Anleihen von Schuldern, welche solche Vertragsverletzungen begangen haben, von den inländischen Börsen auszuschliessen. In der Reichstagskommission wurde für die Aufnahme der Bestimmung in das Gesetz nur noch angeführt, dass z. B. die Zulassung einer grossen aus-

ländischen Goldanleihe bei ungünstiger Lage des Geldmarktes die Aufrechterhaltung der Währung ernstlich gefährden könnte, so dass in solchem Falle wegen Schädigung wesentlicher allgemeiner Interessen die Verweigerung der Zulassung geboten erscheinen würde. Dazu ist zu bemerken, dass in Zeiten ungünstiger Lage des Geldmarktes jede neue Inanspruchnahme des Kapitals durch Einführung neuer Wertpapiere an der Börse geeignet erscheint, die ungünstige Lage zu verschlimmern. Aus dieser Erwägung heraus ist in solchen Zeiten wohl der Gedanke aufgetaucht, dass die Zulassungsstellen dann oder noch besser schon beim Herannahen solcher Zeiten überhaupt alle Zulassungen ablehnen sollten. Dazu ist es bisher nicht gekommen und wird auch voraussichtlich nicht kommen, solange das deutsche Kapital sich durch alljährliche Überschüsse ständig vermehrt. Das Korrektiv gegenüber übermässigen Einführungen liegt, automatisch wirkend, in der Kursentwicklung. Der mit der ungünstigern Lage des Geldmarktes untrennbar zusammenhängende Rückgang der Kurse zwingt die Emissionshäuser schon in ihrem eigenen Interesse, und in demjenigen ihrer Klienten, zu solchen Zeiten von der Durchführung von Emissionen Abstand zu nehmen.“ Aus diesem Kommentar des Börsenkommissärs ist zu ersehen, auf wie eine hohe Warte sich das deutsche Börsengesetz bei der Interpretation des Begriffes „Schädigung erheblicher allgemeiner Interessen“ stellt.

Auch in der Schweiz kann nicht von der Schädigung allgemeiner Interessen gesprochen werden, wenn eine Aktie von einer Gesellschaft zur Einführung vorgeschlagen wird, die finanziell oder industriell für ein Schweizer Unternehmen eine Konkurrenz bedeutet. Eine derartige Bestimmung wäre ungefähr gleichwertig mit dem Ausschluss aller fremden Wertpapiere von den Schweizerbörsen. Das kann aber weder Wunsch noch Wille sein in einem Lande, das gerne zum Clearing des internationalen Kapitalaustausches würde, und dessen eigenes Kapitalistenpublikum seine Urteilskraft in Geldsachen dadurch bekundet hat, dass es neben England zu den ersten gehörte, die einen Teil der Ersparnisse in ausländischen Wertpapieren investierten.

Ich komme als Vorsteher der Effektenabteilung einer grossen Bank öfter dazu, den *Standpunkt des anlagesuchenden Publikums* gegenüber dem *Unternehmerstandpunkt* zu vertreten. Der Unternehmer ist der Ansicht, dass einer Bank in erster Linie die Aufgabe zufalle, der Industrie und dem Hypothekarschuldner des eigenen Landes viel und möglichst billiges Geld zur Verfügung zu stellen; dass die Aktien und Obligationen „seiner“ Unternehmung qualitativ einwandfrei seien, betrachtet der Unternehmer in allen Fällen als selbstverständlich. Anders der Standpunkt

des Kapitalisten. Gewiss stellt er — die Ausnahmen bestätigen die Regel — sein Kapital in erster Linie und mit Vorliebe dem Erwerbsleben des eigenen Landes zur Verfügung; allein der Kapitalist, sei er spekulativ oder konservativ veranlagt, pflegt seine Anlagen unter drei Voraussetzungen zu machen: Solidität der Papiere, Verteilung der Risiken und eine im Verhältnis zum übernommenen Risiko angemessene Verzinsung. Diese Bedingungen sind nur erfüllbar, wenn der Kapitalist neben einheimischen auch ausländische Werte berücksichtigt, und das fällt ihm um so leichter, wenn er an den Börsen seines Landes gute fremde Werte in genügender Auswahl zu kaufen Gelegenheit hat. Wer auf dem Gebiete der Kapitalanlagen die privatwirtschaftlichen Interessen fördert, macht sich auch um die allgemeinen wirtschaftlichen Interessen verdient, denn der Wohlstand des einzelnen kommt auch der Allgemeinheit zugut. Deshalb wäre es nach meinem Dafürhalten verfehlt und gegen die wahren Allgemeininteressen verstossend, wenn man den nie verstummenden Klagen einzelner Unternehmer zuliebe für den Kapitalisten die Möglichkeit einschränken wollte, sein Geld so anzulegen, wie er es für gut findet. Übrigens würde durch ein einschränkendes Börsengesetz dieser Zweck nicht einmal erreicht, denn es stände dem Kapitalisten immer noch frei, seine Anlagen unter Umgehung der schweizerischen Vermittlerstelle direkt im Ausland zu machen. Natürlich sollen diese allgemeinen Grundsätze über Kapitalanlagen im Ausland, Verteilung der Risiken etc. keine Anwendung finden in Zeiten, wie die gegenwärtigen. Jetzt und solange anderwärts der Nationalismus auf den Geldmärkten herrscht, hat sich das Kapital ausschliesslich den Bedürfnissen des eigenen Landes zur Verfügung zu stellen, und man kann den Schweizer Banken gewiss das Zeugnis nicht vorenthalten, dass sie in dieser Beziehung ihren Kunden seit Kriegsausbruch den richtigen Weg gezeigt haben. Aber es wäre sicher verfehlt, jetzt durch kurzfristige Börsengesetze die Geldmärkte in die engen Grenzen nationalistischer Auffassung einschnüren zu wollen.

Herr Nationalrat Meyer wirft den Schweizer Börsen auch vor, dass sie bei der Einführung von Auslandswerten den allgemeinen Interessen wirtschaftlicher oder politischer Art keinen Einfluss gewähren. Die „Neue Zürcher Zeitung“ hat schon wiederholt auf die Gefahren aufmerksam gemacht, die darin liegen, Journalistik und Finanz zu vermengen; Beispiele aus der Finanzgeschichte zeigen, dass die Verquickung von Finanz und Politik noch viel grössere Gefahren in sich birgt, und eine Bank, die sich ihrer Pflichten gegen das Kapital bewusst ist, müsste es ablehnen, aus rein politischen Gründen ausländische Wertpapiere

in ihrer Kundschaft zu placieren. Wirtschaftliche Vorteile bei jeder Einführung eines fremden Wertpapiers auszubedingen, ist nachgerade unmöglich; aber solche Vorteile können sich ergeben, auch wenn sie bei der Einführung selber noch nicht erkennbar waren. So möchte ich darauf hinweisen, dass die Steaua Romana, Aktiengesellschaft für Petroleumindustrie in Bukarest, deren Aktien vor einigen Jahren an unsern Börsen zur Kotierung gelangten, nicht nur die erste, sondern, wenn wir von ganz unwesentlichen Lieferungen von anderer Seite absehen, die einzige Petroleumgesellschaft war, die seit Kriegsbeginn unser Land mit Leuchtöl versorgt hat, und zwar teilweise zu Preisen, die niedriger waren, als die Verkaufspreise in Rumänien selber. Diese Bezüge hätten sich kaum ermöglichen lassen, wenn nicht vorher durch die Einführung der Aktien Beziehungen zwischen der Schweiz und der Steaua Romana hergestellt worden wären.

Wenn durch den *Prospektzwang* Kautelen geschaffen werden können, welche den Käufer von Wertpapieren an den Schweizer Börsen vor Verlusten zu schützen vermögen, so wird sich der Gesetzgeber grosse Verdienste um unsern Nationalwohlstand erwerben; weshalb jedoch die Bedingungen, unter denen ein Wertpapier zugelassen wird, andere sein sollen für Schweizerwerte und andere für ausländische, ist a priori nicht einzusehen. Nicht die nationale Flagge macht ein Papier zu Anlage von Verdienst und Ersparnis geeignet, sondern der Stand der Gesellschaft, die es ausgegeben hat; deren Verwaltung, deren innere Fundierung, sowie die möglichst stabile Rendite des Papiers sind für seine Beurteilung als Anlageobjekt in erster Linie ausschlaggebend. Bei gleichen Qualitäten ist ein inländisches Papier immer vorzuziehen, aber eine Aktie oder eine Obligation verdient nicht schon deswegen unser Vertrauen, weil sie schweizerischen Ursprunges ist. Abgesehen von den durch den Krieg verschuldeten Kursverheerungen stelle ich den Satz auf, dass die Schweiz an ausländischen Werten, die an unsern Börsen kotiert sind, vielmehr verdient, als verloren hat.

Nicht leicht ist die Beantwortung der Frage, ob die Vorlegung des Prospektes bei der Prüfungsstelle sich auf die Einführung an der Börse beschränken oder auch für Wertpapiere, die ausserbörslich zum Verkauf gelangen, gefordert werden soll. Herr Bundesrat Schulthess scheint radikal vorgehen zu wollen, während Herr Nationalrat Meyer eher zu der Ansicht neigt, dass man sich aus praktischen Gründen auf die Börseneinführungen beschränken oder höchstens für fremde Werte, die ausserbörslich placiert werden, einen Prospekt verlangen soll. Da ist nun zunächst auf den Umstand hinzuweisen, dass Einführung und Kotierung

an der Börse in den allermeisten Fällen erfolgen, nachdem die Placierung bereits stattgefunden hat, also wenn „das Unglück schon geschehen ist“. In dieser Richtung müsste also jedenfalls Wandel geschaffen werden, d. h. der Prospekt müsste die Genehmigung der Prüfungsstelle finden, bevor er ans Publikum versandt werden darf. Das Ja oder Nein auf die Frage, ob Prospektzwang und Prüfungsstelle in allen Fällen, hängt nach meinem Dafürhalten davon ab, ob es möglich sein wird, durch die beiden Institutionen die Wüst, Bauder und Konsorten daran zu verhindern, ihre Zentralbankwerte, amerikanische Silberminen etc. dem leichtgläubigen Publikum anzuhängen, und dadurch Witwen, Kleinhandwerker und Bauern vor Schaden zu bewahren. Ist dies der Fall, so wollen wir alle Nachteile in den Kauf nehmen, die für die Banken aus der neuen Vorschrift entstehen würden. Wenn aber die leiseste Gefahr vorliegt, dass es den Nachfolgern der genannten Herren möglich wird, die gesetzlichen Bestimmungen zu umgehen, während die Placierungstätigkeit der Banken, die sich streng an das Gesetz halten, eingeschränkt wird, so ist der Prospektzwang, der über die Einführungen an der Börse hinausgeht, abzulehnen.

Zu der Frage, ob die Zulassungs- oder Prüfungsstelle *kantonal* oder *eidgenössisch* sein soll, entscheide ich mich für die eidgenössische Organisation; denn ich teile die Meinung von Herrn Dr. Meyer, dass die Tätigkeit einer derartigen Stelle nur heilsam ist, wenn die in Frage kommenden vielseitigen Interessen durch ihre richtige Zusammensetzung gewahrt werden, und in dieser Richtung scheint mir die Wahl durch den Bundesrat weit mehr Garantien zu bieten, als die Wahl durch kantonale Behörden. Die von Herrn Nationalrat Meyer vorgeschlagene Dezentralisation scheint mir unmöglich, weil sonst 25 Zulassungsstellen, d. h. für jeden Kanton oder Halbkanton eine, geschaffen werden müsste. Das wäre aber, abgesehen von praktischen Schwierigkeiten, schon deswegen fatal, weil wir es alsdann wahrscheinlich oft erleben würden, dass einige Kantone Zulassungsbegehren zustimmend, andere ablehnend beantworten würden. Aber welche Lösung diese Frage auch finden wird, so fürchte ich, dass sich die Erwartungen, die der Initiant an Prospektzwang und Zulassungsstelle knüpft, nur zum Teil erfüllen werden.

