Statistik der Auslandsemissionen in der Schweiz seit 1922 und Zusammenfassung der Argumente zur Frage des Kapitalexportes

Von Dr. *Victor Laepple*, Basel

Die Kriegs- und ersten Nachkriegsjahre brachten eine fast völlige Unterbindung des freiwilligen Kapitalexportes der Schweiz, jedenfalls unterblieb er in der Form der Übernahme ausländischer Anleihen. Dagegen war die Inanspruchnahme des schweizerischen Kapitalmarktes durch die einheimischen Bedürfnisse, vor allem des Bundes, der Kantone und Gemeinden, dann aber auch durch Gewährung von in Verbindung mit der Landesversorgung bewilligten Vorschüssen an die kriegführenden Staaten während dieser Jahre unverhältnismässig hoch.

Mit der Wiederaufnahme der Wirtschaftsbeziehungen der einzelnen Staaten untereinander setzt auch der Kapitalexport der Schweiz in Form der Placierung von Kapitalien in ausländischen Effekten wieder ein und löst in der Öffentlichkeit eine leidenschaftliche Stellungnahme der Gegner und Befürworter aus. Zur Ruhe ist der Streit der Meinungen bis heute nicht gekommen. Es mag deshalb von Interesse sein, im nachstehenden eine Statistik der seit Friedensschluss in der Schweiz begebenen Auslandsanleihen und eine gedrängte Zusammenfassung der sich bekämpfenden Meinungen zu geben und endlich zu zeigen, zu welchen Forderungen in bezug auf die Zulässigkeit und Wünschbarkeit des Kapitalexportes die öffentliche Diskussion geführt hat.

Tatsache ist, dass in den Jahren 1922—1927 ein Anwachsen der in der Schweiz begebenen Auslandsanleihen stattgefunden hat (vgl. die Statistik). Dieselbe Erscheinung lässt sich an allen vier heute in Betracht kommenden Kapitalmärkten: New York, London, Holland und Schweiz, feststellen, unter denen allerdings die Schweiz die bescheidenste Rolle spielt. Im Jahr 1924 war das Verhältnis der Beträge der Auslandsanleihen New York : London : Holland : Schweiz wie 40 : 20 : 2 : 1[1]). Der Schweiz am ähnlichsten verläuft die Entwicklung in Holland; dort machten aus [2]):

1924	die	ausländischen	Emissionen	zirka	12 %	der	Gesamtemissionen
1925	»	»	»	»	50 %	»	»
1926	»	»	»	»	62 %	»	»

[1]) Berechnet nach Angaben des Londoner «Statist», Basler Nachrichten, 17. Februar 1927.
[2]) Jahresbericht Schweiz. Kreditanstalt 1926.

Statistik der Auslandsemissionen

Subskriptionsfrist	Schuldner	Zinssatz	Anleihensbetrag	Emissionspreis
		1922		
22.—31. März . . .	S. A. de Filatures de Schappe, Lyon	6 %	Fr. 5.000.000	100 %
10.—16. Mai. . . .	Stadt Amsterdam	6 %	h. fl. 10.000.000	101 %
3.—11. Juli. . . .	Cie du Chemin de fer Paris-Orléans	6 %	Fr. 50.000.000	92 ½ %
		1923		
15.—25. Januar . .	Lima Light, Power and Tramways Co cum. Prioritätsaktien	8 %	Lg. 500.000	92 ½ %
ab 12. Mai	Cie Générale du Lait, Rumilly	6 %	fr. Fr. 2.500.000	97 %
26.—27. Juni . . .	Österr. Staatsanleihe (Völkerbundsanleihe)	6 %	Fr. 25.000.000 (Teilbetrag von 650 Mill. Goldkronen)	81 %
2.—6. Juli	Lima Light, Power and Tramways Co	6 %	Lg. 1.500.000 (I. Hypothek)	90 %
ab 26. November .	Textile Dyeing Co of America Inc.	6 %	Fr. 3.000.000	100 %
		1924		
10.—17. Juni . . .	Staatshypothekenbank der Serben, Kroaten und Slovenen	7 %	Fr. 15.000.000	94 %
29. Juli	Königl. Ungarische Regierung (Völkerbundsanleihe)	7 ½ %	Fr. 30.000.000 (Teilbetrag von 250 Mill.) Goldkronen)	89 %

in der Schweiz seit 1922

Übernehmende Banken	Rückzahlung	Kündbar seitens des Schuldners	Kotiert in	Verwendungszweck
		1922		
Bankverein Kreditanstalt	31. III. 1937	31. III. 1932	B. Z.	Konversion der 4 %-Anleihe von 1902
Bankverein Kreditanstalt Eidg. Bank A.-G. Pierson & Co.	1923—1963	1. V. 1927	B. Z. Amsterdam	Konsolidierung schwebender Schulden
Kreditanstalt Bankverein Union fin. Genève Eidg. Bank A.-G. A.-G. Leu & Cie. Basler Handelsbank	1. VI. 1934	—	B. Z. G.	Elektrifikation des Netzes mit Aufträgen an die schweiz. Industrie
		1923		
C. J. Brupbacher Co. G. Pictet & Co. Motor A.-G. A.-G. Columbus Banco Italiano Lima	—	1. I. 1923	Z. G. London	Erweiterung der Anlagen mit Aufträgen an die schweiz. Industrie
Kreditanstalt Volksbank G. Pictet & Co. Lombard, Odier Co. Banque de l'Etat, Frib. C. J. Brupbacher Co.	1. V. 1932	1. V. 1927	G. L.	Erhöhung der Betriebsmittel
Bankenkartell A. Sarasin & Co. Bque. Paris et Pays-Bas	1924—1943	1. VI. 1934	B. G. Z.	Finanzieller und wirtschaftlicher Aufbau Österreichs
J. H. Schröder Co., London C. J. Brupbacher Co.	1. VII. 1950	1. II. 1934	B. Z. G. London	Rückzahlung der 5 ½ %-Anleihe v. Lg. 744.360. Erhöhung der Betriebsmittel
Kreditanstalt	1928—1934	—	Z.	Ausbau der Anlagen und Vermehrung d. Betriebsmittel
		1924		
Bankverein	1924—1936	—	B. G. Z.	Erhöhung d. Betriebsmittel
Bankenkartell A. Sarasin & Cie. Bque. Paris et Pays-Bas	1926—1944	1. II. 1934	B. Be. G. Z.	Finanzieller Aufbau Ungarns

Subskriptionsfrist	Schuldner	Zinssatz	Anleihensbetrag	Emissionspreis
		1924		
15.—22. Oktober . .	Deutsches Reich (Wiederaufbau)	7 %	Lg. 2.360.000	92 %
15.—22. Oktober . .	dito	7 %	Fr. 15.000.000 (Teilbetrag von 800 Mill. Reichsmark)	92 %
		1925		
25. Juni—15. Juli .	Industrie-Union Banjaluka	6 ½ %	Fr. 500.000	100 %
18. September . . .	Fürstentum Liechtenstein	6 %	Fr. 1.000.000	97 ½ %
19.—24. November .	Stadt Salzburg	7 ½ %	Fr. 15.000.000	95 %
18.—25. November .	Berliner Städtische Elektr. Werke, A.-G.	7 %	Fr. 20.000.000 (Teilbetrag von Fr. 30.000.000)	95 %
8.—18. Dezember .	Deutsches Kalisyndikat, I. Tranche	7 %	Lg. 1.700.000 (Teilbetrag v. 15 Mill. Lg.)	94 ½ %
Dezember	Osram, G. m. b. H., Berlin	7 %	$ 1.000.000 (Teilbetrag von 5 Mill. $)	93 ¾ %
		1926		
9.—11. Januar . .	Staat Sao Paulo, Kaffeeinstitut, I. Tranche	7 ½ %	Lg. 500.000 (Teilbetrag von 5 Mill. Lg.)	94 %
25. Febr.—3. März .	A. E. G.-Union, Wien	7 %	Fr. 7.000.000	94 %
24.—27. März . . .	Cie Internationale du Gaz, Brüssel	7 %	Fr. 5.500.000	94 ½ %
ab 31. März	Gustav Werner-Stiftung, Reutlingen	7 %	Fr. 500.000	100 %
8.—15. April . . .	Freistaat Baden	6 ½ %	Fr. 25.000.000 (Teilbetrag v. 40 Mill. Fr.)	94 %

