Zeitschrift: Archiv des Historischen Vereins des Kantons Bern

Herausgeber: Historischer Verein des Kantons Bern

Band: 86 (2010)

Artikel: Staatsbildung ohne Steuern : politische Ökonomie und Staatsfinanzen im Bern des 18. Jahrhunderts

Autor: Altorfer-Ong, Stefan

Kapitel: 5: Die bernischen Auslandsinvestitionen

DOI: https://doi.org/10.5169/seals-1071012

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften auf E-Periodica. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen sowie auf Social Media-Kanälen oder Webseiten ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Mehr erfahren

Conditions d'utilisation

L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. La reproduction d'images dans des publications imprimées ou en ligne ainsi que sur des canaux de médias sociaux ou des sites web n'est autorisée qu'avec l'accord préalable des détenteurs des droits. En savoir plus

Terms of use

The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. Publishing images in print and online publications, as well as on social media channels or websites, is only permitted with the prior consent of the rights holders. Find out more

Download PDF: 08.01.2026

ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, https://www.e-periodica.ch

5 Die bernischen Auslands-investitionen

Am 22. Juni 1720 verkaufte der Bankier Samuel Müller in London 261 Aktien der *South Sea Company* aus dem Besitz der bernischen Republik für 26.5 Mio. Batzen (198 730 Pfund Sterling). Diese Titel waren knapp ein Jahr früher für etwa ein Siebtel des Preises gekauft worden. Damit wurde der 22. Juni 1720 zum vermutlich profitabelsten Tag für den bernischen Staat seit der Erbeutung des Kriegsschatzes von Karl dem Kühnen in der Schlacht von Grandson 1467.[659] Doch unglücklicherweise für Bern konnte Müller den spektakulären Gewinn nicht an den Säckelmeister auszahlen, da er inzwischen selbst bankrott war und die bernischen Spekulationsgewinne in London von seinen Gläubigern beschlagnahmt wurden. Auch wenn diese Episode aus dem Sommer 1720 keineswegs repräsentativ für die Investitionsstrategie der bernischen Republik war, so zeigt sie doch, wie wichtig die im Ausland investierten Summen für den Staatshaushalt geworden waren.[660]

Seit der bahnbrechenden Studie von Julius Landmann zu den bernischen Auslandsinvestitionen vor über einem Jahrhundert fand das Thema in der Forschung lange Zeit wenig Beachtung.[661] Landmanns Erkenntnisse wurden zwar breit rezipiert, jedoch kaum mit zusätzlichen Analysen ergänzt.[662] Ein Artikel von William Monter zu Investitionen von Schweizern im England des 18. Jahrhunderts erwähnte den bernischen Staat – als den mit Abstand grössten Investor aus der Schweiz – mit keinem Wort.[663] In jüngerer Zeit erfreute sich das Thema wieder grösserer Beliebtheit. Nick Linder hat den Zusammenbruch des mit den staatlichen Anlagen betrauten Bankhauses *Malacrida & Cie.* im Detail studiert.[664] Béla

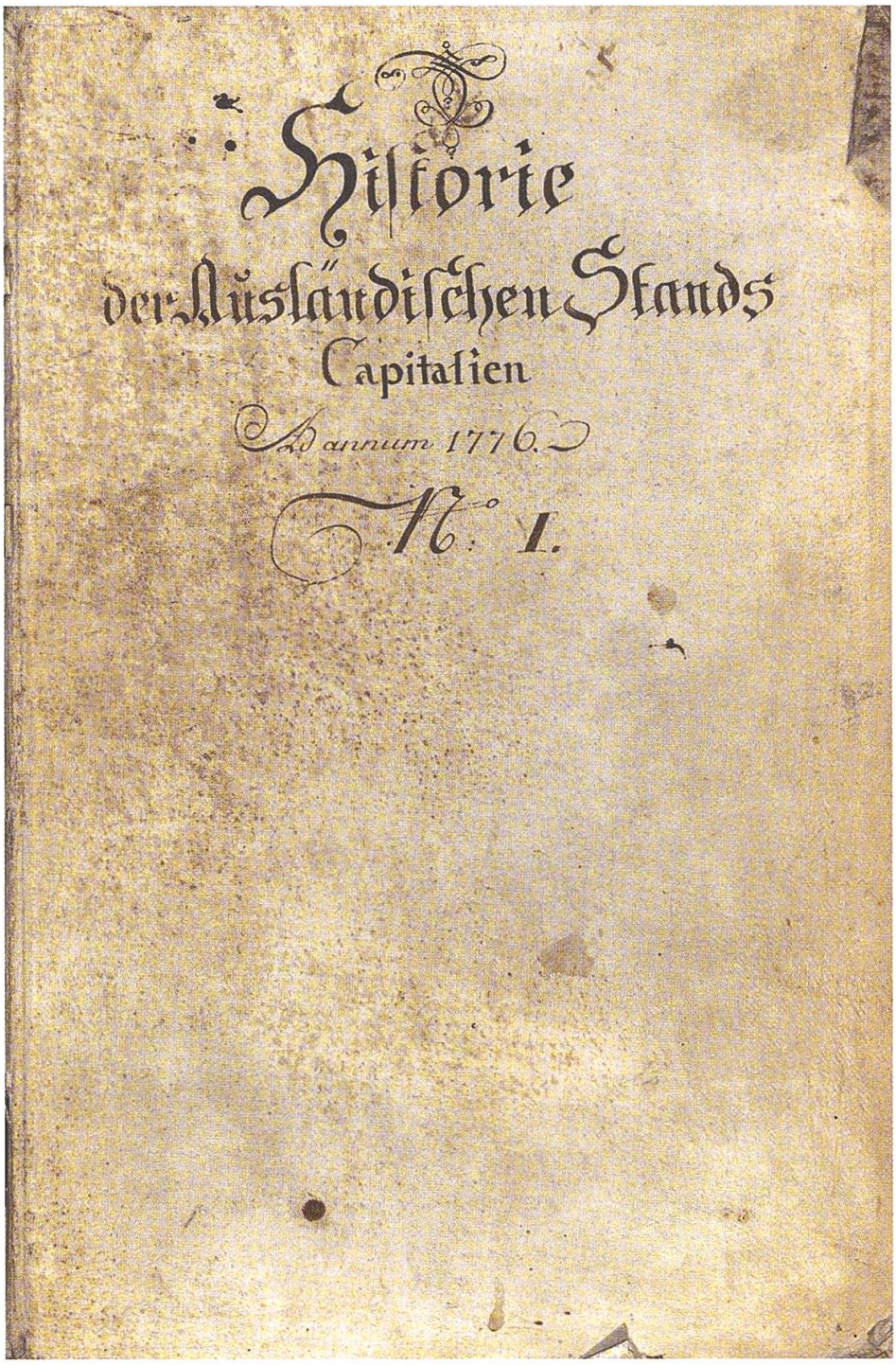


Abb. 20: *Historie der Ausländischen Stands Capitalien* (Titelblatt), StABE B VII 2389. Die ausländischen Kapitalanlagen aus dem bernischen Staatsschatz galten zwar als gut gehütetes Geheimnis, doch waren sie gerüchteweise den interessierten Beobachtern bekannt. Das Staatsarchiv Bern verfügt über ein handgeschriebenes Buch zum Thema: die 1776 verfasste *Historie der Ausländischen Stands Capitalien.* Der Zweck des Dokuments ist unklar; vermutlich diente das Buch zur Information und Ausbildung von neuen Mitgliedern der Regierung und Verwaltung.

Kapossy dagegen untersuchte das Wechselspiel zwischen den ausländischen Kapitalanlagen und den politischen Ideen in und über Bern.[665] Schliesslich liegen vom Autor dieses Buches Untersuchungen über das Investorenverhalten der Republik im 18. Jahrhundert vor, insbesondere während der Krise von 1720, auf denen dieses Kapitel inhaltlich weitgehend beruht.[666]

Die Hauptquelle für die empirische Analyse über Berns Auslandsinvestitionen ist ein von Hand geschriebenes Buch aus dem Jahr 1776 mit dem Titel *Historie der Ausländischen Stands Capitalien,* welches im Staatsarchiv Bern aufbewahrt wird (vgl. Abbildung 20).[667] Die Funktion des Dokuments ist nicht vollständig geklärt; vermutlich diente es zur Information und Ausbildung künftiger Ratsmitglieder über einen der Grundpfeiler der bernischen Staatsfinanzen. Auch Landmanns Studien beziehen sich stark auf das Dokument und können stellenweise beinahe als Quellenedition dienen.[668] In Ergänzung zur *Historie* wurden auch die Abrechnungen über die Auslandsinvestitionen und Gutachten aus der Finanzverwaltung analysiert.[669] Um die bernischen Investitionen in den grösseren Zusammenhang der *Financial Revolution* in Nordeuropa zu stellen, konnte auf zum Teil unpublizierte Preisangaben von anderen Forschern zurückgegriffen werden, insbesondere von Larry Neal und Gary Shea.[670]

Ein grosses Problem beim Berechnen des Werts der bernischen Guthaben im Ausland war die Vielfalt von Währungen im Europa des 18. Jahrhunderts, die in den bernischen Rechnungsbüchern nur teilweise standardisiert wurden. Dort wurde parallel in Pfund Sterling, Reichstaler und Bernischen Kronen gerechnet, da sich ihr relativer Wert verändern konnte. Insoweit liegt der Sachverhalt ähnlich wie beim heutigen System flexibler Wechselkurse; ein bedeutender Unterschied besteht allerdings darin, dass die genauen Wechselkurse für das 18. Jahrhundert nicht bekannt sind und vermutlich auch vielen Zeitgenossen weniger zuverlässig bekannt waren als heutigen Marktteilnehmern. Das Problem kann umgangen werden, indem Paritätskurse zwischen den Rechnungen verwendet werden, die sich aus dem Edelmetallgehalt von schweren Münzenprägungen der jeweiligen Währungen ergeben (vgl. Tabelle 20).

Diese Paritätskurse waren im Zeitverlauf relativ stabil, konnten aber vom Wechselkurs im Markt abweichen, sobald auf Grund der zunehmenden Nachfrage eine Währung mit Aufgeld gehandelt wurde.[671] Sofern nicht ausdrücklich erwähnt, beruhen sämtliche Währungsumrechnungen in diesem Kapitel auf Paritätskursen für bernische Taler (abgekürzt mit dem Symbol *Thl*), wobei ein Taler 30 Batzen entsprach. Der Taler wurde deshalb gewählt, weil er die Hauptwährung

der Buchhaltung über die ausländischen Kapitalanlagen war. Für Investitionen in London werden die Werte ebenfalls im Pfund Sterling (£) angegeben.

Symbol	Währung	Ort	Parität
Thl	Taler	Bern	1
Bz	Batzen	Bern	0.333
Kr.	Krone	Bern	1.2
BE-Lb.	Pfund (Bernpfund)	Bern	4
L.	Livre Suisse («alter Franken»)	Bern	3
£	Pound Sterling	Grossbritannien	0.225
R.	Reichstaler	Reich	1.153
fl.	Gulden (Reichsgulden)	Reich	2
Hfl.	Gulden (Holländ. Gulden)	Niederlande	2.5

Tabelle 20: Umrechnungskurse für Währungen in Berner Taler, basierend auf Paritätskursen

Quellen: Furrer (1995); Körner/Furrer/Bartlome (2001); McCusker (1978); J. Schneider et al. (1992); Tuor (1977). Vgl. auch Altorfer-Ong (2007): Abschnitt VII-13 für weitere bernische Währungen.