Nun noch ein Wort über die *Prospekthaftung*. Herr Nationalrat Meyer stellt dazu selbst folgenden Satz auf: „Der Umstand, dass die Banken mit dem Zulassungsantrag ihren Emissionskredit aufs Spiel setzen, wird noch mehr als die Regresshaftung an sich zu sorgfältiger Feststellung der Zutreffendheit der Angaben veranlassen.“ Also gibt er selbst zu, dass für eine seriöse Bank in dem Bewusstsein, mit der Einführung des Papiers in der Kundschaft ihren Emissionskredit

zu engagieren, mehr Antrieb zu einer gewissenhaften Prüfung der einzuführenden Wertpapiere liegt als in der Regresspflicht. Und damit hat Herr Dr. Meyer gewiss Recht. Für den skrupellosen Effektenhändler aber bedarf es keines grossen Gewissenszwanges, um auch unter Angaben die Unterschrift zu setzen, die mit der Wahrheit in Widerspruch stehen. Ihm kommt es auf schnellen und mühelosen Gewinn an, und der Umstand, dass er später vielleicht zur Rechenschaft gezogen werden könnte, kümmert ihn zunächst wenig. Auch das deutsche Börsengesetz kennt die Haftung, und zwar haften nach § 45 sowohl „diejenigen, welche den Prospekt erlassen haben“ (Gesellschaft), als „diejenigen, von denen der Erlass des Prospektes ausgeht“ (Emissionshaus), als Gesamtschuldner, also solidarisch. Allein trotz dieser Doppelhaftung ist mir nicht bekannt, dass jemals jemand auf Grund des Regressartikels zur Verantwortung gezogen worden wäre, obschon es Fälle gab, wo dies nahe gelegen hätte. Ich denke nicht, dass unsere grossen Banken für fähig gehalten werden, Prospekte zu unterzeichnen, deren Inhalt ihnen als mit der Wahrheit in Widerspruch stehend bekannt ist, und Herr Nationalrat Meyer hat wahrscheinlich wiederum die unsaubern Elemente im Auge, wenn er so dringend die Haftpflicht der Emissionshäuser fordert. Diese Elemente, die man treffen will, werden aber sich dem Arm des Gesetzes stets rechtzeitig zu entziehen wissen. Vor Übervorteilung schützt sich das Publikum am besten selbst dadurch, dass es sich für die Anlagen, die es zu machen hat, an eine Bank oder an einen Privatbankier wendet, die sein Vertrauen geniessen, und die Vorschläge, die ihm von diesen Seiten gemacht werden, seinerseits nachprüft, so gut es hierzu befähigt ist. Wer aber in finanziellen Angelegenheiten dem Kurpfuscher den Vorzug vor dem patentierten Arzt gibt, soll sich selber Vorwürfe machen, wenn er schlecht beraten wird und sein Geld verliert.

Die Lösung der von Herrn Nationalrat Meyer in dankenswerter Weise aufgeworfenen Fragen wird schwierig sein. Wer seinerzeit den Verhandlungen zuerst der Enquêtekommision und dann der Kommission des Reichstages für die Ausarbeitung des deutschen Börsengesetzes gefolgt ist, wird sich erinnern, wie damals die Geister aufeinander platzten. Es bedurfte der weisen Mässigung der Regierung und ihres Festhaltens an einer mittleren Linie, um das heute bestehende Gesetz zustande zu bringen. Gewiss enthält dieses Gesetz sehr viel Gutes, aber es würde wertloses Stückwerk sein, wenn nicht die hochstehende Geschäftsauffassung der deutschen Banken und selbständiges Urteil ihrer Kundschaft mithelfen würden, die Absichten des Gesetzes zu verwirklichen. Es empfiehlt sich, auch in der Schweiz alle einschlägigen Fragen genau zu

prüfen und abzuklären, bevor man die Gesetzesmaschine in Bewegung setzt. Man kann sich um so eher Zeit lassen, als während des Krieges und noch lange Zeit nachher die allgemeinen Verhältnisse dafür sorgen werden, dass weder für neue einheimische Gründungen noch für die Einführung ausländischer Wertpapiere die finanziellen Kräfte unseres Landes stark in Anspruch genommen werden können.

H. Kurz,

Direktor der Schweiz. Kreditanstalt, Zürich.

#### IX.

Mit den Anregungen des Herrn Nationalrat Dr. Alb. Meyer zur Neuordnung des Emissionswesens von Wertpapieren bin ich im grossen und ganzen einverstanden, und würde es begrüssen, wenn im Interesse unseres Landes eine einheitliche Ordnung des Emissionswesens eingeführt werden könnte.

Da nun nicht anzunehmen ist, dass diese Änderung auf freiwilligem Wege erreichbar sein wird, muss der Bund darüber legislieren, dies soll aber in möglichst einfacher und präziser Art und Weise und mit Beiziehung von Fachleuten geschehen, wobei in Aussicht zu nehmen wäre, dass die zu schaffenden Organe ebenfalls aus Fachleuten, unter Ausschluss von *Politikern* oder *Regierungsbeamten*, zusammengesetzt würden.

Zulassungsstellen könnten an jedem Börsenplatz errichtet werden, welche die von ihnen empfohlenen Emissionen einer Kontrollstelle zur definitiven Behandlung zu überweisen hätten.

Als Kontrollstelle könnte ein Teil des Ausschusses oder der Vorstand der Vereinigung von Vertretern des schweizerischen Bankgewerbes, unter Hinzuwahl von Vertretern des Handels, der Industrie und der Wissenschaft, in Aussicht genommen werden.

Dass, wie Herr Bundesrat Schulthess sich äusserte, für den Prospektinhalt Normen aufzustellen wären und auch eine Prospekthaftung in Aussicht genommen wird, wäre unbedingt erforderlich.

Ob bei der Neuordnung des Emissionswesens nicht bestimmt werden sollte, was unter die Emittenten oder Vermittler gehört, ist eine Frage, die vielleicht auch zu prüfen wäre, denn es könnte mit der Zeit auch in unserem Lande das System der „*Démarcheurs*“ zur Einführung gelangen.

Dass man sich einstweilen nur mit dem Emissionswesen und nicht auch noch mit der Regelung des Bankwesens befasst, halte ich für opportun, um so mehr, als die letztere Aufgabe nicht so leicht zu lösen sein wird.

Bern, 24. Juli 1916.

Albert Lang,

Direktor der Spar- & Leihkasse in Bern.

## X.

Die Erörterungen, die Herr Nationalrat Dr. Albert Meyer in Zürich über die Neuordnung des Effektenbörsen- und Emissionswesens veröffentlicht hat, ebenso wie seine weiteren Schritte in dieser Angelegenheit, sind ausserordentlich dankenswert. Es ist immer gut, wenn Ordnungen, die unter bestimmten Voraussetzungen aufgestellt worden sind, über Jahr und Tag wieder auf ihre Wirksamkeit geprüft werden, und wenn festgestellt wird, ob sie auch veränderten Verhältnissen gegenüber bestehen können.

Nachdem wir uns nun aber von diesem Standpunkt aus mit der Materie aufs neue eingehend beschäftigt haben, begreifen wir es weniger als je, wie wir es nie begriffen haben, warum die bestehenden Vorschriften mit solchem Nachdruck als ungenügend bezeichnet werden. Man hörte, abgesehen von ganz vereinzelt Fällen, bis vor kurzen Jahren wenig darüber klagen. Erst als der Verfasser bei Anlass der Schweizerischen Landesausstellung seine Schrift über die schweizerischen Börsen veröffentlichte, wurde mehr darüber gesprochen. Die „Neue Zürcher Zeitung“ äusserte sich bei dieser Gelegenheit dahin, es sei beschämend, dass die schweizerischen Börsen sozusagen keine materiellen Kotierungsvorschriften haben, und dass auch die formellen so dürftig und unzulänglich sind, dass sie nicht einmal eine auch nur etwelchermassen zureichende Publizität sicherstellen. Damit war das mot d'ordre gegeben. Eine Zeitung nach der andern druckte in ihren Besprechungen die eben angeführten angeblichen Mängel in unserm Börsenwesen nach, ohne dass sich — das scheint uns zweifellos — einer dieser Nachdrucker die Mühe gegeben hätte, die bezüglichen Bestimmungen selbst auf ihren Inhalt näher zu prüfen.

Wie verhält es sich denn nun aber tatsächlich mit den gerügten Übelständen?

Gehen wir die Bestimmungen über die Einführung neuer Werte an den drei grossen schweizerischen Börsen von Genf, Zürich und Basel durch, so sei von vornherein zugegeben, dass die Vorschriften, welche die Société des Agents de Change, die fehlende gesetzliche Regelung ergänzend, für die Kotierung neuer Werte an der Genfer Börse aufgestellt hat, sehr dürftig sind; sie beschränken sich auf einige rein technische Angaben, und käme nur diese eine Börse in Betracht, so müsste man den Ausstellungen des Herrn Dr. Meyer ohne weiteres zustimmen. Die Genfer werden sich aber selbst darüber zu äussern haben, wie sie sich zu der Frage stellen; anscheinend haben sie mit ihrem Reglement bis dahin keine schlechten Erfahrungen gemacht und können mit Recht darauf hinweisen, dass sich ihre Börse trotz ihrer als mangelhaft bezeichneten Einrichtungen in der jetzigen Krise am besten bewährt hat;

bekanntlich ist sie in der Schweiz die einzige geblieben, die bei Ausbruch des Krieges ihre Pforten nicht schliessen musste.

Was Basel und Zürich betrifft, so setzen die gesetzlichen Bestimmungen in *Basel* einzig fest, dass die Grundsätze durch ein Reglement des Regierungsrates geregelt werden. Es sind also nicht die Börsenorgane, welche das Reglement aufzustellen hatten; der Regierungsrat hatte nicht nur deren Vorschläge zu genehmigen, sondern er hat dasselbe selbst erlassen, so dass es ungefähr die Stellung einnimmt, die in Deutschland der „Bekanntmachung des Reichskanzlers“ zukommt. Das *Zürcher Gesetz* ist zwar etwas ausführlicher, indem es einige Grundsätze aufnahm, die in Basel das eben erwähnte staatliche Reglement enthält. Im übrigen weist es die Aufstellung der näheren Bestimmungen dem Effektenbörsenverein zu, doch behält es der staatlichen Behörde (der sogenannten Volkswirtschaftsdirektion) das Recht vor, unter gewissen Vorbehalten von sich aus die Zulassung eines Wertpapiers zu untersagen oder eine erfolgte Kotierung zu verbieten.

Diese sogenannten *Kotierungsreglemente* nun, in Basel also vom Regierungsrat erlassen, in Zürich mit Genehmigung des Regierungsrates vom Effektenbörsenverein aufgestellt, stimmen in der Hauptsache überein. Zürich erhebt über Basel hinaus die Forderung, dass die um die Kotierung nachsuchende Gesellschaft öffentliche Rechnung ablegt und einen gedruckten Geschäftsbericht herausgibt — eine Bestimmung, deren Berechtigung ohne weiteres anerkannt werden muss. Ausserdem stellt Zürich ausdrücklich fest, dass dem Vorstand des Effektenbörsenvereins obliegt, die Übereinstimmung der eingereichten Prospekte mit den Statuten, eventuell den Jahresrechnungen zu prüfen. Im Basler Reglement ist das zwar nicht ausdrücklich gesagt, geht aber aus den aufgestellten Bestimmungen unzweideutig hervor.

Dies vorausgeschickt, sei es uns gestattet, unseren weiteren Ausführungen die Bestimmungen des *Basler Reglementes* zugrunde zu legen, was wir um so eher tun dürfen, als darauf zweifelsohne das *Zürcher Reglement* fusst. Das Basler Reglement aber ist auf Grund des vielgerühmten *deutschen Börsengesetzes und der Bekanntmachung des Reichskanzlers vom 31. Dezember 1896* verfasst, deren Bestimmungen es teilweise sogar *wörtlich* aufgenommen hat. Jedem, der sich eingehender damit beschäftigt, muss dies auffallen. Dem Verfasser, der bei den damaligen vorbereitenden Arbeiten — erlassen wurde das Basler Reglement am 29. Dezember 1897 — mitgewirkt, und bei denen der verstorbene Direktor J. Bensheim eine besonders hervorragende Rolle gespielt hat, ist genau erinnerlich, wie Paragraph um Paragraph der deutschen Vorschriften behandelt und auf seine Brauchbarkeit für unsere besondern Verhältnisse geprüft wurde. Es wurde

davon mehr aufgenommen, als sich später in der Praxis als notwendig erwies und absolut nur das weggelassen, was nicht für uns passte oder den damaligen Anschauungen widersprach. Im wesentlichen sind das die Bestimmungen über die Prospekthaftung, worauf wir zurückkommen werden und das *Bilanzschema*, worüber zu sagen ist, dass die Bilanzen bei uns beinahe durchweg dem dort aufgestellten Schema, ohne dass es ausdrücklich vorgeschrieben ist, entsprechen. Siehe übrigens, soweit schweizerische Gesellschaften in Betracht kommen, die diesbezüglichen Bestimmungen des Obligationenrechtes (§ 656).

Die rein technischen Vorschriften unseres Reglementes übergehend, wenden wir uns den wichtigeren materiellen Bestimmungen zu und stellen vor allem fest, dass es in Basel *nicht* die Börsenorgane sind, also weder Börsenkammer noch deren Vorstand, welche über die Zulassung neuer Werte zu entscheiden haben, sondern diese Aufgabe fällt der *Börsenkommission* zu. Diese Kommission wird vom Regierungsrat auf eine Amtsdauer von drei Jahren gewählt, besteht aus dem Vorstand des Departement des Innern, beziehungsweise dessen Stellvertreter, als Präsident, und sechs Mitgliedern, von denen laut Gesetz nur zwei der Börsenkammer angehören müssen und *tatsächlich auch bis dahin nie mehr als zwei angehört haben*. Die Mehrheit setzte sich also ununterbrochen aus Mitgliedern zusammen, Juristen, Kaufleuten, Bankdirektoren etc., *die sich nicht berufsmässig am Börsenhandel mit Wertpapieren beteiligen*. Diese Behörde entspricht demnach direkt der in Deutschland waltenden Zulassungsstelle; den Interessen der Gesamtheit, insbesondere des kaufenden Publikums, ist eine angemessene Vertretung gesichert. Diese durch und durch unabhängige Zulassungsstelle nun entscheidet *endgültig* über die Zulassung; sie kann auch, sofern eine der aufgestellten Voraussetzungen der Kotierung weggefallen ist, von *Amts wegen eine Kotierung widerrufen* und nach Anhörung der Börsenkammer die *vollständige Streichung* eines Papiers beschliessen. Ausserdem ist ihr die Befugnis eingeräumt, auf Antrag des Vorstandes der Börsenkammer oder *von sich aus* den Terminhandel in einem Wertpapier auf eine bestimmte Zeitdauer zu suspendieren, sofern Anzeichen eines unlauteren Spiels oder künstlicher Beeinflussung der Kurse vorhanden sind.