Übernehmende Banken	Rückzahlung	Kündbar seitens des Schuldners	Kotiert in	Verwendungszweck
		1924		
Bankenkartell A. Sarasin & Cie.	1925—1949	—	B. Be. G. Z. London	Stabilisierung der Währung und wirtschaftlicher Wiederaufbau
dito	1925—1949	—	B. Be. G. Z.	dito
		1925		
Notariatsbureau Haller & Voser, Baden	1925—1935	—	—	Ausbau des Elektrizitätswerkes
Volksbank	1931—1935	—	Be. Z.	Ausbau des Elektrizitätswerkes Lavena
C. J. Brupbacher Co. Union fin., Genève A. Sarasin & Cie.	1926—1955	30. IX. 1930	B. G. Z.	Konversion der 7 %-Anleihe von Lg. 120.000 von 1923, Erweiterung der städtischen Betriebe
Kreditanstalt Bankverein Bankgesellschaft A. G. Leu & Cie. C. J. Brupbacher Co. A. Sarasin & Cie. G. Pictet & Cie.	1. XI. 1940	1. V. 1930	B. Z.	Bau des Grosskraftwerkes Rummelsburg
Kreditanstalt	1. XI. 1950 zu 102 ½ %	1. XI. 1935	Z. London	Konversion der 4 ½ %-Anleihe der Kaliindustrie Kassel von 20 Mill. Fr.
unter der Hand begeben	1926—1950	1. XII. 1928 zu 103 %	—	Bau einer Glasfabrik, Erweiterungen
		1926		
Ferrier, Lullin Co. Union fin., Genève Bankgesellschaft	1926—1956 zu 102 %	1. I. 1936 zu 103 %	G. London	Betriebsmittel für das Institut zur Förderung der Kaffeeindustrie
Blankart & Co. Allg. Österr. Bodenkreditanstalt Österr. Kredit-Anstalt	1928—1951	1. VII. 1931	Z. Wien	Finanzierung von Elektrizitätswerken, Erweiterung der Fabrikation
Union fin., Genève	1931—1939	1. IV. 1931	G.	Ausbau des Gas- und Elektrizitätswerkes in Athen
—	1. III. 1932	1. III. 1931	—	Erhöhung d. Betriebsmittel
Kreditanstalt Basler Handelsbank A.-G. Leu & Cie. Eidg. Bank A.-G. Bankgesellschaft Comptoir d'Escompte	31. III. 1946	31. III. 1931	B. G. Z.	Finanzierung von Kraftwerken

Subskriptionsfrist	Schuldner	Zinssatz	Anleihensbetrag	Emissionspreis
		1926		
Mai	Deutsches Kalisyndikat, II. Tranche	7 %	Lg. 350.000 (Teilbetrag v. 15 Mill. Lg.)	98 %
12.—14. Juni . . .	Staat Sao Paulo, Kaffeeinstitut, II. Tranche	7 ½ %	Lg. 500.000 (Teilbetrag von 5 Mill. Lg.)	97 ½ %
14.—20. Juli. . . .	Lech-Elektrizitätswerke, Augsburg	7 %	Fr. 12.000.000	96 %
20.—27. August . .	Soc. Nat. des Chemins de fer belges, Prior.-Aktien	6 %	b. Fr. 200.000.000	100 %
3.—9. September .	Franz. Staatsbahnen	7 %	Fr. 60.000.000	94 %
28. Okt.—3. Nov. .	Electr. de Strasbourg	7 %	Fr. 5.000.000	95 %
30. Okt.—4. Nov. .	Königreich Belgien Stabilisierungsanleihe	7 %	Fr. 32.000.000 (Teilbetrag v. 100 Mill. $)	94 %
12.—16. November .	Marokkanische Eisenbahngesellschaft	7 %	Fr. 20.800.000 (Teilbetrag v. $41,_6$ Mill.Fr.)	94 ½ %
November.	Deutsche Städte	5 %	Fr. 36.664.000	—
November.	Cimenteries & Briqueteries Réunies, Anvers	7 %	Fr. 10.000.000	95 %
18.—22. November .	Staatsbahnen Elsass-Lothringen	7 %	Fr. 50.000.000 (Teilbetrag v. 75 Mill. Fr.)	95 %
ab 11. Dezember. .	Cie Nationale des Matières Colorantes Etabl. Kuhlmann	7 %	Fr. 15.000.000	95 %
18.—22. Dezember .	Stadt Dornbirn	6 %	Fr. 1.250.000	97 ½ %
15.—22. Dezember .	Manila Gas Corp.	6 %	$ 750.000 (Teilbetrag von $1,_5$ Mill. $)	98 ½ %
ab 30. Dezember. .	Französische Staatsbahnen	7 %	h. Fl. 5.000.000 (Teilbetrag v. 25 Mill. h.Fl.)	95 ½ %
		1927		
Januar	Chemins de fer du Midi	6 %	f. Fr. 100.000.000	?
20. Januar	Stadt Paris	7 %	h. Fl. 8.000.000 (Teilbetrag v. 28 Mill. h. Fl.)	95 ½ %
28.—31. Januar . .	Französische Staatsbahnen	7 %	Fr. 30.000.000 (Teilbetrag von 150 Mill. Fr.)	97 ½ %

Übernehmende Banken	Rückzahlung	Kündbar seitens des Schuldners	Kotiert in	Verwendungszweck
		1926		
Kreditanstalt (unter der Hand plaziert)	1. XI. 1950 zu 102½%	1. XI. 1935	Z. London	Ausbau der Werke
Ferrier, Lullin Co. Union fin., Genève Bankgesellschaft	1927—1956 zu 102%	1. I. 1936 zu 103%	G. L. London	Beschaffung von Betriebsmitteln
Kreditanstalt Eidg. Bank A.-G. Hentsch & Cie. Lombard, Odier Co. Union fin., Genève	1927—1951	1. X. 1927	G.	Neuanlagen, Konsolidierung schwebender Schulden
Bankenkartell, ohne Comptoir d'Escompte	1937—2002	1. IX. 1947	B. G. Z. belg. Börsen	Ausbau des Bahnnetzes
Bankenkartell	1927—1951	1. X. 1931	B. Be. G. Z.	Deckung der Kapitalbedürfnisse
Kreditanstalt	1. XI. 1938	1. V. 1932	Z.	Bau der Dampfzentrale
Bankenkartell A. Sarasin & Cie.	1928—1956 zu 105%	1. XI. 1936 zu 105%	B. G. Z.	Stabilisierung der belgischen Währung
Bankenkartell, ohne Volksbank und Leu	1935—1950	1. XII. 1935	B.Be.G.L.Z.	Ausbau des Netzes
Komitee Deutschland Schweiz. Bankiervereinigung	30. IX. 1936	jederzeit	B. Z.	Regelung der Valutaschulden
Bankgesellschaft Volksbank	1927—1944	1. XII. 1937	Be. G. Z.	Erhöhung der Betriebsmittel
Bankenkartell	1927—1951	1. VI. 1931	B. Be. G. Z. Amsterdam	Erhöhung der Betriebsmittel
Basler Handelsbank Bankverein Union fin., Genève	1933—1952	1. VII. 1937	B. G. Z.	Errichtung von Fabriken in Frankreich und Belgien
Volksbank	1931—1938	31. XII. 1931	B. Be. Z.	Quellwasserversorgung und Schuldenkonsolidierung
C. J. Brupbacher Cie. Allgemeine Finanzgesellschaft	1. VII. 1946	1. VII. 1937	—	Konversion der 5%-Anleihe von $ 750.000
unter der Hand plaziert (Kreditanstalt)	1927—1962	—	Amsterdam	—
		1927		
Kreditanstalt	1927—1982	—	Paris	—
Kreditanstalt	1933—1952	1. II. 1932	Amsterdam	—
Bankenkartell	1927—1952	15. III. 1932	B. Be. G. Z. Amsterdam Stockholm	Deckung des Kapitalbedarfes