5.1 Der Weg zur produktiven Anlage des Staatsschatzes

Zu Beginn des 18. Jahrhunderts verfügte die bernische Obrigkeit, wie oben bereits erwähnt, über einen beträchtlichen Staatsschatz in ihrem Gewölbe. Er war ursprünglich als Kriegskasse angelegt worden, konnte diese Funktion jedoch in doppelter Hinsicht nicht mehr vollständig wahrnehmen. Erstens nahm der Bedarf nach grossen Mengen von Bargeld tendenziell ab, da auf dem Kapitalmarkt relativ rasch und zuverlässig Geld aufgenommen werden konnte. Zweitens musste Bern seine Bargeldreserve nie anwenden, sodass sich im Verlauf der Jahrzehnte ein Bestand gebildet hatte, der die tatsächlichen Bedürfnisse einer Kriegskasse überstieg. Das Horten von Bargeld schloss diese Mittel von einem produktiven Gebrauch aus und hatte entsprechend hohe ökonomische Opportunitätskosten. Die bernische Obrigkeit sah es deshalb an der Zeit, über eine produktivere Verwendung eines Teils ihres Staatsschatzes nachzudenken. Zunächst wurde Geld im Inland angelegt, ab 1710 folgten Darlehen ins Ausland.

Frühe Investitionen aus dem Staatsschatz

Der bernische Staatsschatz erfüllte seinen primären Zweck als Kriegskasse bei verschiedenen Gelegenheiten. Während des Konflikts um die Neuenburger Erbfolge 1699 sträubte sich Bern gegen Frankreichs Ansprüche auf das benachbarte und verbündete Fürstentum, indem Truppen dorthin entsendet wurden. Ein anonymer Berner spottete daraufhin in einem Brief an den französischen Botschafter, dass nun die halb verrotteten Gelder aus dem Staatsschatz erhoben und für eine Miliz ausgegeben wurden, die dies dringend nötig habe.[672] Der Zweite Villmergerkrieg gegen die katholischen Orte der Eidgenossenschaft von 1712 wurde ebenfalls aus dem Staatsschatz finanziert.[673] In den 1790er-Jahren wurde hingegen die Verteidigung der Westgrenze vor allem durch den Verkauf von Auslandsanlagen finanziert, währenddem der Staatsschatz unangetastet blieb (vgl. oben, Abschnitt 3.4).

Einzelne Regierungsmitglieder hatten bereits früh erkannt, dass die Münzen des Staatsschatzes der Geldzirkulation entzogen wurden und so negative Auswirkungen auf die Staatsfinanzen und die Volkswirtschaft haben konnten.[674] In ihren Augen schadete der Abfluss von Edelmetall dem bernischen Handel, was jedoch, wie weiter unten noch zu zeigen sein wird, eine weitgehend unbegründete Befürchtung war. Angesichts des grossen Kapitalüberhangs auf bernischem Gebiet kann davon ausgegangen werden, dass die wirtschaftlichen Auswirkungen eines Geldabflusses in den Staatsschatz gering waren. Zeitgenössische Autoren führten Berns negative Handelsbilanz und den Mangel an «gutem Geld» (gemeint ist harte Währung, also Edelmetall) als verschlimmernde Umstände dazu an. Diese Ansicht wurde 1687 durch den neu gegründeten Kommerzienrat vertreten. In einem Gutachten an den Grossen Rat bezeichnete dieser Geld als das Blut, das den politischen Körper am Leben erhalte:

«Gleich wie die ordentliche Circulation deß Geblüets in dem natürlichen Leib eines Menschen, denselben die Gesundheit und daß Leben erhalteet, deßen Verstock oder Verfließung hingegen ihm schwär Krankheiten und den Todt selsten verursacht; also kan in dem politischen Leib einer Republiq, die flußige Reichtumb an Gelt und roulierender Parschaft, der selben daß wohl weßen verhalten, der Geltmangel und die Armuth aber große Ungelegenheit, ja bißweilen wohl gar den Undergang verursachen wie solches daß Historium genugsam bey zu brinen ware.»[675]

Obwohl das Gutachten die wirtschaftliche Auswirkung des Staatsschatzes mit einem Geldabfluss verglich, schlug das Gremium nicht vor, Mittel daraus zu investieren, schon gar nicht im Ausland. Die bernische Obrigkeit brauchte über zwei Jahrzehnte, um zu diesem Schluss zu kommen. Als eine Inspektion des Staatsschatzes 1697 ergab, dass dort nicht genügend Geld lag, um eine Armee von 30 000 Mann während eines Jahres zu finanzieren, beschäftigte sich der Geheime Rat mit der Aufgabe, wie dieses Ziel erreicht werden konnte.[676] Seine Entscheide sind leider nicht bekannt, doch kam es zu diesem Zeitpunkt zu keinen Kapitalanlagen im Ausland. Erst zwölf Jahre später entschied sich die Obrigkeit dazu, ihr Vermögen im Ausland zu investieren. Allerdings gab es in Berns Geschichte Vorläufer zu den Darlehen von 1710 an Holland und England.

Seit seiner Gründung als spätmittelalterlicher Stadtstaat hatte Bern dem Adel der umliegenden Territorien Geld geliehen, wobei die Obrigkeit sehr wohl um die politische Hebelwirkung von Anleihen wusste. Falls ein Schuldner Berns nicht mehr zahlen konnte, wurden seine Ländereien und Titel beschlagnahmt, die als Darlehenspfand hinterlegt worden waren. Dies war eine der Hauptexpansionsstrategien in der Entwicklung zum Territorialstaat. Den grössten Coup landete Bern gemeinsam mit Freiburg 1554/55, als die Ländereien des Grafs von Greyerz übernommen wurden, nachdem dieser zahlungsunfähig geworden war.[677] Anleihen an benachbarte Fürsten waren deshalb stets gleichzeitig eine Investition und ein politisches Werkzeug zum Gewinnen von Einfluss. Dies galt nicht nur für das Verhältnis zu anderen Staaten, sondern auch innerhalb der Republik, etwa gegenüber dem Landadel. Hier wurden durch Darlehen klientelistische Beziehungen und Abhängigkeiten verstärkt, um politischen Einfluss über Rivalen und Untertanen zu gewinnen. Ulrich Pfister argumentierte, dass diese finanziellen Abhängigkeiten zwischen Schuldnern und Gläubigern in der Alten Eidgenossenschaft wichtiger waren als feudale Abhängigkeitsverhältnisse.[678]

Während des 16. Jahrhunderts war Bern sehr aktiv im Gewähren von Anleihen an andere Schweizer Orte sowie an protestantische Staaten in ganz Europa.[679] Auch die französische Krone erhielt Darlehen, wobei es sich vorwiegend um Zahlungsaufschübe für bernische Söldnertruppen handelte. Die notorisch schlechte Zahlungsmoral der französischen Könige gab der bernischen Obrigkeit auch erste Erfahrungen im Umgang mit Schuldnern, die ihren Verpflichtungen nicht nachkamen und auf Grund ihrer Macht nicht dafür belangt werden konnten. Als beste Lösung stellte sich die Vermeidung von solchen Darlehen heraus, woran sich die bernische Regierung seit dem 17. Jahrhundert hielt; allerdings bestanden selbst

im 18. Jahrhundert noch offene Forderungen an Frankreich, die auf die Regierungszeit von François I zurückgingen. Sie wurden von der bernischen Regierung 1720 auf 630 000 Taler geschätzt.[680] Die Angelegenheit wurde verschiedentlich zwischen Bern und den französischen Botschaftern in Solothurn verhandelt.[681] Während des 17. Jahrhunderts waren die bernischen Forderungen nach ausstehenden Zinszahlungen jeweils in Form von Salzlieferungen beglichen worden, die üblicherweise für ein paar Jahre ausgerichtet wurden, worauf es erneut zu Verhandlungen kam. Die Schulden wurden allerdings nie zurückbezahlt, und es wurden darauf auch keine Schuldzinsen bezahlt. Sie mussten deshalb abgeschrieben werden, sodass sie weder in der *Historie* noch in den Abrechnungen über die ausländischen Kapitalanlagen Erwähnung fanden.

Für Frankreich war das Nicht-Zurückzahlen seiner Schulden gegenüber Bern weniger finanzpolitisch als geopolitisch motiviert. Das Kalkül der französischen Machthaber und ihrer Vertreter in der Eidgenossenschaft war, dass ein Schuldner-Gläubiger-Verhältnis die franzosenfeindlichen Gefühle in Bern zu zähmen half. Die mögliche Rückzahlung der Schulden wurde als Trumpfkarte für politische Verhandlungen gesehen, die nicht ohne Gegenleistung aufgegeben werden sollte. Sorgen um die Kreditwürdigkeit der französischen Krone scheinen dabei sowohl für die französische als auch für die bernische Regierung nur eine geringfügige Rolle gespielt zu haben. 1794 erhielt die Angelegenheit der offenen französischen Schulden eine neue Dimension, als die bernische Obrigkeit aufgefordert wurde, ihre Forderungen für eine Umwandlung in *Assignats,* dem Papiergeld der revolutionären Regierung, anzumelden. Die Berner standen vor dem Dilemma, entweder ihre Forderungen aufzugeben oder aber die neue Regierung Frankreichs anzuerkennen. Sie entschieden sich – man könnte fast sagen, in gut bernischer Manier – erst einmal dazu, nichts zu tun und abzuwarten. Ein Gutachten riet, *«lieber mit Geduld auf zu erhoffende günstigere Zeitumstände zu warten, als einen Schritt zu thun, welcher von schlimmen politischen folgen seyn könnte»*.[682]

Eine andere Möglichkeit für die potenzielle Anlage von Mitteln aus dem Staatsschatz war der Kauf von Ländereien und Titeln, die der Republik einverleibt werden konnten. Allerdings kamen solche Objekte innerhalb des Territoriums oder in unmittelbarer geografischer Nähe nur äusserst selten auf den Markt. Falls dies dennoch der Fall war, dann interessierten sich oftmals auch patrizische Familien dafür, diese Ländereien oder Titel in ihren eigenen Besitz zu bringen, anstatt sie für den Staat zu kaufen. Im Verlauf der Jahrhunderte hatte sich die Republik dennoch auf diese Art verschiedene kleinere Herrschaften einverleibt, wie die

Herrschaft Castelen (Kasteln) im Jahr 1732.[683] In den 1700er-Jahren kam es zudem zum Bestreben, dem Kaiser das benachbarte Fricktal abzukaufen. Bern bot verschiedentlich an, dieses Territorium zu kaufen, doch die Habsburger hätten es lieber als Pfand für eine Anleihe verwendet. Da die bernische Obrigkeit eine Abhängigkeit vom Kaiser als (notorisch unzuverlässigem) Schuldner verhindern wollte, schien ihr diese Lösung weniger attraktiv. Während eines erneuten Kaufversuchs im Jahr 1737 konnte einzig ein politischer Aufstand das Geschäft verhindern, sodass das Fricktal habsburgisch blieb.[684]