Dieser Zulassungsstelle sind die Anträge auf Kotierung eines Wertpapiers vom Vorstand der Börsenkammer, dem Organ der berufsmässig mit Wertpapieren Handel treibenden, einzureichen, der durch das Reglement verpflichtet ist, jeden Antrag *mit seinem Gutachten begleitet* an die Börsenkommission weiterzuleiten. Nun ist es in der Praxis nicht dazu gekommen, dass der Vorstand der Börsenkammer ein eigentliches Gutachten

abgibt, tatsächlich kommt er aber der ihm auferlegten Verpflichtung gewissenhaft nach, indem die eingereichten Prospekte sorgfältig, auch auf ihre Übereinstimmung mit den Tatsachen geprüft werden, und es ist schon mancher Antrag im stillen zurückgegeben worden, wenn er lückenhaft war oder sonst zu Ausstellungen Anlass gab. Davon erfährt natürlich die grosse Öffentlichkeit nichts; der Vorstand schweigt, und die Zurückgewiesenen schweigen auch, weil es ihnen lieber ist, wenn sie der Vorstand privatim zur Zurücknahme ihres Antrags veranlasst, als wenn ihnen derselbe offiziell von der Zulassungsstelle abgelehnt wird.

Die *erste Voraussetzung* für die Zulassung eines Wertpapiers ist die, dass *ein Prospekt veröffentlicht* wird, welcher die für die Beurteilung des einzuführenden Wertes *nötigen Angaben* enthält. Diese letztern sind ausführlich detailliert und sollten den strengsten Anforderungen genügen. Wenn gesagt worden ist, das Basler Reglement enthalte über den Inhalt der Prospekte nur ungefähr das, was naturgemäss sozusagen in jedem Prospekt vorkommt, so möchten wir dem entgegenhalten, dass umgekehrt heute überhaupt kein Prospekt mehr veröffentlicht werden kann, der nicht alle notwendigen Angaben enthält. Man hat sich an die vorgeschriebene, wir möchten sagen klassische Form so gewöhnt, dass sie als etwas Selbstverständliches erscheint, und dass man einen andern Prospekt gar nicht mehr als ernsthaft und vollgültig ansehen würde.

Von den im einzelnen geforderten Angaben seien nur hervorgehoben diejenigen, dass der Prospekt den *Rechtstitel* angeben muss, auf welchem die Ausgabe des betreffenden Wertpapiers beruht, sodann den für den Ertrag der Emission vorgesehenen *besondern Verwendungszweck*, die *Art der Sicherstellung* für Kapital, Zins oder Dividendenzahlung und die Umstände, welche für die *Beurteilung der Sicherstellung* von Bedeutung sind, ferner die *Vorzugsrechte*, welche zu den emittierenden Werten von früher ausgegebenen Werten oder diesen vor jenen zustehen. Bei Aktien werden insbesondere Angaben verlangt über den Gegenstand des Unternehmens, den Tag der Eintragung in das Handelsregister, eine dem Unternehmen erteilte Konzession (Privileg), deren Dauer und die das Unternehmen besonders belastenden Konzessionsbedingungen, die *ausführlichen Angaben* der zugunsten einzelner Aktionäre oder der Gründer der Gesellschaft bedungenen besonderen Vorteile, die Höhe der Hypothekarschulden und der Anleihen, deren Fälligkeit und Tilgungswert und dann natürlich in erster Linie die statutarischen Bestimmungen über die Aufstellung der Bilanz, die Ansammlung des Reservefonds, die Verteilung des Gewinns, das Stimmrecht der Aktionäre, sowie die *Bilanz selbst* des letzten Geschäftsjahres nebst *Gewinn- und*

*Verlustrechnung* oder — sofern das erste Geschäftsjahr der Gesellschaft noch nicht abgeschlossen ist — eine Gegenüberstellung der Aktiven und Passiven. Also für Basel wenigstens trifft es nicht zu, dass der publizierte Einführungsprospekt nicht einmal eine Bilanz enthält. — Bei *Ausnahmen* für Wertpapiere, deren Wesen und Qualität als allgemein bekannt vorausgesetzt werden darf, wird ein *motivierter Antrag* verlangt; der Fall ist aber unseres Wissens noch nie vorgekommen. Für die Zulassung von fremden Grundkreditobligationen und Hypothekenbankpfandbriefen sind ausserdem noch besondere Erfordernisse genannt, auf die wir hier nicht einzugehen brauchen.

Soweit das Basler Reglement. Manche andere unwesentlichere Bestimmungen des deutschen Börsengesetzes wurden hier durch Gesetz und Reglemente geregelt, wie z. B. § 42 des ersteren durch § 7 des „Allgemeinen Reglements für den Effektenverkehr an der Basler Börse“, laut welchem Umsätze in neu eingeführten Werten, welche vor Erscheinen der Titel abgeschlossen werden, erst nach erfolgter Zuteilung zulässig sind, oder § 43 durch Al. 2 von § 22 unseres Börsengesetzes, das dem Börsenkommissär die Befugnis erteilt, auch den Abschluss von Geschäften in nicht kotierten, inländischen Wertpapieren zu gestatten, womit *implicite* ausgedrückt ist, dass *nicht* zum Börsenhandel zugelassene Wertpapiere von der Börse ausgeschlossen sind und eine amtliche Feststellung des Preises dafür nicht erfolgen kann. Von wichtigeren Bestimmungen fehlt uns dann nur noch etwa die, dass die Zulassung von Anteilscheinen oder staatlich nicht garantierten Obligationen *ausländischer* Erwerbsgesellschaften davon abhängig ist, dass die Emittenten sich auf die Dauer von fünf Jahren verpflichten, die Bilanz sowie Gewinn- und Verlustrechnung jährlich nach Feststellung derselben in einer oder mehreren von der Zulassungsstelle zu bestimmenden Zeitungen des Inlandes zu veröffentlichen. Das ist an und für sich eine durchaus vernünftige Forderung, die auch für uns nützlich wäre, aber nicht von grosser Bedeutung ist. Bleibt also als grundlegender Unterschied zwischen den deutschen Erfordernissen und den unsrigen nur die *Prospekthaftung*.

Das deutsche Börsengesetz formuliert dieselbe im § 45 folgendermassen: Sind in einem Prospekt, auf Grund dessen Wertpapiere zum Börsenhandel zugelassen sind, Angaben, welche für die Beurteilung des Wertes erheblich sind, unrichtig, so haften diejenigen, welche den Prospekt erlassen haben, sowie diejenigen, von denen der Erlass des Prospektes ausgeht, wenn sie die Unrichtigkeit gekannt haben oder ohne grobes Verschulden hätten kennen müssen, als Gesamtschuldner jedem Besitzer eines solchen Wertpapiers für den

Schaden, welcher demselben aus der von den gemachten Angaben abweichenden Sachlage erwächst. Das gleiche gilt, wenn der Prospekt infolge der Fortlassung wesentlicher Tatsachen unvollständig ist und diese Unvollständigkeit auf „bösllichem“<sup>1)</sup> Verschweigen oder auf der bösllichen Unterlassung einer ausreichenden Prüfung seitens derjenigen, welche den Prospekt erlassen haben, oder derjenigen, von denen der Erlass des Prospektes ausgeht, beruht.

Ist die ganze Bestimmung an und für sich schon ziemlich verklausuliert, so wird sie dann des weiteren eingeschränkt durch den § 46, der bestimmt, dass die Ersatzpflicht sich nur auf diejenigen Stücke beschränkt, welche auf Grund des Prospektes zugelassen und vom Besitzer auf Grund eines im Inland abgeschlossenen Geschäftes erworben sind, und die Ersatzpflicht ausschliesst, wenn der Besitzer des Papiers die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der Angaben des Prospektes beim Erwerbe kannte oder wenn der Besitzer des Papiers bei dem Erwerbe die Unrichtigkeit der Angaben des Prospektes bei Anwendung derjenigen Sorgfalt, welche er in eigenen Angelegenheiten beobachtet, kennen musste, es sei denn, dass die Ersatzpflicht durch böslliches Verhalten begründet ist. Nach § 47 endlich verjährt der Ersatzanspruch in *fünf* Jahren seit der Zulassung der Wertpapiere.

Fassen wir alle diese Bestimmungen zusammen ins Auge, so können wir *nicht* finden, dass sie gegen die bei uns bestehenden Vorschriften eine wesentliche Verbesserung bedeuten, und dass sich ihre Aufnahme in ein schweizerisches Börsengesetz empfehlen würde. So wie sich die Verhältnisse bei uns entwickelt haben, ist eine Verschärfung der bezüglichen Vorschriften nicht notwendig; keine sich selbstachtende Firma, Bank oder industrielles Unternehmen, würde heute einen Prospekt veröffentlichen, dessen Angaben nicht unbedingt zuverlässig sind; überdies werden dieselben, wie wir gesehen haben, von den dafür bestellten staatlichen Organen auf ihre Richtigkeit hin geprüft. Ohne Übertreibung darf gesagt werden, dass eine *moralische Haftung* besteht, ohne Zwang, der sich niemand entziehen kann. Man könnte durch eine gesetzliche Prospekthaftung ja wohl erschweren, dass an unseren schweizerischen Börsen neue fremde Werte eingeführt werden, aber man würde dadurch nur noch mehr die Kontrolle verlieren und die private Tätigkeit zu den äussersten Anstrengungen veranlassen. Von den jetzt in der Schweiz kotierten und gehandelten fremden Werten sind nämlich weit aus die meisten schon *vor* ihrer Einführung an einer schweizerischen Börse placiert worden, vieles vielleicht

<sup>1)</sup> Als „bösllich“ wird eine Handlung oder Unterlassung bezeichnet dann, wenn eine Schädigung hiermit zwar nicht beabsichtigt, jedoch als mögliche Folge davon vorausgesehen wird.

sogar vor Erscheinen eines Prospektes, und dem gegenüber fällt nicht sehr in Betracht, was nachher noch an der Börse gekauft worden ist. Man gibt sich in dieser Beziehung anscheinend ganz falschen Vorstellungen hin. Nur nebenbei sei auch daran erinnert, welche enorme Summen das schweizerische Kapital in Obligationen unserer Hypotheken-, Kantonal- und Handelsbanken investiert, für welche überhaupt keine Prospekte ausgegeben werden.

Aber Görz, Albu und Mexikaner wird man fragen? Nun, eine Prospekthaftung hätte auch diese Einführungen schwerlich verhindert; die damals veröffentlichten Prospekte enthielten keine unrichtigen Angaben, sie waren ganz besonders ausführlich, die einführenden Banken hätten ruhig dafür haften können. Wohl aber ist zu bemerken, dass der Vertrieb dieser Titel sicherlich noch eine ganz andere Ausdehnung genommen hätte, wenn irgendein grosses Institut für den Prospekt ausdrücklich gehaftet hätte, denn durch die gesetzliche Haftung — das darf nicht ausser acht gelassen werden — würde dem Prospekt gerade eine so grosse Bedeutung gegeben, dass sich das kleine Kapital mehr als bisher an fremden Werten beteiligte. Nicht einmal eigentlichen Schwindelunternehmungen würdeman mit scharfen Massregeln dieser Art beikommen. Als Bauder seine Manhatten-shares, mit denen er seine „erfolgreiche“ Tätigkeit eröffnete, an den Mann zu bringen suchte, veröffentlichte er keinen Prospektus, sondern wandte sich *brieflich* an unzählige bekannte und unbekannte Kapitalisten und sandte ihnen eine ganze Mappe mit den schönsten Ansichten, die sicherlich viel mehr wirkten als der vollendetste Prospekt. Er brauchte weder Prospekt noch Börseneinführung, um sein Geschäft zu machen. Längst haben es übrigens auch viel ernsthaftere Kreise herausgefunden, dass die einfache Versendung von Prospekten nicht mehr sehr wirksam ist; entweder werden dieselben mit einem einladenden Begleitschreiben versehen, oder hin und wieder soll es auch geschehen, dass von den Emissionshäusern den Kapitalisten *vor* Erscheinen des bezüglichen Prospektes feste Anstellungen in dem auszugebenden Papier gemacht werden. In der Zeit der Schreibmaschine ist der *Briefverkehr* Trumpf geworden. Im Ausland hat sich sogar die Übung eingeschlichen, dass neue Emissionen durch sogenannte Akquisiteure, d. h. Agenten oder Angestellte, welche von Haus zu Haus gehen, *in mündlichen Verkehr* lanciert werden, ohne dass dabei ein Prospekt produziert wird. Ansätze zu dieser Methode sollen auch in der Schweiz nicht fehlen. Endlich sei daran erinnert, wie leicht den gesetzlichen Bestimmungen durch briefliche Propaganda *von jenseits der Grenze* ein Schnippchen geschlagen werden kann. Der Prospekthaftung kommt darum unter allen Umständen

nicht die Bedeutung zu, die man ihr in aussenstehenden Kreisen zuzuschreiben scheint.