Subskriptionsfrist	Schuldner	Zinssatz	Anleihensbetrag	Emissionspreis
		1927		
Januar	Det Norske Zinkkompani, Odda	7 %	Fr. 15.000.000	95 %
Januar	Königreich Bulgarien (Flüchtlingsanleihe)	7 %	? (Teilbetrag von Lg. $2{,}_4$ Mill. und $ 4{,}_5$ Mill.)	91 %
ab 23. Februar . .	Staatshypothekenbank der Serben, Kroaten und Slovenen	7 %	Fr. 10.000.000	96 %
9.—17. März . . .	Kraftübertragungswerke Rheinfelden	5 %	Fr. 14.500.000	97 %
5.—7. April. . . .	Svenska Taendsticks Aktiebolaget, Aktien B	—	s. Kr. 6.000.000 (Teilbetrag von 180 Mill. s. Kr.)	fr. 360
21.—25. April . . .	Energie Electrique du Littoral-Médit.	7 %	Fr. 25.000.000	98 %
2.—7. Mai	Felten & Guillaume Carlswerke	5 ½ %	Fr. 22.500.000	97 %
ab 2. Mai	Soc. Méridionale d'Electricité, Naples	7 %	$ 3.500.000 = Fr. 18.130.000 (Teilbetrag von Fr. $55{,}_{685}$ Mill. = $ $10{,}_{75}$ Mill.	Fr. 5000 pro Oblig. v. Fr. 5180
Juni—14. Juli . . .	Erste Donaudampfschiff-fahrtsgesellschaft, Wien	7 %	ö. S. 5.000.000 (Teilbetrag v. ö. S. 15 Mill.)	96 %
28. Juli—3. August .	S. A. Import & Export Orange-Nassau, Haag	6 %	h. Fl. 4.000.000 (Teilbetrag von h. Fl. 20 Mill.)	95 %
8.—14. September.	Staatsbahnen von Elsass-Lothringen	6 %	Fr. 20.000.000 (Teilbetrag v. Fr. 40 Mill.)	100 %
ab 22. September .	W. Lahmeyer & Cie., Frankfurt a. M.	6 %	Fr. 7.500.000 (Teilbetrag v. Fr. 15 Mill.)	96 %
19. Oktober	Ver. Staaten Brasilien	6 ½ %	Lg. 700.000 (Teilbetrag v. Lg. $8{,}_{75}$ Mill.)	91 ½ %
20. Oktober	Republik Polen (Stabilisierungsanleihe)	7 %	$ 6.000.000 (Teilbetrag von $ 62 Mill. und Lg. 2 Mill.)	92 %

Übernehmende Banken	Rückzahlung	Kündbar seitens des Schuldners	Kotiert in	Verwendungszweck
		1927		
Union fin., Genève Bankverein	1932—1951	1. II. 1937	B. G. Z.	Erhöhung der Betriebsmittel
unter der Hand placiert	1928—1967	1. I. 1939	London	Ansiedlung der bulgarischen Flüchtlinge aus Türkei und Thrazien
Bankverein Bankgesellschaft A.-G. Leu & Cie. Volksbank	1927—1939	—	B. Be. G. Z.	Erhöhung der Betriebsmittel, Rückzahlung von Vorschüssen
Kreditanstalt Bankverein Eidg. Bank A.-G.	1. I. 1947	1. I. 1935	B. Z.	Konversion der 4½%-Anleihen und Beteiligung am Kraftwerk Ryburg-Schwörstadt
Bankenkartell Soc. Fin. Valeurs scandinaves C. J. Brupbacher Co. Pictet & Co.	—	—	B. Be. G. Z. London Berlin Amsterdam	Übernahme des französischen Zündholzmonopols
Bankgesellschaft	1932—1956	1. VI. 1932	B. G. L. Z.	Konsolidierung von Bankvorschüssen
Kreditanstalt Eidg. Bank A.-G.	1. V. 1947	1. XI. 1935	Z.	Konsolidierung von Bankkrediten
Union fin., Genève	1. IV. 1957	jederzeit	B. G. Z.	Konsolidierung schwebender Schulden
Bankgesellschaft Allg. Österr. Bodenkreditanstalt Lazard Speyer-Elissen	1931—1952	1. XII. 1931	Z.	Konsolidierung schwebender Schulden
Comptoir d'Escompte Union fin., Genève	1935—1964	1. VIII. 1935	G.	Erhöhung der Betriebsmittel
Bankenkartell	1928—1952	1. X. 1932	B. Be. G. Z. Amsterdam	Rückzahlung von Vorschüssen an den franz. Staatsschatz
Kreditanstalt Eidg. Bank A.-G.	1928—1952	1. IX. 1935	Z. Amsterdam	Finanzierung neuer Beteiligungen
Bankenkartell	1928—1957	—	Z., London	Konsolidierung schwebender Schulden, Stabilisierung der Währung
Bankenkartell A. Sarasin & Cie.	1928—1947 zu 103%	15. X. 1937 zu 103%	B. Z. G.	Stabilisierung der Währung

Gliederung der Auslandsemissionen nach Schuldnerkategorien

	1922	1923	1924	1925	1926	1927	Total
	In Millionen Schweizerfranken *)						
Staatsanleihen	—	25,00	104,59	1,00	82,25	48,875	261,715
Gemeindeanleihen	20,80	—	—	15,00	37,914	16,64	90,354
Bahnen und Schiffahrt	50,00	—	—	—	171,20	73,60	294,80
Banken	—	—	15,00	—	—	10,00	25,00
Elektrizitätswerke	—	50,50	—	20,00	20,90	57,63	149,03
Elektrizitätstrusts	—	—	—	—	5,50	7,50	13,00
Handelsgesellschaften	—	—	—	—	0,50	8,32	8,82
Industrielle Unternehmungen	5,00	3,50	—	48,625	40,8375	59,10	157,0625
	75,80	79,00	119,59	84,625	359,1015	281,665	999,7815

*) Die Anleihensbeträge sind zum Nominalwert eingesetzt, mit Ausnahme der Aktien der Svenska Taendsticks Aktiebolaget, die zum Ausgabekurs eingesetzt sind.

Umrechnungskurse:

1 £ = Schw. Fr. 25, 25
1 $ = » » 5, 20
1 hfl. = » » 2, 08
1 ffr. = » » 0, 20
1 Belgas = 5 b. fr. = Schw. Fr. 0,725
1 ö. Sch. = Schw. Fr. 0, 72.