Schliesslich gab es für die bernische Obrigkeit auch die Möglichkeit, ihr überschüssiges Geld auf dem einheimischen Kapitalmarkt zu investieren. Da Handels- und Gewerbekredit in Bern beinahe inexistent waren, bestand beinahe der ganze Kapitalmarkt aus Bodenkredit, der wiederum fast ausschliesslich für Agrarzwecke verwendet wurde. In ihrer Eigenschaft als Gesetzgeber hatte die Obrigkeit die nötigen Voraussetzungen geschaffen, dass ein Markt für *Gülten* als grundgesicherte Darlehen entstehen konnte, wobei ihr Preis obrigkeitlich festgelegt und nicht über einen Marktmechanismus bestimmt wurde.[685] Da die Patrizier als Privatleute wichtige Mitspieler auf dem bernischen Kreditmarkt waren, entstand ein Interessenkonflikt mit dem Staat, weil beide Seiten im Wettbewerb um attraktive Anlageobjekte waren. Die Obrigkeit hatte ihr Portfolio an einheimischen Krediten mit dem *Auskauf* von 1677 schlagartig erhöht. In diesem Jahr wurden per Erlass alle Gülten verboten, die bernischen Boden als Pfand für Darlehen von Ausländern, verstanden als Personen ohne Wohnsitz im bernischen Territorium, verwendeten. Gleichzeitig bot die Obrigkeit den ausländischen Gläubigern an, ihre Forderungen abzukaufen (deshalb der Ausdruck *Auskauf*) und die Gülten in den inneren Zinsrodel der Republik zu übernehmen. Für die Schuldner bedeutete dies, dass ihre Gülten zu den gleichen Konditionen wie bisher weiterliefen und sich einzig der Adressat der jährlichen Zinszahlungen änderte. Die Übernahme dieser Gülten war für den Staat mit einem geringen Risiko verbunden, da die Qualität des Kreditportfolios bereits von den ausländischen Geldgebern sichergestellt worden war. Die Obrigkeit profitierte somit von ihrer Macht als Gesetzgeber, um für sich selbst gute Kredite zu sichern. Zur Finanzierung des Auskaufs wurde ein einmaliger Beitrag von einer Million Batzen aus dem Salzhandel verwendet und eine weitere halbe Million dem Staatsschatz entnommen.[686] Allerdings waren die Summen, die auf dem einheimischen Kreditmarkt investiert werden konnten, relativ gering im Vergleich zu den gesamten Staatseinnahmen und -ausgaben. Seit dem ausgehenden 17. Jahrhundert hatte die Republik auch privaten Schuldnern

und Unternehmen Kredite gewährt, um die einheimische Wirtschaft zu stimulieren.[687] Dies hatte jedoch negative Folgen für den einheimischen Kreditmarkt, da in Bern schlicht zu wenig Nachfrage bestand, um das Überangebot an finanziellen Mitteln aufzunehmen. In der Ökonomie wird heute von *Crowding Out* gesprochen, wenn eine Regierung durch die Ausgabe von Staatsschulden dem Kapitalmarkt Mittel entzieht, die sonst in der Wirtschaft produktiver angelegt worden wären.[688] Im Bern des 18. Jahrhunderts lässt sich genau das Gegenteil beobachten, da die Obrigkeit als Kreditgeber, nicht als Schuldner auftrat. Dieses Problem wurde durch den Auskauf noch verstärkt.

In Bern wurden, wie für die Frühneuzeit üblich, die Zinsen von der Obrigkeit durch Wuchergesetze festgelegt (vgl. dazu Abschnitt 2.5). Philip T. Hoffmann, Gilles Postel-Vinay und Jean-Laurent Rosenthal beschrieben die entsprechende Situation in Frankreich als einen *Priceless Market* (ein Wortspiel, welches sowohl mit *Markt ohne Preis* als auch mit *unbezahlbarem Markt* übersetzt werden kann).[689] Da die Zinsen, also der Preis für das Ausleihen von Geld, durch den Staat festgelegt wurden, konnte im Kapitalmarkt kein Gleichgewicht von Angebot und Nachfrage über den Preis entstehen; zudem konnten die Gläubiger das Risiko eines Kredits nicht durch einen höheren Zinssatz berücksichtigen. Sie hatten nur zwei Möglichkeiten: einen Kredit zum festgelegten Satz zu gewähren oder kein Geld zu leihen, wobei Letzteres als *Kreditrationierung* bezeichnet wird. Investitionsentscheide wurden dabei auf Grund von Informationen über die Bonität von Schuldnern gefällt.[690] Hier verfügte der bernische Staat über einen grossen Wettbewerbsvorteil durch seinen exklusiven Zugang zu juristischen und administrativen Archiven, der zu einem Informationsvorsprung über andere Gläubiger führte. Dies traf auch auf Patrizier als Privatpersonen zu, die als Landvögte Zugang zu nichtöffentlichen Informationen über die Bonität von Schuldnern hatten. Bezüglich des wirtschaftlichen Hauptproblems von Kreditrationierung, einem damit verbundenen Kreditmangel, gibt es für Bern im *Ancien Régime* keine Anzeichen. Ganz im Gegenteil, auf Grund des Kapitalüberhangs fanden potenzielle Geldgeber keine genügend sicheren Möglichkeiten zum Erzielen eines stetigen, arbeitsfreien Einkommens durch Geldausleihe. Wie in der übrigen Eidgenossenschaft beschränkte der Mangel an produktiven Investitionsmöglichkeiten die Nachfrage nach Kredit. Zu einem Kapitalüberhang kam es nicht zuletzt deshalb, weil weder Steuern noch Kriege die Vermögensbildung behinderten, was in letzter Konsequenz zu einem massiven Kapitalexport führte, der durch einen spezialisierten Bankensektor ermöglicht und gefördert wurde.[691]

Selbst wenn der einheimische Kapitalüberhang Patrizier als Privatpersonen dazu veranlasste, ihr Geld in Paris, London oder Amsterdam anzulegen, so war doch der Entscheidungsprozess zur ausländischen Geldanlage durch die Republik komplex. Er war begleitet von kritischen Stimmen, sowohl innerhalb als auch ausserhalb der Obrigkeit. Beispielsweise teilte Abraham Stanyan die oben diskutierte Sicht des Kommerzienrats über den Mangel an Geldzirkulation in Bern und war entsprechend skeptisch bezüglich der wirtschaftlichen Auswirkungen von Auslandsinvestitionen. Seiner Ansicht nach müsse jeder, der versuche, eine Handelsbilanz für Bern aufzustellen, sich darüber wundern, dass überhaupt noch Geld im Land vorhanden sei. Der Mangel an harten Münzen werde durch die staatliche Politik des Hortens im Staatsschatz und durch Auslandsinvestitionen noch verstärkt.[692] Der Mangel an einheimischen Investitionsmöglichkeiten wurde von Stanyan dagegen nicht thematisiert.

Die Darlehen von 1710

1709 forderte der Grosse Rat den Geheimen Rat auf, nach ausländischen Anlagemöglichkeiten zu suchen, wie *«eine Nahmhaffte Summa müßig liegenden Oberkeitl. Gelts mit Sicherheit umb* [zu] *gebührendem Zinß anzuwenden* [angelegt] *getrachtet werden möchte* [...] *damit der außlauff gestoppet werden thut deß ganzen landts an gelt retroviert seye»*.[693] Die Voraussetzungen dazu waren gut. Der veränderte Charakter des öffentlichem Kredits im 18. Jahrhundert hatte dessen politische Bedeutung etwas verringert, da von einer direkten Geldvergabe zwischen Regierungen (oder zwischen Privatpersonen und Regierungen) ein allmählicher Übergang zur unpersönlichen Finanzierung über den Kapitalmarkt stattfand. Dies erleichterte die Kreditvergabe für finanzielle – anders als für rein politische – Zwecke. Als der Grosse Rat sich 1709 dazu entschied, Kreditverhandlungen mit England und den holländischen Generalstaaten aufzunehmen, standen beide Staaten im extrem kostspieligen Spanischen Erbfolgekrieg mit Berns geopolitischem Hauptrivalen, König Louis XIV von Frankreich. Die Republik Bern hatte damals ein schwaches Bündnis mit den Generalstaaten und verhandelte über einen Verteidigungspakt mit England, der jedoch nie zustande kam. Die treibende Kraft hinter diesen Aktivitäten war Schultheiss Johann Friedrich Willading, seines Zeichens Anführer der franzosenfeindlichen Partei und reichster Berner.[694] Neben religiöser Solidarität spielten bei der Unterstützung der protestantischen Mächte

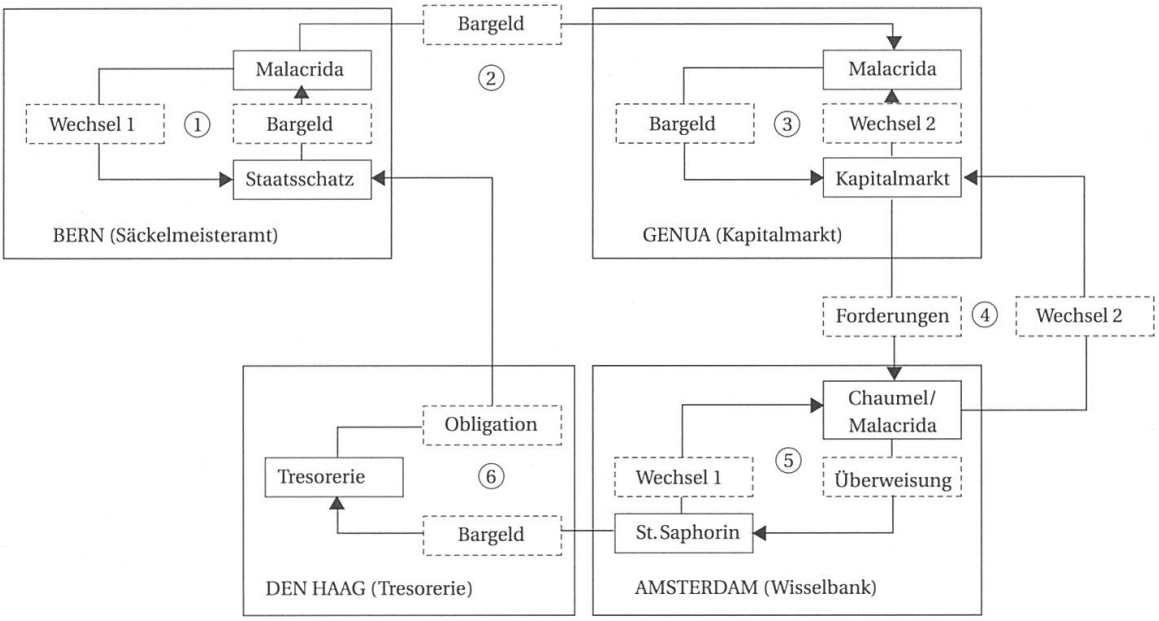
wohl ebenso die persönlichen Kontakte nach Holland eine Rolle, wo bernische Söldnerregimenter stationiert waren. Die Republik Holland, die grösste Teilrepublik der Generalstaaten, erhielt schliesslich 1710 ein Darlehen von rund 690 000 Berner Talern (bzw. 600 000 Reichstalern). Dafür stellte die Tresorerie in Den Haag sechs Obligationen mit einem Nennwert von je 100 000 Reichstalern und einer Laufzeit von 15 Jahren aus, die jährlich zu 4% verzinst wurden.[695] Ein weiteres Darlehen der Republik Bern ging an Königin Anne von England, und zwar im Umfang von 666 666 Berner Talern (150 000 Pfund Sterling). Auf diesem Betrag musste ein jährlicher Zins von 6% bezahlt werden, wofür die englische Krone Einkünfte aus Abgaben auf Wein und anderen Konsumgütern verpfändete.[696] Auffallend ist der grosse Unterschied in der Höhe der Schuldzinsen, die als Risikoprämie für die weniger gesunden Staatsfinanzen Englands zu verstehen ist.[697] Insgesamt lagen die von Bern gewährten Darlehen an Holland und England weit über dem Betrag von einer Million Taler, den der Grosse Rat ursprünglich zur Anlage im Ausland bestimmt hatte.[698]

Das Überweisen der Darlehen an ihre Empfängerländer erwies sich als ein kompliziertes Unterfangen, da Wechselbriefe – die bevorzugte Form des bargeldlosen Zahlungsverkehrs in der Frühneuzeit – zwischen Bern und holländischen oder englischen Finanzplätzen nicht einfach gekauft werden konnten. Gemäss Markus Denzel war Bern, wie die übrigen Schweizer Städte, nicht in das europäische Wechselsystem integriert.[699] Dies lag vor allem in der geringen Handelstätigkeit begründet, die zu keiner bedeutenden Nachfrage nach Wechseln führte. Ein direkter Kauf von Wechselbriefen bei Kaufleuten wäre nur zu exorbitant hohen Gebühren möglich gewesen. Für das englische Darlehen anerbot sich Stanyan in seiner Funktion als englischer Botschafter bei den protestantischen Orten der Eidgenossenschaft, den vollen Betrag in Bern in Form von Bargeld zu beziehen.[700] Er wollte die Summe anschliessend nach Oberitalien transportieren, um dort Zahlungen an Englands Verbündete zu leisten. Die Holländer dagegen bestanden darauf, dass der Darlehensbetrag in Den Haag zu bezahlen war.