Wir können also auch nach dieser Richtung unsere Reglemente nicht als mangelhaft bezeichnen, und sie scheinen uns dies ebensowenig in *wirtschaftlicher* Hinsicht, indem die Zulassungsstelle darin vollständig freie Hand hat. Hier durch Gesetz eine Grenze zu ziehen, würde, wie es richtig gesagt worden ist, ausserordentlich schwierig sein. Die Entscheidung wird immer dem Takt der Zulassungsstelle überlassen bleiben müssen. Eine Grossmacht kann sich dabei ohne grosse Gefahr auch durch *politische Gesichtspunkte* leiten lassen, für eine neutrale Regierung wie die unsrige wäre das aber ein zweiseitiges Schwert.

Kommen wir nun aber auf Grund unserer Prüfung zum Schluss, dass die Bestimmungen der Börsen von Basel und Zürich, richtig angewandt, im grossen und ganzen allen durch die Verhältnisse gebotenen Anforderungen genügen, so drängt sich unwillkürlich die Frage auf, welche himmelschreiende Missstände denn in den letzten Jahren an den schweizerischen Börsen zutage getreten sind? Man nenne uns die Fälle, die eine Änderung notwendig machen. Es wird schwer sein, solche namhaft zu machen. Die Einführung von Schwindelpapieren ist an unsern Börsen absolut ausgeschlossen, eine offenkundige Verletzung allgemeiner Interessen, die offenbare Übervorteilung des Publikums ein Ding der Unmöglichkeit. Wenn man uns wieder die schon genannten Goldminen und Mexikaner entgegenhält, so erwidern wir, dass es im Gegenteil für die Vortrefflichkeit unserer Einrichtungen zeugt, wenn in einer Zeit von nahezu 20 Jahren mit fremden Werten nur zwei oder drei Mal fehlgegriffen worden ist, es liessen sich mit Leichtigkeit eine ganze Reihe heimischer Werte anführen, an denen das Publikum viel mehr Geld verloren hat, ohne dass jemand für deren Einführung unzulängliche Vorschriften der Schweizerbörsen wird verantwortlich machen wollen. Unsere Börse ist auch wegen der Einführung eines Bulgarischen Staatsanleihens angegriffen worden, aber hat man an diesen heute etwa mehr verloren als z. B. an Deutscher Reichsanleihe? Und andererseits war gerade in dieser Krisenzeit mancher heimische Kapitalist froh, an unsern Börsen von fremden Werten, sagen wir nordamerikanischen oder skandinavischen, etwas erworben zu haben, das er nun mit Nutzen gegen eidgenössische Staatsfonds umtauschen konnte.

Der wahre Grund der verlangten Änderungen scheint uns der zu sein, dass die Anlage von grösseren Summen in fremden Werten, die Abwanderung des schweizerischen Kapitals nach dem Ausland verhindert werden soll. Will man aber nicht geradezu gesetzlich Anlagen dieser Art verbieten, so wird ausserordentlich

schwer Abhilfe zu schaffen sein. Die schärfsten Kotierungsreglemente für unsere Börsen würden da vollständig wirkungslos bleiben, im Gegenteil: wird die Börse in zu enge Fesseln geschlagen, so machen wir wieder einen Schritt rückwärts und nähern uns dem Zustand, der herrschte, ehe unsere Börsen gegründet wurden, d. h. das Geschäft vollzöge sich wieder direkt zwischen den Banken und ihren Klienten, Verhältnisse, denen wir uns durch die umfassende Tätigkeit unserer Grossbanken sowieso in den letzten Jahren genähert haben. Schon ist die Börse nicht mehr unbedingt die wirtschaftliche Voraussetzung für das Zustandekommen der grossen staatlichen Werke und Unternehmungen. Wenn der Besitz der Schweiz an ausländischen Werten auf 4 1/2 Milliarden Franken geschätzt wird, so ist davon nur ein ganz kleiner Teil an den schweizerischen Börsen gekauft worden. Die grossen Summen, die allein in Betracht kommen, wurden von den schweizerischen Kapitalisten durch Vermittlung schweizerischer, zum Teil aber auch auswärtiger Banken und Bankiers *direkt im Ausland* placiert, und es scheint uns ausgeschlossen, dass solche Anlagen durch Gesetz verhindert werden können. Man kann doch niemand verbieten, sein Geld so anzulegen, wie er es für gut findet. Auch eine stärkere Besteuerung ausländischer Werte in der Schweiz würde dagegen nicht viel ausrichten, da weitaus der grösste Teil der im Ausland gekauften Titel gar nicht seinen Weg in unser Land nimmt, sondern einfach am Kaufort liegen bleibt. Was unsere heimischen Börsen von fremden Werten gehandelt haben, wirkte bis dahin nicht bestimmend auf die Richtung des Kapitalexportes, sie liessen nur nach aussen eine Bewegung erkennen, die sich *unabhängig von ihnen* auf dem schweizerischen Kapitalmarkt vollzogen hat, und will man in dieser Hinsicht etwas erreichen, so muss man *nicht* bei der Börse anfangen.

Und sollten wir nicht auch einigermaßen Rücksicht nehmen auf das Ausland? Man vergesse nicht, welche enorme Summen von unseren Staatsfonds in Frankreich und in Deutschland untergebracht worden sind in einem Moment, wo uns das sehr erwünscht und nützlich war — eine Konstellation, die sich möglicherweise viel rascher wiederholen kann, als es jetzt vorauszusehen ist, und die wir uns einfach abschneiden würden, wenn wir gegen das Ausland zu strenge Abwehrmassregeln ergreifen oder zu hohe Steuern einführen. Mit dem Masse, mit dem wir messen, wird alsdann uns gemessen werden; der Zufluss fremder Gelder nach der Schweiz würde gestört, ja es könnten leicht die in unserm Lande liegenden kolossalen auswärtigen Depots, die wir mit allen Mitteln festzuhalten und womöglich noch zu vermehren suchen müssen, weil deren Zins- und Kapitaleingänge zum grössten

Teil in schweizerischen Werten angelegt werden, zurückgezogen werden. Das liegt doch wohl nicht im wirtschaftlichen Interesse des Landes.

Schliesslich können wir nicht verhehlen, dass es uns sehr gewagt scheint, eine durchgreifende Änderung vorzunehmen in einem Moment, wo alles im Fluss und eine Beurteilung der Zukunft ganz und gar unmöglich ist. Niemand vermag zurzeit vorauszusehen, wie sich die Verhältnisse nach dem Krieg gestalten werden, und man mag jetzt auf diesem Gebiet vorkehren, was man will, es wird immer ein Sprung ins Dunkle sein. Halten es unsere Behörden trotzdem für unumgänglich, sofort gesetzlich einheitliche Grundlagen für die Kotierung von neu einzuführenden Werten zu schaffen, so werden sie sich daher vorerst am besten auf die in Zürich und Basel bereits bestehenden Bestimmungen stützen, im übrigen aber — und darin gehen wir durchaus mit Herrn Nationalrat Meyer einig — die Durchführung *lokaler Zulassungsstellen* überlassen.

R. Lüscher-Burckhardt,  
 Chef des Hauses Lüscher & Cie., in Basel.

## XI.

J'ai lu avec le plus grand intérêt l'étude de Monsieur le Dr. A. Meyer sur la réglementation à introduire en Suisse dans l'organisation des Bourses et des Emissions. Voici les réflexions que me suggère cette lecture:

Je suis de ceux qui pensent que l'autonomie cantonale est une condition essentielle de vitalité et de prospérité pour notre pays. Nous ne devons priver nos Cantons de leurs prérogatives en faveur du pouvoir central que dans les seuls cas où l'intérêt général l'exige, et toute centralisation qui n'est pas nécessaire est, par ce seul fait, nuisible.

Est-il nécessaire de remettre entre les mains d'un nouvel organisme fédéral à créer le contrôle des valeurs à introduire à nos Bourses? Je ne le crois pas. Le régime auquel ces dernières sont soumises aujourd'hui n'est pas si mauvais, puisqu'il a permis à nos marchés financiers de prendre, depuis vingt-cinq ans, un développement qui ne le cède à celui d'aucun autre pays, et de traverser sans défaillance, en dernier lieu, une crise sans précédent. Il n'est cependant pas parfait, et je reconnais qu'un contrôle plus sévère des conditions d'émission des valeurs et de leur admission à nos Bourses officielles ne pourrait faire que du bien. Que ces conditions soient précisées par une ordonnance fédérale, je suis d'accord, pourvu que leur application soit laissée à des commissions cantonales, qui auront l'avantage, étant sur place, de pouvoir s'entourer plus facilement des renseignements voulus.

L'exemple des obligations du Mexican National Railway, qui sont citées comme une preuve de l'in-

suffisance du contrôle actuel, me fournit, au contraire, un argument en faveur de ma thèse, puisque ces mêmes titres ont été également introduits aux Bourses de Francfort et de Hambourg, malgré la sagacité de l'Office allemand d'admission que vous nous donnez comme modèle. Je m'empresse d'ajouter, du reste, que je ne saurais reprocher à cette imposante commission de n'avoir su prévoir à l'époque, mieux qu'une autre, le triste sort qui serait réservé au Mexique. Quoi qu'on fasse, on n'empêchera pas l'Autorité de surveillance d'admettre des valeurs qui causeront des déceptions, et pourront, après coup, prêter le flanc à la critique.

Mais que les attributions des pouvoirs publics s'arrêtent à cette „police du marché officiel“, et qu'on ne mette pas entre les mains de la Confédération le pouvoir discrétionnaire d'accepter ou de refuser l'admission de valeurs, suivant qu'elle le juge ou non dans l'intérêt de nos finances et de notre industrie. Ce besoin de „nationaliser notre politique économique“ en portant un coup aussi grave à la liberté du commerce, aussi bien qu'à la liberté individuelle, ne se fait, à mon avis, nullement sentir. Je ne connais pas de cas où la finance de notre pays ait mis en péril notre situation intérieure par des exportations exagérées de capitaux, et ait justifié une mesure de cette espèce. Elle s'est, au contraire, toujours mise à la disposition des pouvoirs publics, et, on peut dire aussi de notre industrie, avec un empressement et un patriotisme que semblent mal reconnaître les mesures proposées. Monsieur le Conseiller fédéral Schulthess a pu se rendre compte encore en dernier lieu que ces dispositions n'avaient pas changé, et le Conseil fédéral peut être assuré qu'il trouvera toujours la finance du pays prête à le seconder.

Le seul exemple que cite le Dr. Meyer dans notre histoire financière à l'appui de sa thèse, à savoir qu'il a été introduit une fois, à la Bourse de Zurich, des actions d'une Société allemande qui a fait ensuite concurrence à notre industrie nationale, prouve, par son insuffisance, qu'on peut continuer en Suisse à laisser le public placer son argent comme il l'entend, sans mettre un gendarme de plus à sa porte. Au reste, ce bon public, dont on veut faire le bonheur malgré lui, est assez perspicace pour toujours donner sa préférence, à conditions égales de rendement et de sécurité, aux placements suisses plutôt qu'à ceux qu'on lui offre de l'étranger. Le jour où les conditions du marché intérieur deviendraient moins avantageuses à la suite de mesures restrictives imposées par la Confédération dans le but d'éviter l'exportation des disponibilités, les capitalistes ne manqueraient pas de s'adresser à des banques étrangères, ce qui ne serait pas à souhaiter.

C'est en vertu des mêmes principes libéraux que je ne comprendrais pas que l'Autorité de surveillance

pût étendre son contrôle aux valeurs recommandées à titre privé par les banques à leur clientèle, sans qu'elles soient introduites sur les marchés officiels. Cette ingérence serait aussi absolument contraire aux théories que nous avons toujours défendues à Genève, et je ne crois pas m'avancer trop en disant qu'une disposition de cette nature ne trouverait, sur notre place, aucun partisan.

*Guillaume Pictet,*  
de la Maison G. Pictet & Cie., à Genève.