Gruppierung der Auslandsemissionen nach Schuldnerländern

	1922	1923	1924	1925	1926	1927	Total
	In Millionen Schweizerfranken *)						
Amerika	—	53,50	—	—	29,15	17,675	100,325
Belgien	—	—	—	—	77,50	—	77,50
Deutschland	—	—	74,59	68,125	83,0015	44,50	270,2165
Frankreich	55,00	0,50	—	—	161,20	111,64	328,34
Holland	20,80	—	—	—	—	8,32	29,12
Italien	—	—	—	—	—	18,13	18,13
Jugoslawien	—	—	15,00	0,50	—	10,00	25,50
Norwegen	—	—	—	—	—	15,00	15,00
Österreich und Liechtenstein	—	25,00	—	16,00	8,25	3,60	52,85
Polen	—	—	—	—	—	31,20	31,20
Schweden	—	—	—	—	—	21,60	21,60
Ungarn	—	—	30,00	—	—	—	30,00
	75,80	79,00	119,59	84,625	359,1015	281,665	999,7815

*) Vergleiche Fussnote auf vorstehender Tabelle.

Die Schweiz hat seit einem Menschenalter — mit Ausnahme des Jahres 1916 — eine passive Handelsbilanz als Folge der Rohstoffarmut und einer im Verhältnis zum verfügbaren Kulturboden grossen Bevölkerungsdichtigkeit bei einer über dem Durchschnitt anderer Länder stehenden Lebenshaltung. Der Passivsaldo betrug 1913 605 Millionen Franken, 1924 326 Millionen Franken 1925 369 Millionen Franken, 1926 487 Millionen Franken. Die Handelsbilanz bildet aber nur einen, allerdings bedeutenden Faktor der Zahlungsbilanz, die einen Aktivüberschuss aufweist von schätzungsweise 120—124 Millionen Franken 1924, 221—231 Millionen Franken 1925, 138—156 Millionen Franken 1926, gegenüber einem geschätzten Passivüberschuss von 51—106 Millionen Franken 1913 [1]). Ein Land kann seinen aktiven Überschuss der Zahlungsbilanz auf dreifache Art verwenden:

a) durch Vornahme von Goldankäufen;
b) durch Wareneinfuhr;
c) durch Gewährung kurz- oder langfristiger Kredite ans Ausland.

Die beiden ersten Wege sind ihrer Natur nach nur bis zu einem gewissen Grade gangbar. Ein Land kann Gold an Zahlungsstatt nur solange annehmen, bis der Bedarf für monetäre und industrielle Zwecke gedeckt ist; eine Goldeinfuhr darüber hinaus würde entweder zu einer Inflation oder zu einer unproduktiven Thesaurierung führen. Noch mehr sind der Wareneinfuhr gewisse Grenzen gesetzt. Eine Volkswirtschaft mit einer auf die Dauer aktiven Zahlungsbilanz soll daher den Überschuss zur Abtragung seiner im Ausland kontrahierten Schulden verwenden oder, sofern es solche in nennenswertem Umfang nicht hat, seine disponiblen Mittel dem Ausland auf dem Kreditwege zur Verfügung stellen. Die Richtung dieser Auslandsanlagen kann mehr nach aussenpolitischen Rücksichten oder mehr durch das ökonomische Moment einer möglichst guten Verzinsung beeinflusst sein.

Diese Auslandsanlagen nehmen in der Hauptsache folgende Formen an:

1. Gewährung kurzfristiger Kredite, Reports, Kauf von fremden Devisen;
2. Finanzierung von Handels- und Industrieunternehmungen;
3. Gewährung von Hypothekardarlehen;
4. Kauf von Immobilien;
5. Übernahme und Erwerb von Wertpapieren.

Diese letzte Art des Kapitalexportes bildet Gegenstand der öffentlichen Diskussion in der Schweiz.

Als unerwünschte Begleiterscheinung — argumentieren die Gegner — sei vor allem eine schädliche Rückwirkung auf den inländichen Kapitalmarkt festzustellen, die sich äussert in einer Verknappung der der einheimischen Volkswirtschaft zur Verfügung stehenden Geldkapitalien, wodurch deren Preis eine Erhöhung erfahre. Ohne Kapitalexport würde sich infolge erhöhten Angebotes der Zinssatz im Inland niedriger stellen. Gewisse wirtschaftspolitisch orientierte Kreise, die prinzipiell jede Kapitalanlage im Auslande verwerfen, stellen die Be-

[1]) Schweiz. Bankverein, Monatsbericht 1927, Nr. 8.

hauptung auf, die Kapitalausfuhr sei ein Beweis für das Bestehen eines Überflusses an Reichtum, der das weitere Anziehen der Steuerschraube rechtfertige.

Insbesondere sind es die an der Bewegung des Hypothekarzinsfusses interessierten Kreise, denen die sich mehrenden Auslandsanleihen Sorgen machen. Deren Standpunkt beleuchtet wohl am besten eine im Oktober 1924 an die Schweizerische Bankiervereinigung gerichtete, von dem Schweizerischen Baumeisterverband, dem Zentralverband des Schweizerischen Haus- und Grundbesitzervereins, dem Schweizerischen Bauernverband, dem Schweizerischen Gewerbeverband, Kantonalbankenverband, Lokalbankenverband, dem Revisionsverband bernischer Sparkassen und dem Revisionsverband luzernischer Banken und Sparkassen unterzeichnete Eingabe, in der die Verhältnisse auf dem schweizerischen Hypothekenmarkte beleuchtet wurden und worin festgestellt wurde, dass einerseits eine besorgniserregende Kreditnot eingetreten sei, anderseits die Zinssätze eine derart abnormale Entwicklung angenommen hätten, dass die Volkswirtschaft darunter schwer zu leiden habe. Neben den gesteigerten Bedürfnissen der Industrie und den grossen Ansprüchen des Baugewerbes sei der Grund der Geldknappheit die Investition grosser Kapitalien in ausländischen Wertschriften; wenn auch die Auffassung mehrheitlich bekundet wurde, dass womöglich von gesetzlichen Massnahmen gegen diese Anlagen abgesehen werden sollte, so sind diese Verbände doch der Meinung, dass es in der Macht der Banken stehe, die Verwendung der zur Verfügung stehenden Mittel so zu regulieren, dass den dringenden einheimischen Bedürfnissen in erster Linie Rechnung getragen werde.

Die vorzugsweise das Hypothekargeschäft betreibenden Institute begründen den ungenügenden Zufluss an Obligationengeldern einesteils mit der Abwanderung vorübergehend im Inland angelegter Auslandskapitalien, anderseits mit der Emission hochverzinslicher Auslandsanleihen, die sich innert kürzester Fristen häuften, so dass der Markt die nötige Erholungspause nicht finden konnte. Die dadurch hervorgerufene Erhöhung des Obligationenzinsfusses bedinge eine Steigerung des Hypothekarzinses, gegen die sich schwere Bedenken, besonders angesichts der kritischen Lage der Landwirtschaft, geltend machen [1]).

Aus Kreisen der Klein- und Mittelindustrie sowie des Gewerbestandes kommen Klagen, infolge des Kapitalexportes werde ihrem Kreditbedürfnis nicht genügendes Interesse entgegengebracht. Zudem führe die Übernahme von Auslandsemissionen infolge der Befruchtung der ausländischen Wirtschaft zur Förderung und Kräftigung der ausländischen Konkurrenz.

Ein weiteres Argument der Gegner der Auslandsanlagen bezieht sich auf den Grad ihrer Sicherheit. Ein vermehrtes Risiko liege schon in der schwereren Beurteilung hinsichtlich der Güte bei Auslandsanlagen gegenüber denjenigen im Inland [2]). Die Solidität der Auslandsanlagen sei nicht immer erstklassig, da gerade die guten Schuldner in Ländern mit gesicherten Währungs- und Rechtsverhältnissen dort zu gleich günstigen oder noch günstigeren Bedingungen An-

[1]) Verband Schweiz. Lokalbanken, Spar- und Leihkassen, Geschäftsbericht 1926.