Der bernische Gesandte zu den Friedensverhandlungen in Den Haag, François Louis de Pesmes de Saint Saphorin, der bei der Aushandlung der Darlehen eine wichtige Rolle gespielt hatte, beriet die Obrigkeit auch hinsichtlich der Überweisung des Geldes nach Norden. Dazu war er selbst auf Unterstützung durch befreundete Kaufleute angewiesen, die von der Sache etwas verstanden. St. Saphorins Korrespondenz mit Schultheiss Willading enthält interessante Informationen über zwischenstaatliche Finanztransaktionen zur damaligen Zeit.[701] St. Saphorin

präsentierte einen ausgeklügelten Plan, wie die Mittel via Genua und Amsterdam nach Den Haag überwiesen werden konnten (vgl. Grafik 70).

St. Saphorin schlug vor, Bargeld nach Genua zu transportieren, wo auf dem Markt Wechselbriefe auf Amsterdam gekauft werden konnten, die auf Grund der vorteilhaften Wechselkurse sogar einen Gewinn abwarfen. Die bernische Obrig-



1. 3-monatiger Wechsel auf St. Saphorin (Wechsel 1)
2. Bargeldtransport nach Genua
3. Kauf von 2-monatigen Wechseln auf Amsterdam (Wechsel 2)
4. Einlösen von Wechsel 2 durch Chaumel, Malacridas Korrespondent
5. Einlösen von Wechsel 1 durch Überweisung in der Wisselbank (in fl. banco)
6. Einzahlung des Geldes durch St. Saphorin gegen Obligation (in fl. kurant)

Grafik 70: Transfer der Darlehenssumme von 1710 von Bern nach Amsterdam

Quelle: basierend auf dem *Livre Argent Anabaptistes* (StABE B I 94). Vgl. auch Altorfer (2003): 65 (Grafik 1).

keit musste darauf achten, den Markt nicht allzu sehr aus dem Gleichgewicht zu bringen, indem sie zu viel Geld auf einmal transferierte. Ausserdem galt es zu verhindern, dass Spekulanten Wind von dem Transfer bekamen, da dies unwillkürlich zu einem Zerfall des Wechselkurses geführt hätte. Die Obrigkeit arbeitete beim Geldtransfer eng mit der einzigen Bank in Bern zusammen, der Firma *Malacrida & Comp.* Die Bank war durch Patriziersöhne gegründet worden, die auf Grund ihrer religiösen Einstellung als Pietisten keinen Eid leisten durften und deshalb auf eine Karriere im Staatsdienst verzichten mussten.[702] Da in Italien ein grosser Geldbedarf für den Unterhalt von Truppen bestand, waren die bernischen

Geldlieferungen von hohem Wert. Ein Kauf von Wechselbriefen nach Amsterdam war zu einem vorteilhaften Kurs möglich, da eine solche Transaktion den Geldströmen entgegenlief. Andererseits konnte für künftige Friedenszeiten die umgekehrte Situation erwartet werden, da Norditalien eine negative Handelsbilanz mit Holland und England aufwies. Bern konnte somit einen *Aggiotage*-Gewinn auf dem Transfer erzielen.[703] Eine zweite Tranche des Darlehens an Holland wurde an Stanyan ausbezahlt, der für die Summe von 100 000 Pfund Sterling Wechsel auf London zog, von wo Geld leicht nach Amsterdam überwiesen werden konnte. Diese Route war allerdings mit Problemen behaftet, weil die Engländer ihren Zahlungsverpflichtungen nur ungenügend nachkamen.[704]

Die Darlehen von 1710 waren die bedeutendsten Einzeltransaktionen der bernischen Obrigkeit im 18. Jahrhundert und hatten entsprechend einen grossen Einfluss auf den Staatsschatz (vgl. Abschnitt 3.4). Doch so wichtig die Darlehenssumme für Bern war, so unbedeutend war sie im Vergleich zur britischen Staatsschuld, die während des spanischen Erbfolgekriegs um über 37 Mio. Pfund Sterling zunahm. Dieser Betrag entsprach rund dem 250-fachen des bernischen Darlehens.[705] Selbst bei einem Pro-Kopf-Vergleich waren die Unterschiede signifikant. Die britische Staatsschuld pro Kopf betrug rund 10.5 Pfund Sterling, während Bern rund 0.50 Pfund Sterling pro (bernischem) Kopf in London investierte.[706] Tabelle 21 zeigt weitere Vergleichszahlen zum Darlehen an die englische Krone von 1710.

Summe (£)	Vorfall	Verhältnis	Quelle
150 000	Darlehen an England	1.00	StABE B VII 2 389
98 438	Zweiter Villmergerkrieg 1712	0.66	Feller (1955): 318
142 020	Bernische Forderungen an Frankreich 1720	0.95	Feller (1955): 98
16 395 000	Britische Staatsschuld 1713	357.87	Hamilton (1947): 127
55 283 000	Britische Staatsschuld 1722	368.55	Hamilton (1947): 127
9 177 968	Kapital der *South Sea Comp.* 1711	61.19	Neal (1990): 52
38 564 180	Kapital der *South Sea Comp.* 1720	257.09	Neal (1990): 52
< 118 000	Schweizer Investitionen in London 1712	0.79	Monter (1969): 290–291
123 491	Finanzvermögen Peter Henriquez jun. 1709	0.82	Dickson (1967): 263

Tabelle 21: Vergleichszahlen zum bernischen Darlehen an England von 1710 (alle Angaben in Pfund Sterling)

Quelle: vgl. Angaben in der Tabelle. *Verhältnis* steht für das Verhältnis zum bernischen Darlehensbetrag an England.

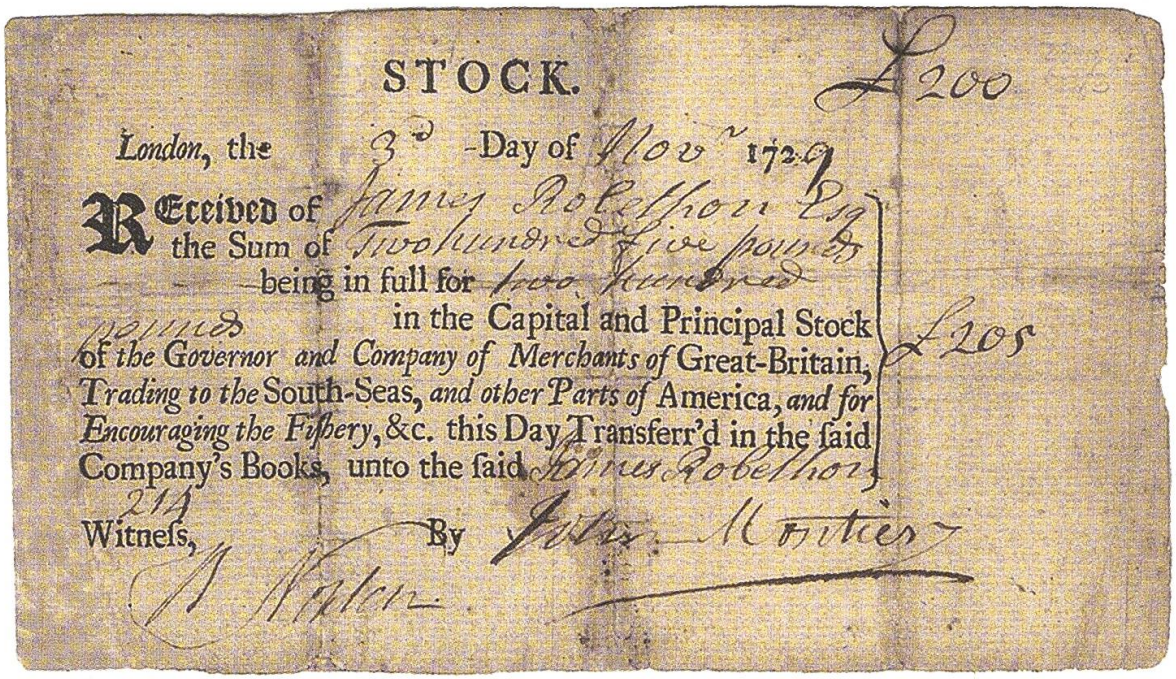
Wenn Bern damit auf einen Schlag zu einem der grössten Investoren auf dem Londoner Kapitalmarkt wurde, dann hatte dies auch mit der starken Fragmentierung des Markts als Resultat der *Financial Revolution* zu tun. Als Bern 1710 ein Darlehen von 150 000 Pfund Sterling gewährte, hatten die reichsten Investoren der Zeit wesentlich kleinere Summen im Kapitalmarkt investiert. Die Person mit dem grössten bekannten Anlagevermögen war Peter Henriquez Jr., gemäss Peter Dickson ein Mitglied der «kosmopolitischen, merkantilen Plutokratie der City», der insgesamt Wertschriften im Wert von 120 000 Pfund Sterling hielt (allerdings ohne Berücksichtigung von Investitionen in die *South Sea Company,* für die keine Informationen verfügbar sind).[707] Die gesamten Investitionen von Schweizern in London beliefen sich gemäss William Monter im Jahr 1709 auf 25 000 Pfund Sterling und neun Jahre später auf etwas mehr als 150 000 Pfund Sterling. 1712 hielten Bürger von Bern knapp 17 000 Pfund Sterling in Aktien der *Bank of England,* wozu ein Besitz von knapp 9000 Pfund Sterling an Aktien der *East India Company* in den Händen von Einwohnern der Waadt kamen.[708] Die Aktionärsverzeichnisse der *Bank of England* für 1720 zeigen Aktien zum Nennwert von knapp 10 000 Pfund Sterling im Besitz von Bernern sowie rund 12 000 Pfund Sterling fünf Jahre später; Waadtländer hielten weitere 4000 Pfund Sterling (1720) und 6000 Pfund Sterling (1725).[709] Da die Aktionärsverzeichnisse der *South Sea Company* nicht überliefert sind, können die Guthaben in ihr nicht zuverlässig rekonstruiert werden. Das einzige verfügbare Verzeichnis aus dem Jahr 1723 zeigt 44 Berner Bürger als Investoren, die zusammen Aktien im Nennwert von 35 000 Pfund Sterling hielten, verglichen mit einem Guthaben von 235 000 Pfund Sterling im Namen der Republik Bern, die damit der grösste Einzelinvestor der Gesellschaft war.[710]