## XII.

In einem Vortrag in der volkswirtschaftlich-statistischen Gesellschaft in Zürich, der im Heft 52 dieser Zeitschrift erschienen ist, befasst sich Herr Nationalrat Dr. A. Meyer mit der Neuordnung der Effektenbörsen und des Emissionswesens in der Schweiz und kommt zum Schluss, dass er eine eidgenössische Gesetzgebung darüber befürwortet. Die grossen Verluste, die der schweizerischen Volkswirtschaft durch gewissenlose Gründungen und leichtfertige Leitung von Bankunternehmen in den letzten Jahren entstanden sind, lassen es verstehen, dass eine strengere Aufsicht über die Banken und über die verschiedenen Zweige ihrer Tätigkeit gefordert wird. Die Frage ist aber doch berechtigt, ob nicht den an sich bedauernswerten Vorkommnissen zu grosse, bleibende Bedeutung zugemessen wird und man, anstatt sich zu beschränken, die fassbaren Auswüchse zu beschneiden, zu weit gehen will und auch gesetzlich unfassbare Tätigkeiten in zu enge Fesseln legen möchte. Vergesse man nie, dass für den Betrüger kein Gesetz eine Schranke bildet, und dass überhaupt keine gesetzliche Ordnung einer so vielgestaltigen und sich stets umgestaltenden Tätigkeit wie das Bankwesen je lückenlos sein wird.

Doch kehren wir zu den Forderungen des Herrn Nationalrat Dr. Meyer zurück.

Welche Gründe können den Staat veranlassen, die Emissionstätigkeit der Banken und den eng damit zusammenhängenden Handel an der Effektenbörse zu kontrollieren? Es sind erstens politische und zweitens wirtschaftliche.

Frankreich hat sich, wenn es die Zulassung von Wertpapieren zum Handel an der Börse der staatlichen Aufsicht unterstellt hat, in hohem Grade von den politischen Erwägungen leiten lassen. Es war diese Kontrolle in Frankreich dadurch erleichtert, dass sich an einem Brennpunkt, in Paris, fast der ganze Handel in internationalen Werten konzentriert hat. Die Nebenbörsen von Lyon, Havre etc. kommen wenig in Betracht; Paris, dieses Zentrum, das an seiner Börse den Ausgleich der ganzen finanziellen Landeskraft heranzog, war für Frankreich massgebend und leicht zu fassen.

Der französische Staat hatte mit der Pariser Börse eine grosse, internationale und politische Macht in der Hand. Frankreich war der bedeutendste Geldgeber Russlands und der überseeischen Staaten, und diese wurden dadurch wirtschaftlich und teilweise auch politisch von Frankreich abhängig oder doch ihm verpflichtet. Eine Kontrolle der Pariser Börse war gleichbedeutend mit einer Beeinflussung der auswärtigen Politik.

Deutschland ist erst später auf diesem Wege nachgefolgt. Es hatte in erster Linie seinen eigenen Geldbedürfnissen zu genügen und war nur nebenbei zur Unterstützung seiner Industrie Geldgeber an fremde Staaten. Auch lagen die Verhältnisse dort nicht so einfach, da neben Berlin auch Frankfurt und Hamburg eine bedeutende selbständige Rolle im Emissionswesen spielten. Die Ausnützung der Emissionskontrolle in Deutschland zu politischen Zwecken war und ist darum weit weniger entwickelt als in Frankreich.

Wenn wir diese Gesichtspunkte auf die Verhältnisse in unserer kleinen Schweiz anwenden, so ist ja augenfällig, dass eine Kontrolle aus internationalen politischen Gründen sozusagen keine Berechtigung hat. Wir sind nicht reich genug, um als Gewicht in die Wagschale unserer auswärtigen Beziehungen die Finanzmacht unserer Börsen zu legen. Wir können unserer Industrie behülflich sein in der Gewinnung fremder Absatzgebiete dadurch, dass wir einzelne Unternehmen im Ausland finanzieren helfen, aber Anleihen an fremde Staaten, die gross genug wären, uns einen Einfluss politischer oder wirtschaftlicher Art zu sichern, kommen für die Schweiz kaum in Betracht.

Sodann existiert in der Schweiz keine ähnliche Kapitalkonzentration, wie dies in Paris, London oder Berlin der Fall ist. Unsere Börsentätigkeit ist zu stark zerteilt und hat an den verschiedenen Plätzen ihren besondern Charakter. Basel, Zürich und Genf haben ihr unabhängiges Leben, und zwischen den Gewohnheiten und Bedürfnissen der welschen Börsen gegenüber den deutschschweizerischen ist ein grosser Unterschied. Man braucht nur die Zusammensetzung der Kursblätter von Genf und Basel zu durchgehen, um festzustellen, dass ein im Anlagebedürfnis anders geartetes Publikum hinter Genf als hinter Basel und Zürich steht. Die Kundschaft der Genfer Banken ist viel internationaler orientiert als die der nordschweizerischen. Ein Versuch, die Emissionstätigkeit der schweizerischen Börsen einheitlich zu regeln, wird darum auf grosse Schwierigkeiten stossen, wenigstens wenn politische Gesichtspunkte massgebend bleiben sollen.

Frankreich hat mit der politischen Ausnützung seiner Börse wirtschaftlich keine guten Erfahrungen gemacht. Die Anleihen an südamerikanische Staaten,

an die Türkei und andere mehr haben vielleicht vorübergehend den Einfluss Frankreichs in seiner auswärtigen Politik gestärkt, aber das Publikum hatte den Schaden und hat Hunderte von Millionen verloren. Ob endgültig das russische Bündnis der französischen Ersparnis wird gut bekommen, muss die Zukunft lehren. Jedenfalls wird immer die Versuchung gross sein, dass, wo politische Gründe ausschlaggebend sein sollen, die wirtschaftlichen zu kurz kommen werden.

Es ist ein Glück für die Schweiz, dass sie nicht durch ihre Kapitalmacht einen politischen Einfluss ausüben kann und so vor der Versuchung bewahrt bleibt, sich in internationale Beeinflussung und Handel einzumischen, denn die Waffen folgen dem Geld nach.

Es bleiben die wirtschaftlichen Gründe, die einer schweizerischen Gesetzgebung im Emissions- und Börsenwesen rufen könnten. In allen Ländern wird die Forderung erhoben, die eigenen Mittel dem eigenen Lande zu erhalten. Das hat seine Berechtigung, wenn die Auswanderung der Kapitalien so weit geht, dass die eigene Industrie und der eigene Unternehmungsgeist in ihrer Entwicklung gehemmt werden. Ein typisches Beispiel ist hierfür eben dieses Frankreich, das seine Finanzmacht politisch orientiert, und wo z. B. der industrielle Nordosten immer wieder Klage führt, dass Hunderte von Millionen ausgeführt werden, während die nationale Industrie vergebens finanzielle Unterstützung fordert. Alt eingesessene Unternehmen schwimmen in reichlichen, selbsterworbenen Kapitalien, aber jungen Betrieben wendet sich das Geld nicht leicht zu, während es sich den ausländischen Borgern, deren Schuldtitel der Staat zur Einführung zulässt, kritiklos zur Verfügung stellt. Unsere Industrie kann sich nicht beklagen, und wäre dies der Fall, so würde es schwer halten, zwangsweise die Ersparnisse den Bedürfnissen des eigenen Landes zuzuweisen, und es wäre auch nicht klug. Gerade die Schweiz, die nicht durch den Machteinfluss ihrer politischen und finanziellen Grösse sich auf den Boden des *do ut des* dem Ausland gegenüberstellen kann, hat ein Interesse daran, dass wenigstens auf privatem Wege einheimische Kapitalien der eigenen Industrie den Eingang in fremde Länder ebnen. Unsere Trust, die im Anschluss an schweizerische industrielle Gesellschaften gearbeitet und Unternehmen im Ausland finanziell unterstützt und gegründet haben, haben segensreich für unser Land gewirkt, und ihre Tätigkeit sollte nicht unterbunden werden.

So sehr auch betont wird, eine künftige staatliche Prüfungsstelle für die beabsichtigten Emissionen soll sich mit der Sicherheit und Güte der einzuführenden Papiere nicht befassen und nur die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben des Prospektes prüfen, so wird doch erwartet werden, dass diese Kommission,

soweit möglich, bedenkliche Einführungen unterbinde. Das Publikum wird von einer eidgenössischen Kommission erwarten, dass die Kontrolle der Börsen, im besondern der Einführung von Wertschriften zum Handel an ihnen, mit dazu da sei, das Publikum vor Verlusten zu bewahren. Das ist auch der Hauptgrund, aus dem eine intensivere gesetzliche Einschränkung der Banktätigkeit gefordert wird. Wer will aber, wenn die Aktie oder der Schuldtitel eines jungen, noch so ernst geprüften Unternehmens eingeführt werden, sagen, ob sie sich bewähren werden? Es wird immer von den leitenden Personen, von den Zeitumständen, von den zollpolitischen Verhältnissen, von neu sich einstellenden oder von ersterbenden Bedürfnissen abhängen, ob eine Gesellschaft den Erwartungen, die in sie gesetzt wurden, entspricht, und keine staatliche Kommission kann ein Horoskop des jungen Unternehmens stellen. Oder sollen nur alte, bewährte Gesellschaften an die Börse sich wenden dürfen? Erstens, wer garantiert, dass nicht auch sie veralten, dass nicht ein Todesfall, ein Missgriff Enttäuschungen bringt und zweitens, wer möchte die Verantwortung übernehmen, durch eine solche Bestimmung junges Leben, das sich durchzusetzen versucht, zu ersticken? Wenn durch Gesetz offenbare Missbräuche verhindert oder doch strafbar gemacht werden können, dann gut, aber die freie Entwicklung unterbinden, um vielleicht da und dort dem Publikum einen Verlust zu ersparen, wäre verhängnisvoll.

Es ist auch nicht einzusehen, warum die Kotierung von Schuldtiteln auswärtiger Staaten von einer eidgenössischen Prüfung abhängig gemacht werden soll, da wir, wie schon gesagt, keine Grossmacht sind, die ein grosses politisches Interesse daran hat, einem fremden Staate die Geldquellen des eigenen Landes verschliessen oder seine Bedingungen zur Eröffnung derselben stellen zu können. Es mag ja Zeiten geben und hat sie jetzt in dieser Kriegszeit gegeben, wo es für die Eidgenossenschaft nicht wünschbar war, dass unsere überschüssigen Gelder auswanderten und die Banken hierzu die Hand böten. Aber die Erfahrung hat gezeigt, dass eine von Bern in diesem Sinne ausgesprochene Aufforderung an die Banken genügt, um die nötige Zurückhaltung eintreten zu lassen; es hat hierzu kein neues Gesetz gebraucht, der Hinweis auf die Wünschbarkeit von seiten der verantwortlichen Behörden hat genügt. Und was die Beurteilung der Sicherheit in Titeln des Auslandes anbetrifft, so ist es sicherlich besser, wenn das Publikum nicht noch mehr als bisher von der eigenen Prüfung abgehalten wird und, wie in Frankreich, alles schluckt, was das Ministerium zur Kotierung zulässt.

Wir möchten aber auch fragen: Wer soll die Stelle in der Schweiz sein, die die wirtschaftspolitischen

Richtlinien von Fall zu Fall angibt? Eine eidgenössische Kommission, die nach politischen Grundsätzen zusammengesetzt ist, würde wohl zu pedantisch ihre Macht handhaben. Der Bundesrat selbst könnte kaum mit dieser Arbeit belastet werden. Er kann, wie kürzlich auch, in ausnahmsweisen Zeiten ausnahmsweise Massregeln treffen oder anregen, aber er kann nicht fortlaufend sich bei allen neuen Begehren Rechenschaft geben, ob sie zum Nutzen der Allgemeinheit sind. Er müsste sonst Propheten in seiner Mitte haben. Unserm Land ist es schwer genug gemacht, neben den Grossstaaten, die ihre Interessen durch eine grosse politische Macht stützen können, im internationalen, wirtschaftlichen Leben den Platz zu behaupten, und es darf nicht einer kleinen Kommission überlassen werden, in jedem Zeitpunkt festzustellen, was als wirtschaftlich gut erachtet wird. Das werden diejenigen eher herausfinden, die mitten im täglichen, wirtschaftlichen Kampfe drin stehen und auch die feinsten Möglichkeiten auszunützen verstehen. Jede begutachtende Kommission wird sich übrigens auf das Urteil der Initianten stützen müssen und wird nur bei augenscheinlichen Ungereimtheiten ein entgegengesetztes Urteil haben. Es ist wohl denkbar, dass für besondere Zeiten besondere Richtlinien der Finanzwelt gegeben werden, aber beim einigermaßen normalen Lauf der Dinge wird den Banken selbst die Verantwortung für das, was gut und nützlich oder möglich ist, überlassen werden müssen.

Es sollte aber allerdings möglich sein, bei Empfehlung von Wertpapieren im Publikum oder der Einführung an der Börse durch einfache, gesetzliche Bestimmungen Missbräuche zu erschweren oder sie doch der Strafbarkeit zu unterstellen. Basel hat versucht, durch sein kantonales Gesetz gewisse Forderungen bei der Einführung von Papieren an der Börse aufzustellen, und wenn sie auch nicht vollkommen sind, so haben sie doch eine Einheitlichkeit in den Angaben über die Grundlagen neuer Werte gebracht. Es wäre nützlich, wenn solche Bestimmungen, ein Prospektzwang zu bestimmten Inhaltsangaben, allgemein und einheitlich von den Schweizerbörsen gefordert würde, damit nicht z. B. eine Abweisung in Basel dafür in Bern oder Zürich Annahme fände.