[2]) N. R. Meyer, Nationalratsinterpellation, Dezember 1926.

leihen emittieren könnten. Gerade die wirtschaftlich konsolidierten Staaten, Amerika, England, Holland, Schweden etc., scheiden deshalb für den schweizerischen Kapitalmarkt fast vollständig aus [1]).

Ein Verlustkeim liege schon in dem Bestreben, eine möglichst hohe Verzinsung zu erhalten, denn hohe Zinsen bedingen in der Regel hohes Risiko [2]). Mit besonderm Nachdruck wird von den Gegnern des Kapitalexportes darauf hingewiesen, dass die Schweiz während der Kriegs- und Nachkriegsjahre an ihren Auslandsanlagen bedeutende Verluste erlitten habe, und nicht genug damit, einzelne zahlungsfähige Schuldner hätten sich durch rücksichtslose Behandlung der Gläubiger hervorgetan. Die Ereignisse hätten gezeigt, dass die Theorie der Erhöhung der Durchschnittsrendite und der geographischen Risikoverteilung ein schwerer Irrtum gewesen sei [3]). Trotz dieser Erfahrungen hätten sich die Grossbanken erneut in «Kapitalexportförderungsinstitute» umgestellt [4]). Selbst die durch Übernahme von Auslandsanleihen der schweizerischen Industrie verschafften Aufträge rufen der Kritik, die geltend macht, dass gerade durch die Zusicherung von solchen Aufträgen auch schlechten Schuldnern in der Schweiz die benötigten Kapitalien, die ihnen vielleicht anderwärts versagt worden wären, zur Verfügung gestellt würden.

Als sehr schwerwiegend ist die Einwendung zu bewerten, dass ausländische Emissionen, soweit deren Gegenwert in ausländischen Zahlungsmitteln bereitgestellt werden muss, einen ungünstigen Einfluss auf den einheimischen Wechselkurs ausüben, so dass sich das zentrale Noteninstitut veranlasst sehen könne, den Diskontosatz zu erhöhen, um damit seine Goldreserven und Devisenbestände zu verteidigen.

Vorstehende Zusammenfassung gibt kurz die Gründe an, die von den Gegnern des Kapitalexportes geltend gemacht werden. Demgegenüber vertreten seine Befürworter ihren Standpunkt mit nachstehender Argumentation:

Eingangs wurde erwähnt, dass die Zahlungsbilanz der Schweiz einen Aktivüberschuss von durchschnittlich 160—170 Millionen Franken pro Jahr aufweist. In dieser Schätzung sind aber inbegriffen die Erträgnisse der Auslandsanlagen, welche mit 200—300 Millionen Franken angenommen werden dürfen [5]). Zum Ausgleich der Fehlbeträge der Handelsbilanz würden also, wenn die Schweiz keine Einkünfte aus Auslandsanlagen hätte, die Überschüsse aus dem Fremdenverkehr, den Transiteinnahmen, den Versicherungsprämien und den übrigen Dienstleistungen allein nicht ausreichen. Die extreme Behauptung, jeder Kapitalexport sei der schweizerischen Volkswirtschaft schädlich und sei — wenn nötig — durch staatliche Massnahmen zu unterbinden, erweist sich schon auf Grund der Gestaltung der Zahlungsbilanz als unrichtig. Zudem wären solche Zwangsmassnahmen im Effekt untauglich, weil sie den privaten Erwerb von Auslandstiteln

---

[1]) P. Jaberg, Auslandsanlagen und Banken, Mai 1927.

[2]) H. Kurz, Zur Frage des Kapitalexports, Januar 1924.

[3]) H. Kurz, a. a. O.

[4]) K. Welter, Tendenzen der Kapitalanlage, Neue Zürcher Zeitung, 25. Februar 1927.

[5]) E. Chavannes, Placements étrangers, September 1924, schätzt 205 Millionen Franken, Meyer nimmt in der Nationalratsinterpellation, Dezember 1926, 300 Millionen Franken an.

oder die private Beteiligung an ausländischen Unternehmungen nicht zu überwachen imstande wären, die Auslandsanlagen sich deshalb der statistischen Erfassung und der öffentlichen Kontrolle nur noch mehr entziehen würden.

Eine gewisse Auswirkung der Auslandsanleihen auf die Höhe des inländischen Zinsfusses ist nicht in Abrede zu stellen, sofern der Umfang der Auslandsemissionen den Rahmen der Aufnahmefähigkeit des Marktes durchbricht. Nimmt die Beanspruchung des Kapitalmarktes aber Rücksicht auf die Kapitalneubildung, so dürfte höchstens eine vorhandene Tendenz zur Zinsfussenkung verhindert oder verlangsamt werden.

Die seit Mitte 1925 festzustellende leichte Erhöhung des inländischen Zinsfusses ist nicht auf übermässigen Kapitalexport zurückzuführen, sondern liegt in der fortschreitenden Internationalisierung des schweizerischen Geld- und Kapitalmarktes begründet. Auch die seit Mitte 1927 zu beobachtende Versteifung des schweizerischen Kapitalmarktes steht zweifellos im Zusammenhang mit der neuerlichen Geldverknappung und Zinssteigerung an einzelnen ausländischen Finanzplätzen, die bei der starken internationalen Orientierung unserer Grossbanken ihre Wirkung auf die Schweiz nicht verfehlen konnte.

Dass speziell die Landwirtschaft an der Frage der Höhe des Zinsfusses starkes Interesse hat, ist erklärlich. Auch bei ihr ist die gewinnbringende Kriegskonjunktur verstrichen, und es stellt sich nun heraus, dass die Kapitalisation der landwirtschaftlichen Güter in der Kriegskonjunktur und mit ihr die Beleihungsgrenze viel zu stark gestiegen war. Die Landwirtschaft kann nun keineswegs nur auf billigeren Zinssätzen die hohen Güterpreise aufrechterhalten; sie muss allmählich ihre Kapitalisation und damit ihre Verschuldungsgrenze den Marktpreisen ihrer Produkte und den Lohnverhältnissen anpassen. Jedenfalls würde ihr kaum alles überschüssige Kapital, wenn ihm die Auslandsanlage verwehrt werden könnte, zu billigen Preisen zufliessen, vielmehr lehrt die Erfahrung, dass Kapitalüberfluss volkswirtschaftlich unerwünschte Neugründungen fördert. Allzu leichte und allzu billige Kapitalbeschaffung ist schon manchem Schuldner zum Verhängnis geworden, und gerade das Kleingewerbe kann seinen Kapitalbedarf in der Schweiz zu recht günstigen Bedingungen decken.

Auch der Verband der Schweizerischen Lokalbanken, Spar- und Leihkassen anerkennt grundsätzlich die nützliche Wirkung des Kapitalexportes, der notwendig ist für die gesunde Entwicklung unseres Wirtschaftslebens, für die Entfaltung unseres Exportes, zum Ausgleich unserer Zahlungsbilanz. Auch hinsichtlich des Zinssatzes teilt er die Auffassung, dass dieser nur dann das richtige Mass hält, wenn er auf einer Höhe steht, die einerseits dem Sparer ein angemessenes Erträgnis liefert, das noch Anreiz zur Kapitalbildung bietet, anderseits auch dem Schuldner ermöglicht, ein befriedigendes Auskommen zu finden [1]). Der Kapitalexport ist also zu begrüssen, sobald den schweizerischen Unternehmungen und Körperschaften Kapital in genügender Menge und zu angemessenem Zinssatze zur Verfügung steht [2]). Gerade das höhere Zinserträgnis der Auslandsanlagen er-

[1]) Verband der Schweiz. Lokalbanken, Spar- und Leihkassen, Bericht pro 1926.
[2]) A. Sarasin & Cie., Bulletin, Januar 1926.

möglicht es, den schweizerischen Kapitalbedarf zu einem mässigen Zinsfuss zu befriedigen, was bei dem Mass der heute auf dem Kapitalerträgnis lastenden Steuern sonst nicht in diesem Umfange möglich wäre [1]).