Investition auf dem ausländischen Kapitalmarkt

Als die bernische Obrigkeit im April 1719 ihre Investitionsstrategie änderte, spielten *Malacrida & Comp.* wiederum eine bedeutende Rolle. Zum ersten Mal in seiner Geschichte kaufte Bern Aktien einer privaten Handelsgesellschaft, der *South Sea Company,* auf dem Markt beziehungsweise an der Börse.[711] Weniger als ein Jahrzehnt früher hatte der Deutsch-Säckelmeister Alexander von Wattenwyl noch an St. Saphorin geschrieben, dass englische Aktien für den Staat zu riskant waren: *«Les actions en Angleterre, quoy que d'un profit considerable, nous paraissent requerir trop de mouvements et de soin – de sorte que nous ne pensons point d'en*

acheter.»[712] Es ist nicht klar, was den Meinungsumschwung in Bern herbeiführte. Der Grosse Rat wurde im Januar 1719 darüber informiert, dass das Darlehen an Königin Anne vor Ablauf seiner Laufzeit zurückbezahlt werde, und zwar im Rahmen einer Aktion zur Umstrukturierung der britischen Staatsschuld.[713] Die bernischen Proteste beim englischen Gesandten fruchteten nichts, sodass die Obrigkeit entweder das Geld aus London abziehen oder es auf dem Kapitalmarkt in britische Schuldtitel investieren musste. Zu Letzterem riet ein Gutachten des geheimen Rats. Das Dokument schlug zu diesem Zweck den Kauf von *5%-Lottery Annuities* vor, die als *«von dem Parlement aufgerichtet, und so solid als keine anderen»* bezeichnet wurden. Vom Kauf von Aktien der *Bank of England,* der *South Sea Company* oder der *East India Company* wurde hingegen abgeraten, da diese Fonds *«alle* [...] *starcken revolutionen oder veränderungen unterworffen»* seien.[714] Die Partnerfirma von *Malacrida & Comp* in London und damit Berns Bankier an der Themse, *Muller & Comp,* führten jedoch den Auftrag des Grossen Rats zum Kauf von *Land Tax Tallies* (Schuldverschreibungen der Regierung, die durch Bodensteuern gesichert waren) nicht aus. Stattdessen schlugen sie den Kauf von Aktien der *South Sea Company* vor.[715] Die Obrigkeit rang sich durch, zunächst ein paar Aktien *«zu einem probier streich»* zu kaufen, und investierte schliesslich die gesamte Darlehenssumme von 150 000 Pfund Sterling auf diese Weise (vgl. Abbildung 21).[716]

Damit gehörte Bern zum wachsenden Kreis von Investoren in Aktiengesellschaften, deren Hauptgeschäft die Kreditvergabe an die britische Regierung war. Ihr Auftreten war eine Folge der *Financial Revolution.*[717] Investoren konnten von einer Reihe von Innovationen profitieren, die zu einer raschen Expansion des Kreditmarkts geführt hatten, sowohl in seiner Breite als auch in seiner Tiefe. An ihrem Ursprung lag eine Staatsfinanzierung, die auf der Verpflichtung des Parlaments bestand, die Staatsschuld durch regelmässige Zinszahlungen abzusichern. Diese finanzierte Staatsschuld *(Funded Debt)* wurde dann in handelbaren Schuldtiteln wie Annuitäten (Leibrenten) oder Obligationen herausgegeben. Da die Verwaltung solcher Titel für die Regierung ziemlich aufwendig war, wurden in einem zweiten Schritt grössere Tranchen der Staatsschuld an private Aktiengesellschaften verkauft und nicht mehr an einzelne Investoren auf dem offenen Markt. Diese Aktiengesellschaften, wie die *Bank of England* oder die *South Sea Company,* verfügten über parlamentarische Privilegien und waren personell eng mit den massgebenden politischen Kreisen verknüpft.[718] Die Aktiengesellschaften finanzierten die Übernahme der Staatsschuld dadurch, dass sie zusätzliche Aktien ausgaben. Ein solcher *Debt-for-Equity Swap,* also die Umwandlung von Schulden in



STOCK. £200

London, the 3d Day of Nov 1729

Received of James Robertson Esq the Sum of Two hundred Five pounds being in full for two hundred pounds in the Capital and Principal Stock of the Governor and Company of Merchants of Great-Britain, Trading to the South-Seas, and other Parts of America, and for Encouraging the Fishery, &c. this Day Transferr'd in the said Company's Books, unto the said James Robertson £205

Witness, By John Mortier

Abb. 21: Aktie der *South Sea Company,* 1729, ca. 18 x 10.2 cm, Stiftung Sammlung historischer Wertpapiere, Olten. Bern investierte ab 1719 in Aktien der Südsee-Kompanie. Während der Südsee-Spekulationsblase von 1720 erzielte die Republik phänomenale Gewinne, die jedoch durch den Konkurs von *Muller & Comp* in London verloren gingen. Die Besitzer von Aktien wurden in Aktionärsverzeichnissen vermerkt, wodurch Aktien – im Gegensatz zu Obligationen – aus bernischer Sicht als besonders sicher galten. Die Aktionärsverzeichnisse der Südseekompanie sind bis auf eine Ausnahme von 1723 nicht überliefert.

Aktien, hatte für den einzelnen Investor den Vorteil, dass er anstelle von schwer verkäuflichen Schuldverschreibungen des Staats Aktien erhielt, die er einfach an der Börse handeln konnte. Somit profitierten die Investoren von einer Liquiditätsprämie, wofür sie tiefere Schuldzinsen in Kauf nahmen.[719] Die Regierung dagegen profitierte von tieferen Finanzierungskosten für ihre Staatsschuld, was ihr das Verfolgen von geopolitischen Zielen in einer zuvor unbekannten Grössenordnung ermöglichte.[720] Der Preis für dieses Arrangement lag in der Verpflichtung, nach den Regeln des Kapitalmarkts zu spielen und damit die Bonität und Zuverlässigkeit der Regierung hochzuhalten, indem die Zinszahlungen auf der Schuld regelmässig erfolgten und auf Abwertungen verzichtet wurde.[721]

Amsterdam und London hatten sich zu den bedeutendsten und innovativsten europäischen Finanzplätzen des 18. Jahrhunderts herausgebildet.[722] Die beiden Städte waren durch ein verlässliches Netzwerk von Zahlungen, Informationen und Rechtsprechung verbunden.[723] Ausserhalb der Achse London–Amsterdam blieben die Finanzmärkte jedoch schlecht miteinander verknüpft, und Informationen zirkulierten nur langsam. Weil die Innovationen der *Financial Revolution* so radikal waren, konnten Kinderkrankheiten nicht ausbleiben, sodass ständig Finanzkrisen drohten. Betrachter, die der Effizienz von Finanzmärkten skeptisch gegenüberstehen, wie Charles Kindleberger oder Edward Chancellor, sahen in solchen Finanzkrisen irrationale Spekulation, Manie und Übertreibung. Andere Autoren, wie Larry Neal oder Peter Garber, interpretierten dagegen die Finanzkrisen als Reaktion auf die Unsicherheiten, die jeden ökonomischen Fortschritt begleiten und die auf dem Weg hin zu einem gesünderen Finanzsystem unabdingbar waren.[724] Selbst im Nachhinein ist es oft schwierig, Wandel von Krise zu unterscheiden; zudem stimmten die Beobachtungen von Zeitgenossen oft nicht mit den messbaren, statistisch auswertbaren Finanzindikatoren überein und hatten einen Hang zur übermässigen Dramatisierung.[725] Gerüchte über die Zahlungsunfähigkeit Grossbritanniens waren im 18. Jahrhundert weit verbreitet, sodass etwa David Hume sogar einen freiwilligen Staatsbankrott forderte.[726] Doch trotz all den Unsicherheiten und Unannehmlichkeiten boten die neuen Finanzmärkte relativ sichere Anlagemöglichkeiten für Investoren. Im Vergleich zu Land, Handelswaren oder Nahrungsmitteln waren Finanzanlagen die einfachste Art, ein reguläres und zuverlässiges Einkommen zu erzielen. Und die bernische Obrigkeit wollte diese Möglichkeit nicht unbenutzt lassen.

In ihrer Rolle als Regierung mit ausländischem Aktienbesitz – und damit gewissermassen als Vorläufer heutiger *Sovereign Wealth Funds* – war Bern beinahe

einmalig.[727] Andere eidgenössische Orte folgten seinem Beispiel, jedoch mit bedeutend geringeren Summen.[728] Einzig Solothurn hatte vermutlich zeitlich noch früher als Bern im Ausland Geld angelegt, als es ab 1698 Obligationen auf das Rathaus von Paris hielt, die im Zuge der Mississippi-Finanzkrise von 1720 wertlos wurden. Es ist nicht klar, ob diese Obligationen auf dem Kapitalmarkt gekauft wurden oder ob sie durch eine Umwandlung bestehender Schulden der französischen Krone entstanden sind. Als engster Verbündeter der Franzosen und Sitz ihres Botschafters bei der Eidgenossenschaft hatte Solothurn enge politische Verbindungen nach Frankreich, sodass hinter der Investition wohl eher eine politische Gefälligkeit als eine Finanzanlage stand.[729] Aus Bern selbst gab es eine Reihe weiterer institutioneller Investoren, wie etwa die Metzgerzunft, die ab 1725 Aktien der *South Sea Company* hielt. Gleiches taten vermutlich auch viele Familienkisten, wobei hierzu nur vereinzelte Angaben überliefert sind. Es kann davon ausgegangen werden, dass sie dem Beispiel der Auslandsinvestitionen der Republik meist mit Verspätung und in wesentlich kleinerem Stil folgten.[730] Gleiches gilt für Privatinvestoren aus Bern. William Monter fand für das Jahr 1709 nur einen einzigen bernischen Aktionär (obwohl es nachweislich noch mindestens einen weiteren gab) und deren 15 im Jahr 1712.[731] Gemäss den Aktionärsverzeichnissen der *Bank of England* lag die Anzahl ihrer Berner Aktionäre 1720 bei 13, fünf Jahre später bei 20.[732] Weitere institutionelle Investoren in London kamen aus den Niederlanden, wo Waisenhäuser, Spitäler oder Familienkisten oft englische Wertschriften kauften.[733] Mit Hessen-Kassel gab es zudem einen anderen europäischen Staat, der im späten 18. Jahrhundert auf dem Londoner Kapitalmarkt investierte. Der dortige Landgraf kaufte mit seinen Einkommen aus Söldnerdiensten für die britischen Könige aus dem Haus Hannover Aktien. Interessanterweise hatte der Landgraf selbst noch in den Jahren 1738 bis 1750 und 1758 bis 1763 von Bern Anleihen erhalten, wobei 1774 ein weiteres Gesuch abgelehnt wurde. In einem internen Gutachten wurde der bernischen Obrigkeit von einer Anlage in Hessen-Kassel abgeraten, *«weil* [...] *dieser Hof einen allzugrossen Kriegsstaat und nicht genugsame Ökonomie führe»*.[734]

Zusammenfassend können die bernischen Auslandsinvestitionen letztlich als eine Konsequenz der beschränkten Anlagemöglichkeiten im eigenen Land und den damit verbundenen tiefen Renditen auf einheimischen Kapitalanlagen gelten. Da die Obrigkeit dazu übergegangen war, das unproduktive Horten von Bargeld zu beschränken, und nicht im Inland investieren konnte, blieben als einziger Ausweg Auslandsinvestitionen. Die ersten Darlehen an verbündete Staaten waren

noch vorwiegend politisch motiviert, doch ihre Umwandlung in reine Finanzanlagen war dies nicht mehr. Sie wurde im Gegenzug durch finanzielle Innovationen ermöglicht, die Kapitalmärkte unpersönlicher und sicherer gemacht hatten.