Eine Kontrolle der Prospekte durch eine unabhängige Kommission, sei es eine Börsenkammer wie in Basel oder ähnlicher Art, könnte jeder Börse vorgeschrieben werden. Aber es sollte kein eidgenössisches, neues Amt sein, sondern ein lokales Überwachungsorgan, das mit den Platzverhältnissen und Bedürfnissen vertraut ist. Wenn nach deutschem Muster neben den Fachleuten auch Vertreter von Handel und Industrie zugezogen werden, so kann das nur von Nutzen sein. Die Kontrolle kann sich aber — da stimmen wir Herrn

Nationalrat Meyer zu — nur auf die Prüfung der Richtigkeit der im Prospekt enthaltenen Angaben beschränken und wohl auch auf die Zuständigkeit der einführenden Bank. An einen Börsenvorstand wird das Publikum nicht die Anforderungen betreffend Schutz seiner Interessen stellen wie an eine eidgenössische Kommission.

Es muss aber daran erinnert werden, dass, wenn es verhältnismässig leicht sein wird, Prospekte von Emissionen grössern Umfanges oder die Einführung eines Werttitels an der Börse, wobei meist auch bedeutendere Kapitalbeträge in Betracht kommen, zu kontrollieren, es schwer halten wird, alle jene Empfehlungen und Verkäufe von Aktien und Obligationen kleinerer Unternehmen, die durchweg im Lande entstehen und unter der Hand ausgetrieben werden, vor das Forum einer Kommission zu ziehen. Es handelt sich um gewaltige Summen, die in freiem Ausgebot von Titeln ohne Prospekt und Kotierung zur Anlage kommen. Hunderte von Millionen sind bei uns den Kantonal- und Aktienbanken zugeflossen in Form von Kassascheinen, für die nur selten ein Prospekt ausgestellt worden ist, und für die nie eine Kotierung verlangt wird, und es sind die Verluste in Schuldscheinen lokaler Banken, die mehr als alle an einer Börse offiziell eingeführten Titel den Unwillen des Publikums gegen die Banken erregt haben.

Zusammenfassend sei somit gesagt, dass zwar schweizerisch einheitliche, gesetzliche Vorschriften des Emissions- und Börsenwesens, sofern sie nicht die Börsen und das wirtschaftliche Leben überhaupt in bürokratische Fesseln einschnüren, nützlich sein können, dass aber eine Bemutterung des schweizerischen Finanzwesens im Sinne hochpolitischer Dienstbarmachung gefährlich und sogar für unser Wirtschaftsleben schädlich sein dürfte.

Alfred Sarasin,  
vom Hause A. Sarasin & Cie., in Basel.

### XIII.

1. Allgemeine Erwägungen; 2. einzuschlagender Weg zu einer Neuordnung; 3. Vorschriften für die Zulassung zur Kotierung und Aufgabe der Zulassungsstelle, sowie deren Zusammensetzung.

ad 1. Es unterliegt keinem Zweifel, dass die heutigen kantonalen gesetzlichen Vorschriften über das Börsenwesen unzureichend, zum Teil unzweckmässig und verbesserungsbedürftig sind, und dass von denselben diejenigen, welche als annähernd gut und zweckmässig bezeichnet werden können (und es existieren solche in den verschiedenen Börsengesetzen und Reglementen), in ihrer Wirksamkeit vielfach durch eine ungenügende, lässige Handhabung beschränkt werden. Ich habe dabei namentlich die Vorschriften für die

Zulassung zur Kotierung im Auge und bin der Ansicht, dass die bezüglichen Unterlagen oft von den bestehenden Zulassungsstellen zu wenig einlässlich und sachgemäss geprüft werden.

ad 2. Der einzig richtige Weg zu einer einwandfreien und zweckmässigen Neuordnung der vielgestaltigen Materie scheint mir, wie Herrn Dr. Meyer, die bundesrechtliche Regelung, d. h. der Erlass eines *eidgenössischen Börsengesetzes*. — Wie rascher ein solches kommt, um so besser. — Ich fürchte nur, dass angesichts der heutigen Zeitläufe, der Arbeitsüberlastung der Bundesbehörden und des sowieso schwerfälligen Apparates der Bundesgesetzgebung noch eine lange Spanne Zeit bis zum Inkrafttreten eines derartigen Gesetzes verstreichen wird, namentlich wenn man, wie es anscheinend in gewissen Kreisen der Fall zu sein scheint, dem Erlass eines *eidgenössischen Bankgesetzes* den Vortritt einräumen will.

Ich halte das Börsengesetz für dringlicher und würde, falls die Aussichten für ein solches nicht günstig liegen sollten, befürworten, dass vorläufig und ohne Zögern wenigstens eine Revision der bestehenden kantonalen Vorschriften oder Reglemente über die Zulassung zur Kotierung, sowie über die Zusammensetzung und Aufgabe der bestehenden Zulassungsstellen in die Wege geleitet würde.

Damit könnte meines Erachtens rasch den grössten Übelständen gesteuert werden.

Über die Gestaltung oder den Inhalt eines *eidgenössischen Börsengesetzes* möchte ich mich heute nicht im Detail auslassen.

Ich kann im grossen und ganzen den Grundlagen zustimmen, welche Herr Bundesrat Schulthess in der Session des Nationalrates vom Dezember 1915 als für ein solches in Aussicht genommen, skizziert hat. Es würde damit voraussichtlich erreicht werden, was bis jetzt vollständig fehlt, und was ich für sehr wichtig und bedeutungsvoll halte, dass durch die Zulassungsstellen selbst, vielleicht unter Mitwirkung der Aufsichtsbehörden, die Prüfung der Zulassung von Wertpapieren zur Kotierung nicht nur nach der rein finanztechnischen und privatwirtschaftlichen Seite hin, sondern und speziell soweit es die Einführung ausländischer Papiere betrifft, auch vom allgemeinen, schweizerischen wirtschaftspolitischen Gesichtspunkte aus stattfinden würde.

Ich würde das für eine grosse Errungenschaft halten.

Zu zwei Punkten der Vorschläge des Volkswirtschaftsdepartementes mache ich ein Fragezeichen:

1. die Schaffung einer *eidgenössischen Zulassungsstelle*;
2. die Prospekthaftung der Banken.

Eine *eidgenössische* Zulassungsstelle scheint mir, sobald allgemeine eidgenössische gesetzliche Vorschriften über die erforderlichen Unterlagen eines Kotierungsgesuches bestehen, nicht zweckmässig.

Einmal, und das ist mein Hauptargument, weil ich fürchte, dass eine solche Institution ein sehr schwerfälliger, nicht mit der nötigen Raschheit und Promptheit arbeitender Apparat sein würde, und sodann auch weil die Verhältnisse an den verschiedenen schweizerischen Börsenplätzen nicht die nämlichen sind und, wie Herr Dr. Meyer es ganz trefflich sagt, jeder derselben ein *eigenartiges Betätigungsfeld* besitzt.

Eine starre Zentralisation in diesem Punkte scheint mir ganz unzweckmässig, und ich glaube, dass *einheitliche* Vorschriften für die Zulassung auch eine *einheitliche* und nach den nämlichen Prinzipien erfolgende Prüfung und Entschliessung *kantonal*er oder sogar *lokaler* Zulassungsstellen gewährleisten würden.

Eine *Prospekthaftung* der Banken muss ich ablehnen, sofern sie als eine *schrackenlose* gedacht ist.

Auch für die Organe einer Bank oder andere Prüfungsorgane, wie z. B. Treuhandgesellschaften, können, auch bei eingehendster und minutiösester Prüfung der Situation einer Gesellschaft, eines Staates, einer Gemeinde und der von diesen für die Redaktion eines Prospektes gemachten Angaben Irrungen unterlaufen, und es können Ihnen unrichtige Angaben oder gar absichtliche Täuschungen entgehen. Die daraus bei unumschränkter Haftung eventuell entstehenden Verbindlichkeiten sind *aber gar nicht zu messen*, und es müsste deshalb meines Erachtens, wenn eine Prospekthaftung gesetzlich überhaupt festgelegt werden wollte, dieselbe wenigstens *beschränkt* werden, sagen wir auf die Fälle, in denen der Bank *grobe Fahrlässigkeit* bei der Prüfung der ihr gemachten Unterlagen oder gar *mala fides* nachgewiesen werden könnte.

Ich halte übrigens die *Haftung* ohnedies für überflüssig; das eigene Interesse der Banken und die Rücksicht auf ihren Emissionskredit sind Faktoren, welche sie, in der Zukunft wohl noch mehr wie bisher, veranlassen müssen, die ihnen gemachten Prospektunterlagen auf das peinlichste zu prüfen und eher von einem Kotierungsgesuch abzusehen, wenn in dessen Unterlagen ihnen auch nur das geringste unklar, zweifelhaft oder gar wahrheitswidrig erscheinen sollte. In einer *schrackenlosen* Haftung schiene mir übrigens auch eine gewisse Gefahr für das anlagesuchende Publikum selbst zu liegen, weil es dadurch allzu sehr zu dem Glauben verleitet würde, dass das angebotene Papier als für alle Zeiten über jeden Zweifel erhaben betrachtet werden könne und sich somit eine eigene Prüfung vollkommen erübrige.

*ad 3.* Auch über diese Punkte will ich mich nicht im Detail auslassen. Es wird den Sachverständigen, die berufen sein werden, den Entwurf eines eidgenössischen Börsengesetzes zu beraten, nicht schwer fallen, für die Zulassung zur Kotierung diejenigen Vorschriften aufzustellen, die der Prüfungsstelle eine nach jeder Richtung eingehende und sachgemässe Prüfung und einen sichern Entscheid über die Opportunität einer Kotierung ermöglichen werden.

Für den *Prospektinhalt* möchte ich ausser den allgemeinen, die Situation einer Unternehmung, eines Staates, einer Gemeinde usw. beleuchtenden Mitteilungen die Vorlage von Bilanzen, Gewinn- und Verlustrechnungen, Budgets und Verwaltungsrechnungen, und zwar nicht nur eines einzelnen Jahres, sondern der dem Kotierungsgesuche unmittelbar vorangehenden Periode von 3—5 Jahren als bindende Vorschrift empfehlen.

Für die *Zusammensetzung* der Zulassungsstelle erscheint mir das deutsche Beispiel nachahmenswert, soweit es die *Art* der Zusammensetzung betrifft. Es wird durchaus gut und zweckmässig sein, die Zulassungsstellen nicht einseitig aus *Bank- und Börsenleuten* zu bestellen, sondern in dieselben auch Vertreter von Handel und Industrie, Landwirtschaft, Wissenschaft und der Aufsichtsbehörden zu delegieren. Auf diese Weise wird ohne Zweifel der obenerwähnte Gesichtspunkt des allgemeinen, schweizerisch-wirtschaftspolitischen Interesses bei der Einführung neuer Werte am richtigsten gewahrt.

Die *Zahl* der Mitglieder einer Zulassungsstelle wird sich nach den Verhältnissen und der Bedeutung des einzelnen Börsenplatzes richten müssen, dürfte aber meines Erachtens auf ein Maximum von 10 bis 12 ruhig beschränkt werden.

Bei aller Güte und Zweckmässigkeit der Vorschriften für den Prospektinhalt und die Kotierung überhaupt, und möge *Zahl* und *Zusammensetzung* der Zulassungsstellen sein, wie sie wollen, wird der Zweck derselben nur dann erfüllt, wenn sie sich ihres Charakters als *Prüfungsstellen* voll bewusst sind und demgemäss die ihnen vorgelegten Unterlagen mit Sachkenntnis und *peinlichster Sorgfalt* wirklich *prüfen* und sich bei ihren Entscheiden einzig und allein durch die Rücksichten auf das *allgemeine* Interesse leiten lassen.

Ich glaube, hiermit die hauptsächlichsten Punkte der hochwichtigen Frage kurz erwähnt zu haben, und wird es mich freuen, wenn Ihnen mein kleiner Beitrag von irgendwelchem Nutzen sein kann.

C. Schaefer,

Direktor des Sitzes Zürich des Schweiz. Bankverein.

XIV.

In seinem in der volkswirtschaftlich-statistischen Gesellschaft von Zürich gehaltenen und in dieser Zeitschrift, 52. Jahrgang, pag. 109 ff. wiedergegebenen Vortrag über die „Neuordnung des Effektenbörsen- und Emissionswesens“ tritt Herr Dr. A. Meyer, Chefredakteur der „Neuen Zürcher Zeitung“ für eine Reform der bestehenden Bestimmungen über die Zulassung von Wertpapieren zum Handel an der Börse und für eine einheitliche Regulierung der zweckdienlichen Vorschriften durch die Bundesgesetzgebung ein.