Eine weitere Einwendung der Gegner des Kapitalexportes betrifft den Grad der Sicherheit der Auslandsanlagen und das vermehrte Risiko beim Erwerb hochverzinslicher Titel. Gegen die Übernahme von Anleihen aus Ländern mit wohlgesicherter Währung — England, Holland, U. S. A. — werden kaum Einwendungen gemacht, doch sind solche Emissionen relativ selten, da sie gerade so gut und zu ähnlichen Bedingungen im eigenen Lande untergebracht werden können. Bei Anleihen aus Ländern mit zwar geordneten Rechtsverhältnissen, aber erst seit kurzer Zeit stabilisierter Währung oder bei Anleihen, die gerade zum Zwecke der Stabilisierung kontrahiert werden (Völkerbundsanleihen), wird Sicherstellung gefordert durch Verpfändung von Zöllen, Monopoleinnahmen etc. [2]).

Bei den Emissionen privatwirtschaftlicher Unternehmungen ist neben der Fundierung des Schuldners besonders auf den Verwendungszweck des Anleihenserlöses zu achten. Je konsolidierter die Verhältnisse in einem Lande sind, um so schwieriger wird die Erlangung spezieller Sicherheiten sein. Vielfach tritt dann an Stelle von Verpfändungen von Aktiven die negative Hypothekenklausel, die dem Schuldner untersagt, andere Anleihen mit besserer Sicherheit auszugeben [2]).

Die auf ausländischen Kapitalanlagen erlittenen Verluste sind nicht zu leugnen, waren aber nicht vorauszusehen. Sie sind grösstenteils nicht wegen mangelnder Sicherheit der einzelnen Anlagen eingetreten, sondern infolge der allgemeinen, über die Welt hereingebrochenen Katastrophe, von der bei einer andern Konstellation der Kriegsverhältnisse auch die einheimischen Anlagen hätten getroffen werden können. Die Theorie der Erhöhung der Durchschnittsrendite und der Risikoverteilung ist trotz dieser erlittenen Kriegsverluste nicht erschüttert worden. Für die kriegführenden Staaten, vorab Deutschland und Frankreich, war der Besitz an Auslandseffekten jedenfalls eine bedeutende Hilfe in der Finanzierung der Kriegführung.

Privatwirtschaftlich betrachtet, sind es zwei Motive, die die Anlage von Kapitalien in ausländischen Wertpapieren fördern: das Streben nach Erzielung eines möglichst hohen Ertrages und der Wunsch nach einer nicht nur branchenmässigen, sondern auch geographischen Risikoverteilung.

Von gewisser Seite wird den Grossbanken vorgeworfen, sie begünstigen das Auslandsgeschäft zum Nachteil des legitimen inländischen Bedarfs; hierauf darf erwidert werden, dass diesen Instituten die Finanzierung des Aussenhandels vorbehalten bleibt, weil nur sie imstande sind, die hierzu benötigten bedeutenden Kapitalien zur Verfügung zu stellen. Deshalb ist das schweizerische Bankgewerbe nicht nur auf schweizerische Verhältnisse zugeschnitten, sondern in hohem Masse auf eine internationale Tätigkeit angewiesen. Durch die fortschreitende Umwandlung des schweizerischen Marktes in einen internationalen Markt und die mehr und mehr in die Erscheinung tretende Beteiligung der ausländischen Kundschaft am Kontokorrent- und Börsengeschäft macht sich eine günstige Rück-

[1]) N. R. Meyer, Nationalratsinterpellation, Dezember 1926.
[2]) P. Jaberg, a. a. O.

wirkung auf die wirtschaftlichen Beziehungen geltend hinsichtlich des Beistandes, den unsere Banken dank ihrer Mitwirkung bei der Emission ausländischer Anleihen auch der heimischen Volkswirtschaft geben können [1]). In den Bemühungen der europäischen Finanzmärkte, die vor dem Krieg innegehabten Positionen wieder zurückzugewinnen, darf die Schweiz nicht untätig beiseite stehen; sie muss selbstverständlich im Rahmen des Möglichen am Konkurrenzkampf teilnehmen und ihre internationale Stellung zu wahren suchen.

Dem Vorwurf, durch Zusicherung von Aufträgen an die einheimische Industrie erhielten auch schlechte Schuldner Kapital, ist entgegenzuhalten, dass es Pflicht der Verhandlungsleiter bei Kontrahierung von Auslandsanleihen ist, möglichst günstige Bedingungen für die schweizerische Volkswirtschaft zu erlangen, seien es solche handelspolitischer Natur, sei es Erhältlichmachung von Bestellungen für die schweizerische Industrie. Keinesfalls dürfen aber derartige Gesichtspunkte einzig massgebend für den Abschluss von Auslandsanleihen sein. Dem besseren Schuldner ist auch ohne Warenübernahmeverpflichtung gegenüber dem schlechteren mit einer solchen Verpflichtung unbedingt der Vorzug zu geben [2]).

Und nun zu einer der gewichtigsten Einwendungen gegen den Kapitalexport: zu seinem Einflusse auf unsern Wechselkurs. Eine Überspannung unseres Kapitalmarktes durch einen zu hohen Gesamtbetrag von Auslandsanleihen und eine daraus resultierende Schädigung unseres Wechselkurses müsste sich äussern:

1. in starken Schwankungen der Devisenkurse, die nur mit Mühe unter dem oberen Goldpunkt gehalten werden könnten;
2. in starker Verminderung der Gold- und Devisenreserven im Zusammenhang mit der Verteidigung der Valuta;
3. im Schwanken der Zinssätze für kurzfristige Anlagen und der Deckung von Kapitalbedürfnissen auf längere Zeit nur zu steigenden Zinssätzen;
4. in der mangelhaften Befriedigung der legitimen inländischen Kreditbegehren und zu nicht angemessenen Sätzen.

Die Untersuchung dieser einzelnen Punkte zeigt, dass die Befürchtungen, dass dem schweizerischen Wechselkurs aus der Emission ausländischer Anleihen Gefahren gedroht haben, unbegründet sind:

1. Die Devisenkurse waren nur geringen Schwankungen unterworfen, womit am besten die heutige Stabilität der schweizerischen Valuta, am Gold gemessen, dokumentiert ist. Die Banken besassen und besitzen einen ansehnlichen Vorrat an Devisenreserven und erhebliche kurzfristige Guthaben im Ausland, die ein mehr wie genügendes Gegengewicht für die Zahlungen bilden, die sie für die auf dem schweizerischen Markt aufgelegten Anleihen etwa zu leisten haben.

2. Die Entwicklung der Gold- und Devisenreserven der Schweizerischen Nationalbank hat keine Einbusse erlitten; vielmehr sind diese Reserven gestiegen.

3. Die Schweiz hat mit den tiefsten Diskontsatz der Welt, und trotz dieses niedrigen Satzes konnte die Goldparität des Schweizerfrankens wieder herge-

[1]) L. Dubois, Präsidialrede an der Generalversammlung des Schweiz. Bankvereins, 1927.
[2]) P. Jaberg, a. a. O.

stellt und aufrechterhalten werden. Auch ist die effektive Verzinsung für Emissionen inländischer Schuldner in den letzten Jahren kaum gestiegen.