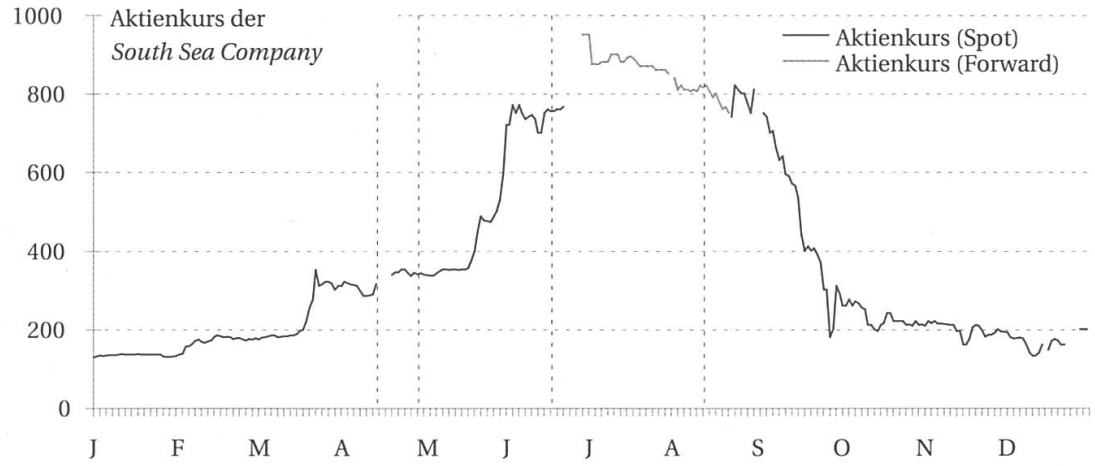
5.2 Reaktion auf die Finanzkrise der *South Sea Bubble*

Das Verhalten von Investoren wird oft in Krisen besonders offensichtlich. Allerdings kann eine Analyse von Investorenverhalten auf alleiniger Basis von Krisenreaktionen zu einer verzerrten Wahrnehmung führen. Diese wird durch eine ungleiche Überlieferung noch verstärkt. Zeitgenossen und Historiker haben die Neigung, sich eher über aussergewöhnliche Vorfälle zu äussern als über das vermeintlich ereignislose Tagesgeschäft. Edwin Perkins hat dies auf den Punkt gebracht mit der Aussage, dass meist die Bösewichte alle Aufmerksamkeit erhalten.[735] Vor diesem Hintergrund muss auch die Reaktion der bernischen Obrigkeit auf die Extremereignisse der Finanzkrise von 1720, der *South Sea Bubble,* gesehen werden. Die Krise hatte einen bedeutenden Einfluss darauf, wie und wo die Republik Bern ihr Geld anlegte.[736]

Die *South Sea Bubble* von 1720 war eines der dramatischsten Ereignisse auf den Finanzmärkten des 18. Jahrhunderts.[737] Die Krise ereignete sich, als der Preis für Aktien der Südseekompanie in einer Spekulationsblase enorm stieg und beim Platzen der Blase zusammenbrach. Die Südseekompanie hiess mit offiziellem Titel *Governor and Company of Merchants of Great Britain trading to the South Seas and other Parts of America and for Encouraging the Fishery* (vgl. Abbildung 21). Trotz diesem Namen bestand ihre Hauptaktivität nicht im Fernhandel, sondern in der Verwaltung der britischen Staatsschuld.[738] Die *South Sea Company* hatte sich 1719 den Vertrag zur Übernahme der gesamten kurzfristigen britischen Staatsschuld gesichert, der später auf einen Grossteil der übrigen Schulden des Königreichs erweitert wurde. Dabei handelte es sich um das Paradebeispiel eines oben beschriebenen *Debt-for-Equity Swaps.* Das Unternehmen gab zwischen April und August 1720 Subskriptionsscheine aus, also Anteilszahlungen für Aktienbesitz, in welche die Gläubiger der Regierung ihre Schuldtitel umwandeln konnten.[739]

Da die Konditionen zur Umwandlung von Staatsschulden in Aktien der *South Sea Company* nicht von der Regierung festgelegt worden waren, hatten die Direktoren der Südseekompanie ein Interesse daran, ihren Aktienkurs in die Höhe zu

treiben, um ein attraktiveres Umtauschverhältnis zu erzielen. Mit allen legalen und anderen Mitteln versuchten sie, die Investoren davon zu überzeugen, ihre Schuldverschreibungen auf die Regierung gegen Aktien einzutauschen. Solange der Aktienkurs bis im Juni 1720 stieg, war dies für die Investoren tatsächlich ein lohnendes Geschäft. Als jedoch bekannt wurde, dass die Direktoren ihre Verspre-



Grafik 71: Aktienkurs der South Sea Company, 1720

Quelle: Neal (1990): Anhang, basierend auf *Castaing's Course of the Exchange;* Tageskurse stammen aus der ICPSR Study 1008: http://dx.doi.org/10.3886/ICPSR01008. Der Nennwert einer Südsee-Aktie war 100 Pfund Sterling. Die Preise zwischen 24. Juni und 22. August sind Terminkurse für die Wiedereröffnung der Aktionärsbücher: vgl. auch Anmerkung 741. Vertikale Linien stehen für Aktien-Subskriptionen.

chungen nicht halten konnten, platzte die Spekulationsblase, und der Aktienkurs fiel dramatisch. In Grafik 71 wird der Preis einer Südsee-Aktie im Verlauf des Jahres 1720 basierend auf Daten von Larry Neal gezeigt, der sich auf die zeitgenössische Publikation *Castaing's Course of the Exchange* bezog.[740] Da die Gesellschaft zwischen dem 24. Juni und dem 22. August ihre Aktionärsbücher zur Dividendenberechnung schloss, sind Preise in diesem Zeitraum Terminpreise für die Wiedereröffnung der Aktionärsbücher (es sind somit *Forward*- und keine *Spot*-Preise).[741]

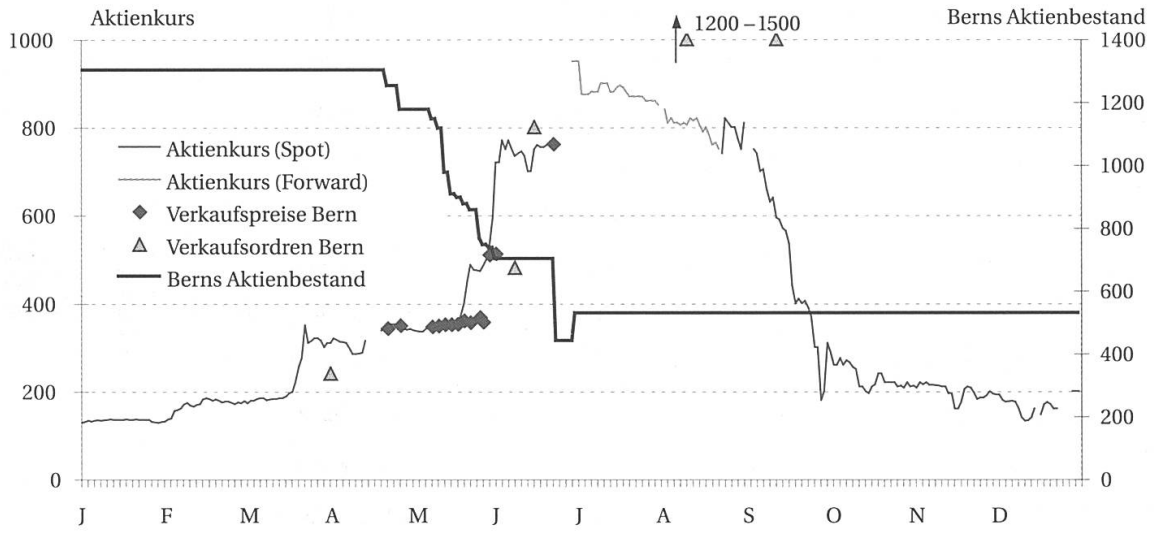
Für Larry Neal war die *South Sea Bubble,* gemeinsam mit der zeitgleichen Mississippi-Krise in Paris, das Resultat der Umwandlung von fest verzinsten, unkündbaren Staatsschulden in handelbare Aktien mit variabler Dividende. Die Spekulationsblase entstand auf Grund von Problemen bei der Einführung neuer Marktinstrumente, welche die Grundlage für die Herausbildung von London als internationalem Finanzzentrum bildeten. Die *South Sea Bubble* war somit in Neals Worten der «Urknall» für den Finanzkapitalismus in Grossbritannien.[742]

Zumindest in der Anfangsphase handelte es sich um eine rationale Spekulationsblase, da der Anstieg des Südsee-Aktienkurses durch die Bereitschaft von Investoren erklärt werden kann, für diese Anlageform eine Liquiditätsprämie zu bezahlen.[743] Edward Chancellor verwarf diese Interpretation und argumentierte, dass Neal die Liquiditätsprämie überschätze und dass Investoren für liquide Anlagen andere Möglichkeiten gehabt hätten, so die Aktien der *Bank of England* oder der *Million Bank*. Zudem sei die Umwandlung von Staatsschulden in Aktien durch die *South Sea Company* nicht der erste solche Versuch gewesen.[744] Da die Südseekompanie keine Aussichten auf Handelsgewinne hatte, war ihr Aktienkurs für Chancellor einzig eine Funktion der künftigen Zinszahlungen der Regierung auf ihren Schulden, wodurch lediglich ein Preis von rund 150 Pfund Sterling gerechtfertigt war. Die Spekulationsblase war deshalb für Chancellor eine völlig irrationale und spekulative Angelegenheit, in der jeder nach der Devise «den letzten beissen die Hunde» investierte und hoffte, dass die Preise weiter stiegen.[745] Zwischen diesen unterschiedlichen Interpretationen tendieren die meisten Ökonomen zur Ansicht von Neal.[746] Die *South Sea Company* wurde nach dem Platzen der Spekulationsblase von der Regierung mit Hilfe ihrer Rivalin, der *Bank of England,* neu kapitalisiert. Sie sollte sich fortan einzig noch um die Verwaltung der Staatsschuld kümmern, wurde dabei aber enger überwacht als zuvor.

Als Bern im April 1719 Aktien der *South Sea Company* kaufte, erwartete der Grosse Rat gemäss einem internen Gutachten durchaus einen Anstieg des Aktienkurses, falls Grossbritannien seinen damaligen Handelskrieg mit Spanien beenden und einen Frieden aushandeln konnte.[747] Die Obrigkeit war jedoch erstaunt über den tatsächlichen Anstieg des Aktienkurses, den sie in dieser Höhe nicht erwartet hatte, und der zudem wenig mit dem Handelskrieg zu tun hatte.[748] Als *Muller & Comp.* im April 1720 nach Bern berichteten, dass die Kurse in London dramatisch gestiegen seien, entschied sich der Grosse Rat, seine Aktien zu verkaufen.[749] Am 22. Juni, dem Tag vor der jährlichen Schliessung der Aktionärsbücher zur Berechnung der Dividenden, erreichte der Aktienkurs der *South Sea Company* beinahe seinen Höhepunkt. 521 Aktien der Republik Bern wurden an diesem Tag zu einem durchschnittlichen Kurs von 760 verkauft, was beinahe dem 7-fachen ihres Einkaufspreises entsprach. Die Anlage erzielte damit eine jährliche Rendite von unglaublichen 570%. Die letzten Aufträge aus Bern für den Verkauf der übrigen Aktien zu Kursen von 1200 und 1500 konnten nicht ausgeführt werden, da sie erst dann in London eintrafen, als die Kurse bereits am Fallen waren.[750] Der Aktienkurs erreichte nie die Höhe, zu der die Obrigkeit den Rest ihrer Anlage verkaufen wollte.