Seine Ausführungen gipfeln darin, dass bei der Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel, wie sie sich auf Grund der an den drei massgebenden Börsen der Schweiz, in Zürich, Basel und Genf, geltenden Bestimmungen ausgebildet hat, weder den finanztechnischen Anforderungen in ausreichendem Masse Genüge geleistet, noch auf die Wahrung allgemeiner Interessen, sowohl politischer wie wirtschaftlicher Natur, Rücksicht genommen werde. Dass Erwägungen letzterer Art bei Einführung ausländischer Wertpapiere speziell geboten seien, könne nicht geleugnet werden, und es sollte auch möglich sein, in Zukunft die allgemeinen wirtschaftlichen Interessen bei solchen Auslandsanlagen besser zur Geltung zu bringen als bisher. Dies sei namentlich deswegen von Wichtigkeit, als vermutlich nach dem Kriege das kapitalbedürftigere Ausland mit lockenden Anerbietungen um unser einheimisches Kapital werben werde, das wir für unsere eigenen nationalen Zwecke reservieren sollten.

Der Verfasser stützt sich für seine Reformvorschläge im wesentlichen auf das deutsche Börsengesetz von 1896 (gegenwärtig geltende Redaktion vom 8. Mai 1908) und dessen Ausführungsbestimmungen, sowie auf die in den Grossstaaten bestehende Einflussnahme der Regierungen namentlich auf die Einführung ausländischer Wertpapiere und wünscht, dass in ähnlicher Weise von Bundes wegen auf dem Gesetzeswege Vorschriften erlassen werden über die Bildung von Zulassungsstellen an den einzelnen Börsen, über die Mindestanfordernisse, die an den Inhalt der Prospekte zu stellen seien, die von den Zulassungsstellen zu prüfen sind, sowie über die Kompetenz der Behörden, bei der Frage der Zulassung oder Nichtzulassung von Wertpapieren auch die allgemeinen wirtschaftlichen und eventuell auch politischen Interessen zur Geltung zu bringen. Dagegen will er nicht soweit gehen, wie dies schon von bundesrätlicher Seite angetönt wurde, für den Wertpapierhandel allgemein einen Prospektzwang mit Prüfungsrecht durch eine Zulassungsstelle einzuführen.

Wenn der Verfasser in seinem Urteil über die gegenwärtigen schweizerischen Börsenverhältnisse zu-

sammenfassend von einer Inferiorität derselben spricht, so dürfte dies doch etwas zu scharf geurteilt sein. Es ist ja zuzugeben, dass in der Praxis, sowohl in bezug auf den Inhalt der Prospekte als auch auf die Zulassung von Wertpapieren auf Grund solcher mangelhaften Prospekte hie und da Missgriffe vorgekommen sind, aber sie spielen gewiss gegenüber der grossen Anzahl von Emissionen und Börsenzulassungen, die auf Grund zuverlässiger und gewissenhaft ausgearbeiteter Prospekte in den letzten 15—20 Jahren vorgenommen wurden, sowohl nach Anzahl als Bedeutung, eine ganz untergeordnete Rolle. Man darf getrost sagen, dass die von den bedeutenderen Banken herausgebrachten Prospekte durchweg alle die Erfordernisse aufweisen, die man nun durch gesetzgeberische Erlasse zum integrierenden Bestandteil eines Prospektes stempeln möchte; die meisten derselben sind ja ohnedies schon in den zürcherischen und baslerischen Börsengesetzen und Reglementen vorgesehen.

Auch haben die bestehenden Kommissionen, die über die Zulassung von Wertschriften zum Börsenhandel zu entscheiden haben, genügend Rechte und Pflichten in bezug auf die Prüfung der für die Zulassung vorzulegenden Aktenstücke.

Nach dieser Richtung scheint mir eine detailliertere Reglementierung nicht geboten und auch kaum wünschenswert. Es ist nämlich unter anderem nicht zu verkennen, dass die auf Grund der zwingenden Bestimmungen des deutschen Börsengesetzes und der zugehörigen Verordnungen verfassten Prospekte nachgerade einen Umfang angenommen haben, der dem einer kurzen Broschüre oft fast gleichkommt. Diese voluminösen Aktenstücke sind, bei aller Gründlichkeit und Vollständigkeit, nicht mehr geeignet, das Publikum, an das sie sich wenden, für ihren Inhalt zu interessieren, das dieselben oft zu weitläufig findet.

Liegt daher meines Erachtens ein wirkliches Bedürfnis nach Erlass noch detaillierterer Vorschriften über den notwendigen Prospektinhalt nicht vor, so ist andererseits allerdings dem Verfasser zuzugeben, dass es für die Garantie einer unparteiischen Prüfung der Prospekte und andern Vorlagen von Nutzen sein könnte, wenn in den über die Zulassung entscheidenden Kommissionen auch noch andere Kaufleute als nur Börsenmitglieder vertreten wären, was ja leicht durch Zuzug geeigneter Persönlichkeiten aus den bestehenden Handelskammern geschehen könnte.

• Eine viel heiklere Frage als die nach dem Mehr oder Weniger des unbedingt notwendigen Prospektinhaltes und der Organisation der Zulassungsstellen scheint mir die vom Verfasser weiter vertretene Anregung zu sein, eine Instanz zu schaffen, welche neben oder über der Zulassungsstelle die beantragte Kotierung

aus dem *Gesichtspunkt der allgemeinen Landesinteressen* prüft und eventuell mit ihrem Veto belegt. Pro memoria sei darauf hingewiesen, dass übrigens schon das zürcherische Börsengesetz eine solche Instanz kennt, indem es in § 12 der Direktion der Volkswirtschaft die Kompetenz verleiht, von sich aus eventuell die Kotierung eines Wertpapiers zu untersagen. Dass sich Fälle präsentieren können, wo bei Einführung ausländischer Valoren ein solches Widerspruchsrecht wünschenswert und nützlich sein würde, lässt sich nicht bestreiten.

Aber die eventuelle Handhabung einer solchen Kompetenz wird in praxi sehr grosse Schwierigkeiten bieten. Einmal wird, wie der Verfasser selbst zugibt, eine Verwertung oder Herbeiziehung rein politischer Gesichtspunkte kaum angängig sein, angesichts der besonderen Stellung, die die Schweiz im Staatengebilde Europas einnimmt. Grossmächte können sich diese Art Verquickung von Finanz mit Politik erlauben, nicht aber unser kleines Land. Übrigens ist diese Frage meines Erachtens rein theoretisch, da die schweizerische Finanz nicht in der Lage ist, Emissionsgeschäfte von solcher Bedeutung, dass sie unter dem Gesichtspunkt der Politik beurteilt werden müssten, selbständig durchzuführen. Aber auch von rein wirtschaftlichen Erwägungen aus wäre eine Ingerenz der Staatsgewalt auf den Finanzmarkt eine sehr delikate und zweiseitige Massregel, da bei den diesbezüglichen Entscheidungen regelmässig nicht prinzipielle Erwägungen, sondern Opportunitätsgründe mitsprechen würden. Man kann es aber ruhig den in Betracht kommenden Finanzgruppen überlassen, zu entscheiden, ob eine solche Operation mit Rücksicht auf den einheimischen Kapitalmarkt opportun sei oder nicht. Anders käme man zu einer Bevormundung der Banken und der Kapitalistenkreise, die schlecht zu unsern freiheitlichen Institutionen passte und auf die Entwicklung unserer kleinen Schweiz, die auch nach dem grossen Kriege mehr wie je auf Pflege und Ausbau ihrer internationalen Beziehungen angewiesen ist, nur hemmend wirken würde.

Geradezu unerträglich würde aber eine solche staatliche Bevormundung empfunden, wenn dem vom Vorsteher des eidgenössischen Volkswirtschaftsdepartements geäusserten Gedanken Folge gegeben würde, für den Wertpapierhandel überhaupt, gleichgültig ob die Zulassung zur Kotierung an der Börse verlangt werde oder nicht, einen Prospektzwang einzuführen. Der Verfasser findet allerdings diesen Vorschlag selbst zu weitgehend, jedenfalls für inländische Werte, wäre aber geneigt, ihn für das Placement ausländischer Werte zu prüfen.

Ich möchte dringend vor solchen Massnahmen warnen; sie hätten nur zur Folge, dass den seriösen

Banken und Vermittlern das Geschäft ungebührlich erschwert würde, ohne dass dem Verkauf schlechter und schwindelhafter Werte in der Schweiz durch unverantwortliche Mittelspersonen, Remisiers etc. ein Riegel vorgeschoben würde. Auch würde diese Erschwerung des Geschäfts dazu führen, dass diejenigen Kapitalisten, die aus irgendeinem Grunde doch ausländische Anlagen machen wollen, sich direkt an ausländische Vermittler wenden, der sogenannte Kapitalexport also doch nicht verhindert wird. Dass hierbei im allgemeinen der einheimische Kapitalist besser fahren würde, als wenn er sich zu diesem Zwecke angesehenen einheimischen Banken anvertraut, wird wohl niemand behaupten wollen.

Auch scheint mir das Bestreben, ausländischen Kapitalanlagen den Eingang in schweizerische Portefeuilles nur zu gestatten, wenn eine solche Kapitalanlage auch im allgemeinen Interesse des Landes liege, nicht gerechtfertigt zu sein. Für solche Experimente ist die Schweiz ein viel zu kleines Wirtschaftsgebiet. Bei derartigen Versuchen würden sich nur die gleichen Erfahrungen wiederholen, die man in verschiedenen Kantonen mit der Festsetzung eines gesetzlichen Zinsmaximums für Hypotheken gemacht hat, die nirgends Stand halten konnten angesichts der auf der ganzen Welt sich geltend machenden steigenden Tendenz des Zinsfusses; dabei wurde nur Unsicherheit und Zerrüttung der Hypothekarverhältnisse erreicht. Es ist seinerzeit bei Anlass der Verstaatlichung der Eisenbahnen der grosse Fehler begangen worden, weil das französische Geld billiger schien als das einheimische, die schweizerischen Kapitalisten aus ihrem alten, gut klassierten Besitze von schweizerischen Eisenbahnobligationen herauszudrängen und sie auf ausländische höher verzinsliche Werte zu treiben; es wäre ein erneuter grosser Fehler, wollte man heute, um dem Inlande künstlich einen etwas niedrigeren Zinsfuss zu sichern, mit gesetzlichen Vorschriften die Kapitalanlage in gewisse enger begrenzte Kanäle zwingen.

Auch mit der neben dem Prospektzwang vorgeschlagenen „Prospekthaftung“, die über die Bestimmungen des allgemeinen bürgerlichen Rechts hinaus eine besondere Haftung der die Kotierung beantragenden Firmen für allfällige Unrichtigkeit des Prospekts aufstellen würde, kann ich mich nicht befreunden. Die beste Schutzwehr gegen solche etwaige Unrichtigkeiten liegt in dem Bestreben der Banken, ihren Emissionskredit intakt zu erhalten. Auch hat die Schaffung eines Ausnahmerechts, wie immer, auch hier einen odösen Anstrich. Das deutsche Börsengesetz, das man ruhig eine Gesetzesschöpfung gegen die Börse nennen darf, geht nach dieser Richtung viel zu weit und seine diesbezüglichen Bestimmungen sind nicht nachahmenswert.

Resümierend komme ich zu dem Schlusse, dass

- a) ein wirkliches und dringliches Bedürfnis zu einer Reform des Effektenbörsen- und Emissionswesens nicht vorhanden ist,
- b) wenn man eventuell gewisse Verbesserungen, insbesondere in der Organisation der jetzigen Zulassungsstellen, einführen will, die Reform auf kantonalem Boden anzustreben ist, und von einer bundesrechtlichen Regelung dieser Fragen abgesehen werden sollte.

Dr. O. von Waldkirch,

Mitglied des Direktoriums der Eidg. Bank A.-G. in Zürich.

### Schlusswort

von Dr. A. Meyer (Zürich).

Die vom Redaktor dieser Zeitschrift veranstaltete Enquete über die Frage einer Neuordnung des Effekten- und Emissionswesens hat ein über Erwarten reiches Material ergeben. Ich erkenne ohne weiteres die ausserordentlich grosse Kompetenz aller derjenigen Herren, die geantwortet haben, in Bezug auf die Kenntnis des bestehenden Zustandes und die Beurteilung einer neuen gesetzlichen Regelung an und bin dankbar, dass so viele gewiegte Praktiker sich zu der Sache ausgesprochen haben. Aus den eingegangenen Meinungsäusserungen ergibt sich keine Übereinstimmung weder hinsichtlich der Wünschbarkeit der vorgeschlagenen Neuordnung im allgemeinen, noch in Bezug auf den Zeitpunkt der Reform oder auf Organisation und Umfang der angeregten Aufsicht. Ohne das nach so verschiedenen Richtungen wertvolle Material hier ausschöpfen zu wollen, sei mir gestattet, kurz auf den einen und andern Punkt in Rücksicht auf seine Bedeutung zurückzukommen.