4. Der Inlandskreditbedarf konnte jederzeit zu normalen Bedingungen gedeckt werden; die fremden Gelder bei den Banken sind in den letzten Jahren gestiegen, desgleichen die Hypothekaranlagen [1]). Auch bei den Kantonalbanken sind die Spareinlagen dauernd im Steigen begriffen. Trotz der wiedereinsetzenden und sich steigernden Kapitalausfuhr hat die Nationalbank nicht zur Stützung des Schweizerfrankens intervenieren müssen und hat ihre Devisenreserven intakterhalten können [2]).

Aus der starken Überzeichnung der Auslandsanleihen darf kein Schluss auf eine entsprechend grosse Flüssigkeit des schweizerischen Kapitalmarktes gezogen werden: einmal werden dabei bewusst übersetzte Inlandszeichnungen eingereicht; sodann rühren zahlreiche Zeichnungen auf in der Schweiz aufgelegten Anleihen von ausländischen Zeichnern her, die die Liberierung der zugeteilten Titel zum Teil mit Devisen vornehmen. Ferner wurde ein Teil der Anleihen zur Sicherung alter schweizerischer Forderungen verwendet, fällt also zu Lasten des betreffenden Auslandsstaates [3]). Und endlich ist noch hinzuweisen auf den Rückfluss früherer ans Ausland gegebener kurzfristiger Vorschüsse, wodurch die Neubeanspruchung des schweizerischen Kapitalmarktes durch die Auslandsanleihen um denselben Betrag verringert wird [4]).

Trotzdem ist zuzugeben, dass 1926 und 1927 die Auslandsanleihen einen ungewohnt hohen Betrag erreichten und dass ausserdem bedeutende Beträge zum Ankauf von Wertschriften an ausländischen Börsen verwendet wurden. Und es ist wohl richtig, dass im zweiten Halbjahr 1926 einige Anleihen in etwas zu rascher Folge auf den Markt gebracht wurden, die denn auch eine vorübergehende Anspannung des Privatdiskonts zur Folge gehabt haben mögen. Fragen wir nach den Ursachen, warum trotz dieser Auflage vermehrter Auslandsanleihen das zulässige Mass offenbar nicht überschritten wurde, so sind anzuführen:

die starke Reduktion der Rohstoffbestände der Industrie; die relativ geringe Unternehmungslust infolge der schwierigen Lage der schweizerischen Industrie; die geringere Beanspruchung des schweizerischen Kapitalmarktes durch Emissionen inländischer Schuldner; die erfreuliche Hebung des Fremdenverkehrs; die steigenden Erträgnisse der industriellen und kommerziellen Auslandsanlagen; die Internationalität des schweizerischen Kapitalmarktes [1]).

Auf Grund seiner Berechnungen kommt Chavannes [5]) zum Schluss, dass die Schweiz, ohne schädliche Rückwirkungen fürchten zu müssen, jährlich bis etwa 150 Millionen Franken Auslandsanlagen erwerben könne. Ein normaler Kapitalexport in dieser Höhe ist notwendig für unsere Volkswirtschaft, er ist eine Notwendigkeit für ein Land, das, wie die Schweiz, mehr Neukapital hervorbringt, als für den legitimen heimischen Bedarf von Handel und Industrie not-

---

[1]) P. Jaberg, a. a. O.
[2]) Bundesrat Musy, Nationalratsinterpellation, Dezember 1926.
[3]) Deutsche Handelskammer in der Schweiz, Jahresbericht 1924.
[4]) N. R. Meyer, Nationalratsinterpellation, Dezember 1926.
[5]) E. Chavennes, a. a. O.

wendig ist. Beschränkung der Kapitalausfuhr durch gesetzliche Verbote hat immer schwere wirtschaftliche Störungen zur Folge gehabt, treibt direkt zur Kapitalflucht und erschüttert das Vertrauen. Die einzigen geeigneten Massnahmen gegen übermässigen Kapitalexport sind Festigung des Vertrauens in die Finanzpolitik, Herstellung des Gleichgewichts im Staatshaushalt, Abkehr von der zu starken Belastung des Kapitals durch Steuerauflagen. Die Volkswirtschaft muss eben als Ganzes betrachtet werden, wenn man abwägen will, welchen Produktionszweigen man die neugebildeten Kapitalien zufliessen lassen soll, ob der Landwirtschaft, der Industrie, dem Handel oder dem Ausland, wobei natürlich die nationalen Bedürfnisse, die Sicherheit des Kapitals und des Erträgnisses in Berücksichtigung gezogen werden müssen [1]).

* * *

Anlässlich der öffentlichen Diskussion der Frage des Kapitalexportes ist eine Anzahl von Vorschlägen, Wünschen und Forderungen aufgestellt worden, die im Anschluss an die Zusammenfassung der von Gegnern und Befürwortern des Kapitalexportes geltend gemachten Gesichtspunkte zeigen sollen, in welcher Weise und in welcher Richtung die mit dem Kapitalexport angeblich oder wirklich verbundenen Nachteile zu mildern oder zu beseitigen seien.

Da ist vor allem das Verhältnis zwischen den Grossbanken und der Schweizerischen Nationalbank, beziehungsweise dem eidgenössischen Finanzdepartement von Bedeutung: schon am 26. Juni 1922 fand auf Einladung des Finanzdepartements in Bern eine Aussprache über die damalige Lage des Kapitalmarktes und die Frage des Kapitalexportes zwischen den Vertretern der Banken (Bankenkartell, Kantonalbankenverband, Bankiervereinigung), der Nationalbank und dem Volkswirtschaftsdepartement statt. Damals war eine einzige ausländische Anleihe von 20 Millionen Franken (Stadt Amsterdam) in der Schweiz untergebracht, wovon mehr als die Hälfte vom Ausland gezeichnet wurde. Eine zweite Anleihe von 50 Millionen Franken (Cie. des Chemins de fer Paris—Orléans) war soeben von den Banken übernommen worden. In Übereinstimmung mit den Ansichten der beiden Departemente erklärten sich die Banken auch weiterhin bereit, möglichste Zurückhaltung in der Übernahme ausländischer Anleihen zu üben und derartige Operationen nur dann durchzuführen, wenn in Verbindung damit der schweizerischen Industrie Aufträge erteilt werden [2]). Die Banken erklärten sich im weiteren bereit, der Nationalbank von der Übernahme ausländischer Emissionen Kenntnis zu geben, wenn nach Meinung des Finanzdepartements solche Mitteilungen für statistische Zwecke als Wegleitung für die Finanzpolitik des Bundes und die Devisenpolitik der Nationalbank von Wert sein sollten. Dagegen dürfen diese Mitteilungen nicht als Basis für die Ausübung einer Kontrolle des Bankgewerbes durch die Nationalbank dienen. Auch in Bankierskreisen wird zugegeben, dass der Staat im Interesse der Allgemeinheit die Pflicht hat, der Kapitalanlage nach dem Ausland seine Aufmerksamkeit zu schenken,

[1]) Bank Guyerzeller A.-G., Monatsbericht, März 1926.

[2]) Vgl. Basler Nachrichten, 27. Juni 1922 und 21. August 1923.

jedoch ohne sich in die Privatwirtschaft einzumischen. Eine Einwirkung des Staates könnte erfolgen:

1. durch die Börsengesetzgebung, welche die Zulassung ausländischer Wertpapiere an unsern Börsen nach volkswirtschaftlichen Grundsätzen regeln soll. Möglich wäre dies durch ein unter der Ägide des Bundes abzuschliessendes Konkordat über die Zulassungsbedingungen ausländischer Wertpapiere und der Aktien und Obligationen der schweizerischen Finanzierungs- und Kontrollgesellschaften ausländischer Konzerne an den Börsen von Basel, Zürich und Genf;
2. durch die Stempelsteuergesetzgebung, die durch Staffelung der Steuersätze den wirtschaftlich wünschbaren ausländischen Wertpapieren Erleichterungen gewähren könnte in der Meinung, dass gute internationale Titel auch für die Kotierung an schweizerischen Börsen gewonnen werden können.