In Grafik 72 werden der bernische Aktienbesitz und die Verkäufe dem Aktienkurs aus Grafik 71 gegenübergestellt.

Ende Juni 1720 stand die bernische Republik mit einem Gewinn von rund 415 000 Pfund Sterling da, was sich im Vergleich zur ursprünglich investierten Summe von 150 000 Pfund Sterling sehr hoch ausnahm. In der Börsensprache



Grafik 72: Aktienkurs der *South Sea Company,* Berns Aktienbestand und Verkaufsordern, 1720

Quelle: Aktienkurs wie in Grafik 71; *Berns Aktienbestand* zum Nominalwert aus StABE B VII 2389. Für eine Liste der Verkaufsordern, vgl. Altorfer-Ong (2007): Tabelle V-3.

wird von Bullen und Bären gesprochen, wobei vereinfacht gesagt Erstere auf steigende, Letztere auf fallende Kurse setzen. Ironischerweise hatte die Republik Bern, deren Wappentier ein Bär war, während der *South Sea Bubble* eine äusserst erfolgreiche Bullen-Strategie verfolgt. Für zeitgenössische Beobachter sah dies nach einer grossartigen Operation aus. Der britische König George gratulierte der Republik für ihr finanzielles Geschick und *Applebee's Weekly Journal* beschwerte sich über Bern als einen der ausländischen Profiteure der Spekulationsmanie.[751] Qualitative Quellen aus der bernischen Verwaltung zeigen jedoch, wie sehr dieses Bild täuscht. Der spekulative Gewinn war weitgehend ungewillt entstanden, und die Republik Bern unterschied sich als Investor frappant von gut informierten Spekulanten wie etwa der Privatbank *Hoare's,* die ihrerseits eine geschickte Strategie des *Riding the Bubble* zu verfolgen schien.[752] Der Grund für die bernischen Verkäufe war in erster Linie, dass in den obrigkeitlichen Entscheidungsgremien die Sicherheit der Südsee-Anlagen auf Grund des starken Preisanstiegs in Zweifel

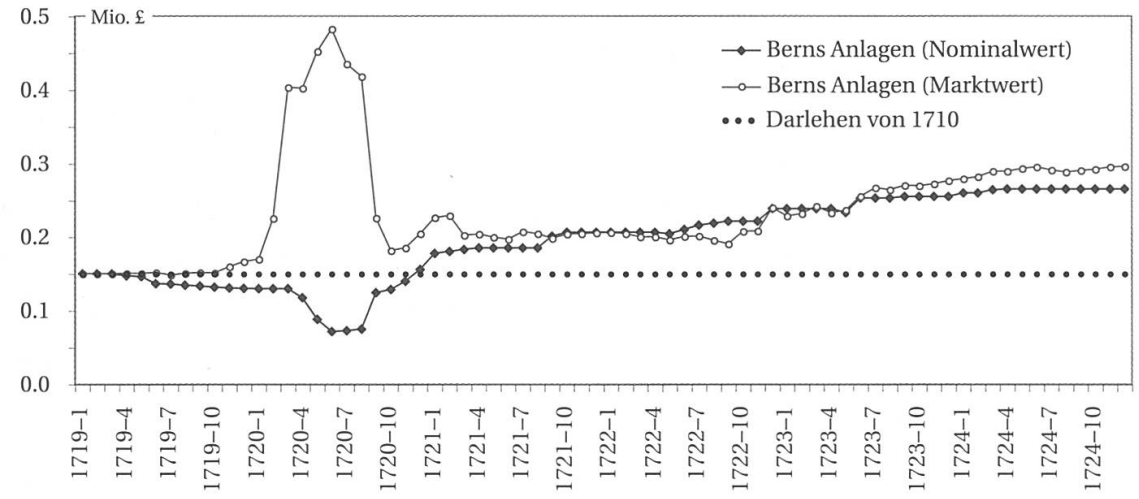
gezogen wurde.[753] Thomas Manning, der englische Gesandte in Bern, teilte diese Einschätzung. Am 19. Juni 1720 schreib er an seinen Staatssekretär James Craggs über die bernische Obrigkeit: «*Their apprehension that a fall of the stock may be as sudden and as great as the rise has been has caus'd this resolution* [d. h. den Entscheid zum Aktienverkauf]. [...] *Contented with their present gain and distrustful of the future, they think it a wise part to secure the former, and not to tempt their fortune, or rely wholly upon the latter.*»[754]

Während des ganzen Sommers 1720 blieben die bernischen Entscheidungsträger schlecht über die Lage in London informiert und rannten mit ihrem Handeln den Entwicklungen hinterher. Ein Grossteil des Gewinns war darauf zurückzuführen, dass eine Verkaufsorder aus Bern mehrere Wochen brauchte, um die Themsenstadt zu erreichen. Die Republik profitierte zunächst in hohem Masse vom opportunistischen Verhalten ihres Agenten in London, *Muller & Comp.*, die steigende Aktienkurse erwarteten und deshalb mit der Ausführung der bernischen Aufträge zuwarteten.[755] Dies war natürlich der englischen Öffentlichkeit weder bekannt, noch hätte es die Wahrnehmung von Bern als Profiteur der Krise gross zu ändern vermocht. Im Februar 1721 beschwerten sich deshalb zwei bernische Regierungsmitglieder aus London: «*[...] man spricht auch hin und wider, so dem König selbsten zu Ohren kommen, mehr von dem Profit, so unser Stand soll gemacht haben als uns lieb ist.*»[756]

Ein Grossteil des unverhofften Gewinns vom Sommer 1720 ging in den Bankrotten von *Muller & Comp.* in London sowie von *Malacrida & Comp.* in Bern verloren.[757] Sie hatten ohne Wissen der Obrigkeit die Aktien der Republik als Pfand für spekulative Kredite verwendet, die sie nach dem Platzen der Spekulationsblase nicht mehr zurückzahlen konnten. Als Folge davon wurden die bernischen Aktien in London beschlagnahmt. Zum opportunistischen Verhalten von Berns Bankiers kam es trotz ihrer Familienbande zum Patriziat und dem Wissen, dass ihr Handeln drastische Konsequenzen für Wohlstand, Macht und Einfluss ihrer Verwandten haben konnte.[758] Als unmittelbare Reaktion auf die Krise schickte die Obrigkeit zwei ihrer Mitglieder nach London, die dort vor Ort die finanziellen Interessen der Republik vertreten sollten. Einer von ihnen, Samuel Tscharner, wurde später zum ersten *Kommissarius für die Englischen Gelder* ernannt und belegte damit ein neu geschaffenes Regierungsamt, das bis 1765 existierte. Dieses wird im nächsten Abschnitt noch genauer diskutiert.[759]

Ein Hauptgrund dafür, dass Bern aus der Südseekrise keine dramatischeren Konsequenzen zog und seine Anlagen im Ausland nicht liquidierte, lag wohl dar-

in, dass die Republik im Schicksalsjahr 1720 nur einen spekulativen Gewinn verloren hatte und selbst nach dem Konkurs von *Muller & Comp.* noch über beachtliche Anlagen in London verfügte. Die Republik machte insgesamt in diesem Jahr einen stattlichen Gewinn, wie aus Grafik 73 ersichtlich ist, die den Wert der bernischen Investitionen in London zwischen 1719 und 1724 pro Monat zeigt.



Grafik 73: Berns Anlagen in London, 1719–1724 (Nennwert und Marktwert, monatliche Angaben)

Quelle: *Historie* (StABE B VII 2389) und Konten über die Ausländischen Gelder (StABE B VII B VII 2396–2473); vgl. auch Landmann (1903); Preisangaben stammen aus Neal (1990), Anhang und Dillen (1931); vgl. Anmerkung 760 für Details.

Der Marktwert der Anlage wurde mit Hilfe der Kursangaben in *Castaing's* berechnet, die von Neal ediert wurden.[760]

Während der Zeit der Südsee-Krise stieg der Wert der bernischen Anlage trotz den Aktienverkäufen dramatisch an, was sich in Grafik 73 in Form einer Abnahme des Nennwerts bei gleichzeitiger Zunahme des Marktwerts manifestiert. Nach Abschluss der Konkursverfahren in den frühen 1720er-Jahren waren die bernischen Investitionen in London immer noch mehr wert als die ursprünglich investierten 150 000 Pfund Sterling (die gepunktete Linie in Grafik 73). Wenn zudem sämtliche Lieferungen an das Schatzgewölbe in Bern vor dem Konkurs von *Malacrida & Comp.* mitberücksichtigt werden, dann lag der Gesamtgewinn während der *South Sea Bubble* weit über 100 000 Pfund Sterling.[761] Als die *South Sea Company* im Sommer 1723 ihr Kapital aufsplitterte, war die Republik Bern der mit Abstand grösste Einzelinvestor des Unternehmens, mit einem Aktienbesitz von über 255 000 Pfund Sterling (zum Nennwert von 253 000 Pfund Sterling).[762] Hätte die bernische Obrigkeit einfach ihre ursprüngliche Investition seit dem Beginn des

Jahres 1720 gehalten, dann wären ihre Aktien zu diesem Zeitpunkt nur etwas über 130 000 Pfund Sterling Wert gewesen.[763] Die Republik hielt zu diesem Zeitpunkt einzig Aktien der *South Sea Company,* womit sie über ein extrem unausgewogenes Wertschriftenportfolio verfügte. Doch während andere Investoren ihr Vermögen besser über mehrere Anlagen verstreuten, so verfügte doch keiner über ein grösseres Gesamtvermögen auf dem Finanzplatz London als die Republik Bern.[764] Die Konzentration von Berns Guthaben in einer Anlagekategorie – und ausgerechnet in Aktien der *South Sea Company,* mit denen schlechte Erfahrungen gemacht worden waren – scheint erstaunlich. Sie kann durch eine etwas sonderliche Risikoaversion erklärt werden. Der bernische Kommissär Tscharner hielt andere Anlageformen, wie festverzinsliche Annuitäten, für zu riskant, da sie als Inhaberpapiere nicht in Aktionärsverzeichnissen verzeichnet wurden.[765] In einem Gutachten aus dem Jahr 1725 bezweifelte er gegenüber dem Geheimen Rat und den Beigeordneten die Sicherheit von Aktien der *Bank of England* und der *East India Company,* da beide Gesellschaften Handel betrieben.[766] Tscharner erkannte jedoch nicht, dass ein Verteilen des Vermögens über verschiedene Anlagen das Investitionsrisiko vermindert hätte.[767]

Die Reaktion der bernischen Obrigkeit auf spätere Finanzkrisen war weniger dramatisch als die Reaktion auf die *South Sea Bubble.* Meist wurde überhaupt nicht reagiert, wie der unveränderte nominelle Bestand der bernischen Anlagen zeigt (vgl. dazu unten).[768] Während der Finanzkrisen von 1745 und 1761, die von Julian Hoppit als Krisen der öffentlichen Finanzen bezeichnet wurden, reagierte die bernische Obrigkeit antizyklisch.[769] 1745 wollte sie von den tiefen Aktienkursen profitieren und schickte deshalb zusätzliche 50 000 Taler nach London, um damit 3%ige Annuitäten zu kaufen. Ein Gutachten bezeichnete diese als *«pur parliamentarische Fonds und also am moisten gesichert,* [die] *aber wegen ihrem sehr geringen Interesse* [Zins] *am spätesten abgelöst werden sollen»* und deshalb 15% unter ihrem *«wahren und innerlichen Wert»* gekauft werden konnten.[770] Zur Hauptsorge für Bern wurde eine mögliche Rückzahlung der britischen Staatsschuld, wodurch gute Anlagemöglichkeiten verloren gegangen wären. Die Obrigkeit war sogar gewillt, in niedrig verzinste Anlagen zu investieren, solange diese nicht einfach von der Regierung zurückbezahlt werden konnten. Als zusätzliche Absicherung gegen eine Rückzahlung der britischen Staatsschuld wurden Annuitäten mit unterschiedlichen Ausgabejahren und damit mit unterschiedlichen Laufzeiten gekauft.