Die Wünschbarkeit einer Neuordnung ist von einer Reihe der angefragten Praktiker nicht bestritten worden. Die Herren Dr. C. F. W. Burckhardt, Dr. Julius Frey, Direktor H. Gruebler, Direktor Paul Jaberg, Direktor H. Kurz, Direktor Albert Lang und Direktor C. Schaefer haben zwar alle und in verschiedenem Masse ihre Bedenken zum Ausdruck gebracht und ihre Vorbehalte gemacht, grundsätzlich aber der Anregung zu einer Neuordnung zugestimmt. Auch Herr Alfred Sarasin stellt nicht in Abrede, dass schweizerisch einheitliche gesetzliche Vorschriften des Emissions- und Börsenwesens unter gewissen Bedingungen nützlich sein können. Bei den andern Herren überwiegen die Bedenken; sie halten eine Änderung des bisherigen, auch von ihnen nicht allgemein als vollkommen bezeichneten Zustandes nicht für nötig oder auch nicht einmal für wünschbar.

Ich gebe zu, dass der bisherige Zustand, so wenig befriedigend die bestehenden Vorschriften mir erscheinen, doch nicht zu so schreienden Missständen geführt hat, dass eine Änderung sich unmittelbar aufdrängen würde. Ich begreife es daher, dass man, wenn man sich ausschliesslich auf den Standpunkt der Börse selbst stellt, Zweifel hegen kann, ob man einer Neuerung zustimmen will, die, wie alle Reglementierung, gewisse Beschränkungen der freien Betätigung der Beteiligten mit sich bringen kann. Jener Börsengesetzgebung, die ich in meinen früheren Darlegungen wiederholt als Beispiel angeführt habe, sind seinerzeit die dortigen Praktiker in der grossen Mehrzahl als Gegner gegenübergetreten; sie haben sich seither so ziemlich mit den Neuerungen und ihren Wirkungen ausgesöhnt.

Es ist richtig, dass ich keine Beispiele dafür beigebracht habe, dass die jetzige Ordnung schwere Schäden verursacht hätte. Diejenigen Werte, die ich namhaft machte und deren Erwähnung Widerspruch fand, nämlich die Aktien der Goerz & Co. Ltd., sowie die Aktien (von den Obligationen sprach ich nicht) der Mexican National Railways Co., habe ich keineswegs als Beispiele für die Unhaltbarkeit des bisherigen Zustandes vorbringen wollen, sondern einzig als Fälle, wo die Einführung an der Börse bei vordem ziemlich unbekanntem Werten eine sichtbare Erhöhung ihrer Umlaufsfähigkeit herbeigeführt habe. Dass diese Umlaufsfähigkeit zum Schaden der schweizerischen Kapitalistenwelt ausgefallen ist, habe ich nicht der unsorgfältigen Behandlung durch die einführenden Banken zuschreiben wollen, wenn ich auch meine, dass das Mass und die Art der Publizität, die die beiden Auslandsunternehmungen üben, nicht gerade vorbildlich sei und nicht unter allen Umständen hingenommen zu werden brauchte. Dass es aber möglich ist, bei der jetzigen Organisation der Börsen schlechte Werte unter den denkbar ungenügendsten Formalitäten an eine Börse zu bringen, zeigt das von Herrn Direktor H. Kurz genannte Beispiel, wonach die (bald darauf völlig entwerteten) Aktien des auf die Pariser Weltausstellung 1900 hin gegründeten Village Suisse mit einem „Prospekt“ eingeführt wurden, der weder Datum noch Unterschrift trägt. Wenn ich meinte, man gewinne den Eindruck, es könne gar nicht sein, dass ein Zulassungsbegehren, wenn es in einigemassen ordentlicher Form gestellt werde, abschlägig beschieden werde, so geht aus jenem Beispiel hervor, dass es nicht einmal immer dieser „einigemassen ordentlichen Form“ bedarf. Dass Vorschriften, die das erlauben, nicht mehr zeitgemäss sind, ist damit genugsam gesagt.

Wenn man nun auch mit Recht entgegenhalten kann, dass solche einzelnen Missgriffe bei den Ein-

führungen an den schweizerischen Börsen in der Gesamtheit der Geschäfte nicht sehr viel bedeuten, so wäre zu bemerken, dass es für die Volkswirtschaft zuträglicher wäre, die Börsenordnungen, deren Mangelhaftigkeit auch von angesehenen Vertretern der Praxis zugegeben wird, abzuändern, *bevor* schwere Schädigungen für die Allgemeinheit eingetreten sind. Und dies um so mehr, als die *nächste Zukunft* die Möglichkeit solcher Schädigungen viel grösser macht, als sie bisher gewesen. Es sollte immer wieder berücksichtigt werden, dass die Zeit nach dem Kriege aller Voraussicht nach ungeahnte Anforderungen an den Kapitalmarkt stellen und dass auch das Ausland entsprechende Anstrengungen nicht scheuen wird, um unsere Kapitalien seinen Zwecken dienstbar zu machen. So sehr anzuerkennen ist, dass während des Krieges die schweizerischen Banken in Erfüllung einer Ehrenpflicht gegen das Land sich in bezug auf die Kapitalausfuhr alle Zurückhaltung aufzuerlegt haben, so wird beim Eintritt der Friedensverhältnisse ein anderes Verhalten Platz greifen müssen. Niemand will einen Abschluss der Schweiz vom internationalen Kapitalmarkt. Vielmehr sollten im Interesse des Landes aus den vielen in- und ausländischen Anlagemöglichkeiten, die sich nach dem Kriege bieten werden, die besten ausgewählt werden. Bei dieser Auswahl kann die Börse wirksam mithelfen, indem sie nicht nur selbst mit einiger Einlässlichkeit prüft, sondern auch die nötige Publizität veranlasst, um dem Publikum die Auswahl zu erleichtern.

Dass die Prüfung heute oft „zu wenig einlässlich und sachgemäss“ erfolgt, hat Herr C. Schäfer, Direktor des schweizerischen Bankvereins in Zürich, der selber dem zürcherischen Börsenvorstand angehört hat, zugegeben. Wenn sodann Herr R. Lüscher, Chef des Hauses Lüscher & Co. in Basel, in einer Vergleichung der Bestimmungen der deutschen Börsenordnungen mit den baslerischen konstatiert, dass z. B. die Bestimmung in Basel fehlt, wonach die Zulassung von Werten ausländischer Erwerbsgesellschaften davon abhängig ist, dass die Emittenten sich auf die Dauer von fünf Jahren verpflichten, die Bilanz, sowie Gewinn- und Verlustrechnung jährlich nach Feststellung im Inlande zu veröffentlichen, so kann ich im Gegensatze zu Herrn Lüscher nur finden, dass ein solcher Mangel sehr schwer ins Gewicht fällt.

Das ist überhaupt ein Punkt, der viel grösserer Aufmerksamkeit wert wäre, als er bei den Vertretern der Praxis gewürdigt wird. Gerade in dieser Richtung, nämlich durch die Vorschriften über eine *einlässliche und seriöse Publizität*, haben die deutschen Börsenvorschriften Wichtiges geleistet. Dank ihnen hat die Börse einen sanierenden Einfluss auf das gesamte deutsche Aktienwesen und damit auf das nationale

Wirtschaftsleben überhaupt ausgeübt. Die Folge davon ist aber wieder die, dass bekanntlich das Kapital in Deutschland der Industrie bereitwillig zur Seite steht, während z. B. in Frankreich, wo sich, wie Herr Henri Darier in Genf hervorhebt, die Börse völlig unabhängig von staatlicher Bevormundung entwickelt hat, die Klage über mangelnde Unterstützung der Industrie durch die Banken, will heissen durch das inländische Kapital, an der Tagesordnung ist. Die durch die deutschen Börsenvorschriften seit 1896 veranlasste Publizität ist es auch, die viele Bedenken, die man im allgemeinen gegen die staatliche Regelung solcher Materien haben mag, zerstreut. Denn wenn man etwa befürchtet, dass infolge solchen staatlichen Eingreifens das Publikum noch kritikunfähiger werde (wie die Herren Alfred Sarasin und Ernest Hentsch schreiben), so wirkt gerade die vermehrte und verbesserte Publizität dieser Urteilsunfähigkeit entgegen. Es ist auch lediglich eine aus Frankreich hergeholte, für uns aber nicht zutreffende Auffassung, wenn Herr E. Hentsch mit der Behauptung, der Kapitalist lese nicht gerne Prospekte, der Institution einer Prospektprüfungsstelle nur Nachteile für die Urteilsfähigkeit beilegt. Denn wenn schon der *einzelne* Kapitalist sich vielleicht nicht gerne in die Prospekte vertieft, so haben wir in der Schweiz — im Gegensatz zu Frankreich — eine unabhängige Handelspresse, die sich solcher Schriftstücke annimmt, so dass vor der Gesamtheit der Kapitalisten das durch die vermehrte Publizität beschaffte Material eine Erörterung erfährt.

Auf Grund der Erfahrungen, die die deutschen Börsen unter den Börsenvorschriften von 1896 gemacht haben, und angesichts der Wirkung auf das gesamte Aktienwesen, die von den deutschen Börsen ausgegangen ist, sind die geäusserten Befürchtungen vor der Wirkung ähnlicher Vorschriften bei uns kaum haltbar.

Aus den in meinem Aufsatz enthaltenen Bemerkungen über die Auslandsanlagen ist mit Unrecht geschlossen worden, dass mir eine Verhinderung dieser Anlagen vorschwebe. Ich habe immer gegen Bestrebungen in dieser Richtung gekämpft und bin mit allen den Herren, die sich jetzt über diesen Gegenstand geäussert haben, einig in der Auffassung, dass die ausländischen Kapitalanlagen für die Schweiz eine Notwendigkeit sind. Aber dass in gewissen Fällen die Anlage schweizerischen Kapitals im Auslande aus allgemeinen Interessen an Bedingungen soll geknüpft werden dürfen, scheint mir eine zu einfache Sache, als dass viel darüber zu reden wäre.

Die durch die hervorragenden Vertreter der Praxis geäusserten Ansichten werden jedenfalls ein sehr wertvolles Material für die Fragen bilden, die sich auf den

Umfang der vorzuschendenden Prüfung und die Organisation der Zulassungsstelle beziehen. Auch hier gehen die Stimmen auseinander. Ich gestehe, dass die Äusserungen mir die Schwierigkeiten einer gerechten und zweckmässigen Bestimmung über den Umfang der zu prüfenden Emissionen grösser haben erscheinen lassen, als es anfänglich der Fall war. Herr Direktor Kurz macht eine sehr wichtige Feststellung, wenn er sagt, dass die Einführung an der Börse in den allermeisten Fällen erst erfolgt, nachdem die Placierung bereits stattgefunden. Das scheint darauf hinzudeuten, dass die Beschränkung der Prospektprüfung auf den Fall der Börseneinführung einen zu engen Kreis der Emissionen treffen würde. Auch scheint mir der Standpunkt des Herrn Präsidenten Dr. Julius Frey, dass eine Kontrolle der Prospekte von Papieren, die unter der Hand placiert werden, mangels öffentlichen Interesses nicht stattfinden sollte, nicht wohl haltbar, weil auf diese Weise gerade die „Emission unter der Hand“ mit einem Reiz ausgestattet würde, den wir ihr wegen der Heimlichkeit und mangelnden Publizität nicht verleihen dürfen. Unter diesen Umständen bekommt der Vorschlag des allgemeinen Prospektzwanges und der allgemeinen Prospektprüfung, wie ihn Herr Bundesrat Schulthess in der Bundesversammlung machte, mehr Berechtigung. Es liesse sich alsdann die Frage aufwerfen, ob dem Bedenken der Aufgabenhäufung bei dieser Ordnung der Dinge durch eine Anregung, wie sie Herr Direktor Gruebler machte, wonach der Pro-

spektzwang auf Emissionen grösseren Betrages zu beschränken wäre, zu begegnen sei.

Über die Frage: Zentralisation oder Dezentralisation der Zulassungs- bzw. Prospektprüfungsstelle will ich mich nicht weiter äussern, ebenso eine Reihe anderer Punkte der Diskussion überlassen. Selbstverständlich begrüsse ich es auch, wenn die von den Herren R. A. Kœchlin-Hoffmann und A. Morel-Vischer von der Basler Handelsbank gemachte Anregung auf Schaffung einer vom Bankierstande zu bestellenden Kommission zur Untersuchung allfälliger Auswüchse im Bankwesen erörtert wird. Ich kann mir davon allerdings keinen präventiven Schutz versprechen, wie er namentlich durch die verbesserte Publizität, die uns eine Neuordnung der Börsenvorschriften bringen müsste, herbeigeführt würde. Recht erwägenswert scheint mir endlich der Vorschlag des Herrn Direktors Jaberg zu sein, ob nicht jede Gesellschaft, die ihre Aktien oder Obligationen an den Markt bringt, verpflichtet sein sollte, ihre Bilanz durch ein konzessioniertes Bücherrevisions-Institut prüfen und beglaubigen zu lassen. Das wäre ein bedeutsamer Schritt zur Verbesserung unseres Aktienwesens.

Das Material, das in den Äusserungen so vieler kompetenter Vertreter der Praxis liegt, wird für die weitere Diskussion und die Entscheidung der Frage eine wertvolle Fundgrube sein, für deren Herbeischaffung wir dem Redakteur dieser Zeitschrift zu besonderem Dank verpflichtet sind.