Je besser die Qualität der Anleihe, um so weniger erträgt sie allzu hohe Lasten und wird zugunsten von Anleihen geringerer Qualität, die diese höheren Lasten notgedrungen auf sich nehmen, vom Markt abgedrängt [1]). Die gewissenhafte Prüfung in der Zulassung fremder Wertpapiere zum Handel an schweizerischen Börsen und die Verständigung der drei Hauptbörsen des Landes über die Zulassung ist eine schon oft erhobene Forderung. Abzulehnen sind natürlich die Bestrebungen gewisser Kreise, die Zulassung fremder Titel prinzipiell zu behindern. Es ist erforderlich, dass grösstes Gewicht auf die genaue Prüfung der zu placierenden Auslandstitel, insbesondere auch hinsichtlich deren Ertragsverwendung, gelegt wird. Gefordert wird, dass nur solche ausländische Effekten in den Handel gebracht werden sollen, deren Sicherheit derjenigen ähnlicher schweizerischer Papiere ebenbürtig ist und über welche sich der schweizerische Gläubiger jederzeit rasch und zuverlässig informieren könne [2]). Für die Liquidität der ganzen Volkswirtschaft ist es wichtig, dass die in die Depots der Banken, Fondsverwaltungen, Versicherungsgesellschaften und des Publikums gelangenden Wertschriftenbestände zum grösseren Teil ebenfalls an grossen Auslandsbörsen gehandelt werden. Die Hauptforderungen sind also: Liquidität und Sicherheit.

Ganz versagt sollte der Kredit jedem sein, der das in ihn gesetzte Vertrauen durch Nichterfüllung seiner Verbindlichkeiten missbraucht hat. Die Geldgeber sollten durch ablehnende Haltung gegenüber neuen Kreditansprüchen zu erreichen suchen, dass kein säumiger Schuldner neues Kapital erhält, bevor er seine bisherigen Verpflichtungen erfüllt hat [3]).

Die mannigfachen in den Nachkriegsjahren gemachten schlechten Erfahrungen mit solchen Schuldnern, die ihren Verpflichtungen absichtlich nicht oder nur teilweise nachgekommen sind, haben zum Schutz des im Ausland investierten schweizerischen Kapitals verschiedene Vorschläge gezeitigt. Am leichtesten durchzuführen ist die Beibehaltung und der Ausbau der von der Schwei-

[1]) P. Jaberg, a. a. O.
[2]) J. Friedrich, Kapitalexport, «Schweizerland» 1916/17, Heft 6.
[3]) Rob. La Roche, Bankiertag Zürich, September 1927.

zerischen Bankiervereinigung gebildeten Komitees zum Schutz gefährdeter schweizerischer Kapitalinteressen im Ausland. Von anderer Seite wird die Schaffung eines Generalinspektorates zur Überwachung der Auslandskapitalanlagen empfohlen, das sich über die finanzielle und politische Lage der Schuldner auf dem laufenden zu halten hätte [1]). Ein weiterer Vorschlag endlich geht auf Gründung einer schweizerischen Zentralstelle für in- und ausländische Kapitalinteressen, bestehend aus je drei Vertretern der Schweizerischen Bankiervereinigung, des Handels- und Industrievereins, der Börsen und einem Vertreter der Nationalbank. Diese Organisation könnte auch als Prospektprüfungsstelle figurieren [2]). Die Einbeziehung der Inlandsanlagen begegnet jedoch von seiten kompetenter Vertreter aus Bankkreisen schwerwiegenden Bedenken. Noch weiter geht der Wunsch nach Abschluss einer Konvention unter den Mitgliedern des Völkerbundes, worin sie sich zur Respektierung der unterzeichneten Anleihensverträge verpflichten oder, falls sich dies als unmöglich erweisen sollte, nach einer Zusammenfassung der in den einzelnen Ländern bestehenden Schutzkomitees zu einem internationalen Schutzorganismus, der eine «schwarze Liste» jener Staaten und Gesellschaften zu veröffentlichen hätte, welche ihren in den Anleihensverträgen eingegangenen Verpflichtungen nicht nachkommen und deren Anleihen von jeder Börsennotiz ausgeschlossen werden müssten [3]).

Bei Übernahme von Auslandsemissionen sollte darauf Bedacht genommen werden, gewisse spezielle Vorteile für die Schweiz, wie Berücksichtigung der heimischen Industrie, Wahrung von Handelsvertragsinteressen etc., zu erlangen. Wenn also auch zu begrüssen ist, dass zur Förderung der Interessen der einheimischen Industrie dem Ausland Kreditfazilitäten zur Verfügung gestellt werden, so ist doch zu fordern, dass die Bonität der Anlagen nicht zugunsten der Interessen der Industrie geopfert wird [4]). Die Absatzmöglichkeiten unserer Industrie können nicht allein auf der einfachen Form des Warenangebots im Ausland aufgebaut werden, diese Absatzmöglichkeiten müssen durch Mitarbeit des Kapitals, d. h. des Kapitalexportes, gefördert werden. Es ist widersinnig, einerseits die exportfördernde Tätigkeit der Banken zu verlangen, anderseits die ausländischen Emissionen aufs schärfste zu verurteilen, ja als unpatriotische Handlung hinzustellen [5]).

Die Bestrebungen der schweizerischen Banken, die Vorteile unserer geographischen Lage, unseres verhältnismässigen Kapitalreichtums und hohen Ansehens unserer führenden Institute im Ausland einzusetzen, um unserem Kapitalmarkte und unseren Börsen internationale Bedeutung zu geben, werden leider durch den Widerstand wirtschaftlich einseitig eingestellter Kreise vielfach gehemmt. Das Bankgewerbe ist eine Industrie, die wie jede andere Anspruch auf die Sympathie der Behörden und der öffentlichen Meinung hat; es braucht keinen

---

[1]) E. Chavannes, a. a. O.

[2]) E. Walder, Basler Nachrichten, 24. März 1925.

[3]) J. Clerc, Basler Nachrichten, 24. März 1925.

[4]) Schweiz. Bankiervereinigung, Jahresbericht 1923.

[5]) Prof. Dr. J. Landmann, Exportförderung mit bankmässigen Mitteln, Vortrag 18. Oktober 1913.

besondern Schutz, wünscht aber, dass man es in der Ausübung seiner legitimen Geschäfte nicht behindert [1]).

Ebensowenig wie früher wird in Zukunft das Problem des Kapitalexportes mathematisch oder systematisch zu lösen sein; es wird immer unter dem Gesichtspunkt bestehender Verhältnisse beurteilt werden müssen, und es ist deshalb ebenso unrichtig, den Kapitalexport für eine Volkswirtschaft unter allen Umständen zu fordern, als ihn grundsätzlich zu bekämpfen. Für die Schweiz scheinen die Vorteile der Kapitalanlagen im Ausland die Nachteile um ein beträchtliches zu überwiegen, und deshalb ist eine grundsätzliche Bekämpfung des Kapitalexportes, wie sie in erster Linie von Bauernseite, gelegentlich auch von industriellen, aber nicht der Exportindustrie angehörenden Kreisen betrieben wird, verfehlt und nicht im Interesse der schweizerischen Volkswirtschaft liegend [2]).

[1]) L. Dubois, a. a. O.
[2]) H. Kurz, a. a. O.