Somit blieben Berns Erfahrungen während der *South Sea Bubble* zwiespältig. Zum einen hatte die Obrigkeit einen enormen Gewinn erzielt, indem zum rich-

tigen Zeitpunkt im Sommer 1720 ein grosses Aktienpaket verkauft wurde. Dies war jedoch weitgehend das ungewollte Resultat einer Reihe von uninformierten Entscheidungen, langsamen Kommunikationswegen und opportunistischem Verhalten von Berns Agenten in London. Obwohl die Republik einen Grossteil ihres spekulativen Gewinns in den folgenden Bankkonkursen umgehend verlor, beendete sie das Krisenjahr mit einem wertvolleren Aktienportfolio, als sie es begonnen hatte. In den frühen 1720er-Jahren gehörte Bern zu den grössten Einzelinvestoren auf dem Londoner Kapitalmarkt, verfügte jedoch über ein wenig diversifiziertes Anlageportfolio.

5.3 Portfolioverwaltung als *Principal-Agent*-Problem

Bei der Verwaltung von Berns Auslandsportfolio handelt es sich um ein klassisches Auftraggeberverhältnis, welches mit mikroökonomischen Ansätzen der *Principal-Agent*-Theorie analysiert werden kann.[771] Das Hauptproblem, dem sich diese Forschungsrichtung widmet, ist opportunistisches Verhalten, das auftritt, wenn der Agent andere Ziele hat als der Auftraggeber *(Principal)* und dieser nicht sicherstellen kann, dass die Aufgabe in seinem Sinn erfüllt wird. Das Risiko eines auf seinen Eigenvorteil gerichteten Verhaltens des Agenten wird als *Moral Hazard* bezeichnet. Die Gefahr für *Moral Hazard* ist dann besonders hoch, wenn eine Aufgabe nur schwer zu überwachen ist, wenn die Anreize zwischen Auftraggeber und Agent nicht vollumfänglich vertraglich geregelt werden können oder wenn Information ungleich verteilt ist. In diesem Fall wird von *asymmetrischer Information* gesprochen.[772] Mehrere Studien zu frühneuzeitlichen Kapitalmärkten verwendeten explizit *Principal-Agent*-Ansätze.[773] Avner Greif untersuchte Auftraggeberverhältnisse im Fernhandel und kam zum Schluss, dass die Zeitgenossen die mit ungenügender Überwachung verbundenen Probleme, die vor allem bei einmaligen Transaktionen auftraten, durch die Zugehörigkeit zu sozialen Gruppen lösten.[774] Diese Gruppen, etwa in Form von Familien oder Religionsgemeinschaften, dienten als informelle Institutionen zur Durchsetzung von Verträgen.[775] Obwohl die Auftraggeber des 18. Jahrhunderts vor den gleichen Grundproblemen wie heutige Akteure standen, hatten sie einige erschwerende Faktoren zu überwinden. Transaktionskosten waren ungleich höher als in späteren Zeiten, und die Koordinationsmechanismen waren langsamer, da Information sehr teuer war

und zudem kein verlässlicher Rahmen zur Durchsetzung von juristischen Forderungen bestand.[776] Basierend auf den Grundlagen der *Principal-Agent*-Theorie und ihren Einschränkungen, können eine Reihe von Hypothesen über die Verwaltung von Berns Auslandsinvestitionen aufgestellt werden. Erstens war sich die bernische Obrigkeit der Probleme bei der Vertragsgestaltung bewusst, wie etwa der Entlöhnung oder Überwachung von Agenten. Zweitens musste die Obrigkeit auf Grund der fehlenden universalen Durchsetzbarkeit ihrer Rechtsforderungen im Ausland auf alternative Mechanismen zur Durchsetzung von Verträgen vertrauen. Und drittens waren Veränderungen in der Art der Verwaltung der Auslandsanlagen die Antwort auf erkannte *Agency*-Probleme. Diese Hypothesen können mit Hilfe von Dokumenten über die Verwaltung von Berns Auslandsanlagen überprüft werden.

Die Darlehen von 1710 waren vom Geheimen Rat als eine Angelegenheit der auswärtigen Beziehungen der Republik behandelt worden.[777] Nachdem sich während der Südsee-Krise gezeigt hatte, dass dieses Gremium keine Gewähr für das nötige Wissen zur Verwaltung der Finanzanlagen bot, wurden jeweils der Schultheiss und zwei Experten zu den Beratungen beigezogen. Es wurde in diesem Fall von den *Geheimen Räten und Beigeordneten* gesprochen. Die letzte Entscheidungsgewalt war auch in Bezug auf die Auslandsanlagen der Grosse Rat; die Geheimen Räte und Beigeordneten bereiteten einzig seine Entscheide vor und berichteten über wichtige Angelegenheiten.[778] Es gibt keine überlieferten Protokolle der Geheimen Räte und Beigeordneten, doch sind vereinzelte ihrer Gutachten in der Sammlung der *Responsa Prudentum* im Staatsarchiv Bern enthalten.[779]

Wie oben erläutert, wurde das Darlehen an die englische Königin 1710 an Abraham Stanyan als ihren Gesandten in Bern ausgezahlt.[780] Die Bankiers *Malacrida & Comp.* wurden mit der weiteren Verwaltung der Anlage und dem Einsammeln von Zinszahlungen beauftragt. *Malacrida* war ein Zusammenschluss mehrerer junger Patriziersöhne, die sich zum Pietismus bekannten und somit den *Assoziationseid auf die zweite Helvetische Konfession und die Einheit des Glaubens* nicht leisten konnten, der in Bern 1699 eingeführt worden war.[781] Als Folge davon durften sie keine Regierungs- und Verwaltungsämter belegen. Sie verlegten deshalb ihr Tätigkeitsfeld von der Politik in die Vermögensverwaltung und gründeten eine Bank, die von engen persönlichen Verflechtungen mit der Obrigkeit profitierte. Zusammen mit Samuel Müller, einem bernischen Bankier in London, waren sie zu *Muller & Comp.* vergesellschaftet. Wie oben beschrieben, handelten die Bankiers – allen voran Samuel Müller – bereits beim ersten Kauf von Südsee-Aktien

1719 eigenmächtig, als die Regierung ursprünglich andere Titel kaufen wollte und sich umstimmen liess. Müllers damaliger Aktienkauf war ebenso das opportunistische Verhalten eines Agenten wie das Erzielen von zusätzlichen Gewinnen in den Sommermonaten von 1720, als er die Ausführung der bernischen Verkaufsordern verzögerte. Das eigenmächtige Verhalten des Agenten konnte also durchaus auch positive Auswirkungen auf das Vermögen des Auftraggebers haben. Als jedoch Müller ohne das Wissen der bernischen Obrigkeit deren Guthaben als Pfand für spekulative Kredite benutzte, fielen grosse Verluste an, was sowohl *Muller & Comp.* als auch *Malacrida & Comp.* in den Bankrott trieb.[782] Die bernische Obrigkeit sorgte sich um ihre Guthaben in London und schickte deshalb zwei Mitglieder des Grossen Rats, Marx Morlot und Samuel Tscharner, als «Kommissäre» zur Erledigung der Angelegenheit nach London. Morlot war ein Jurist mit Fremdsprachenkenntnissen und Erfahrung in der Verwaltung, Tscharner hatte als Offizier in einem bernischen Söldnerregiment in den Niederlanden gedient.[783] Über ihr Finanzwissen ist nichts bekannt. Auf Grund ihrer Korrespondenz mit den Säckelmeistern kann gefolgert werden, dass sie mit den wichtigsten Investitionsmöglichkeiten und Finanzinstrumenten ihrer Zeit vertraut schienen; allerdings forderten sie vom Grossen Rat Unterstützung in Form eines Buchhalters an.[784]

Während Morlot bereits 1722 wieder nach Bern zurückkehrte, sollte Tscharner bis 1724 in London bleiben, um die bernischen Anlagen zu verwalten und das Konkursverfahren gegen *Muller & Comp.* zu begleiten.[785] Kurz vor dem geplanten Ende seiner Mission wurde für ihn die Stelle eines *Kommissarius für die Englischen Gelder* geschaffen. Dieses Vorgehen war für eine patrimoniale Verwaltung typisch: Ein während der Krisensituation ad hoc geschaffenes Amt blieb danach bestehen.[786] Kurz vor Tscharners Rückkehr legte der Grosse Rat Instruktionen für die zukünftige Verwaltung der bernischen Anlagen in England fest: Ein Mitglied des Grossen Rats sollte dazu gewählt und für zwei Jahre nach London entsandt werden, bei einem jährlichen Gehalt von rund 2700 Taler (600 Pfund Sterling). Zu seinen Pflichten gehörte das Einziehen von Zinsen sowie die Berichterstattung an die Geheimen Räte und Beigeordneten. Er war dem Grossen Rat Rechenschaft schuldig und wurde von einem Sekretär begleitet, der gleichzeitig als Buchhalter fungierte.[787] Auf diese Weise wurden als Reaktion auf die Krise sämtliche Finanzintermediäre von der Verwaltung des bernischen Portfolios ausgeschlossen. Die Vertragsbeziehung zwischen der Republik und den Bankiers wurde ersetzt durch eine direkte Rechenschaftspflicht (in moderner Sprechweise eine Linienverantwortung) eines Mitglieds des Grossen Rats an dieses Gremium; zudem war dieser

der Republik durch Geburt und Amtseid verbunden.[788] Die Sanktionen für allfälliges opportunistisches Verhalten seinerseits beinhalteten den Ausschluss von künftigen Ämtern sowie den Verlust an Vermögen und Ehre, den nicht nur ihn persönlich, sondern seine ganze Familie betraf.[789] Es dauerte bis 1765, bis Privatbanken wieder eine Rolle bei der Verwaltung der bernischen Guthaben in London spielten, als die Bank *Van Neck & Comp.* damit beauftragt wurde, diese zu betreuen und die Obrigkeit über finanzielle Angelegenheiten zu informieren.[790] Für die bernischen Investitionen auf dem europäischen Festland zog der Grosse Rat bereits ab 1732 wieder Bankiers bei, und zwar aus Wien, Frankfurt, Dresden, Amsterdam und Genf sowie aus Bern selbst.[791] Die Obrigkeit war bereit, einen hohen Sicherheitszuschlag dafür zu bezahlen, dass einer der Ihren in London nach den Guthaben der Republik schaute. Die Selbstausführung der Vermögensverwaltung war wesentlich teurer als die Delegation dieser Aufgabe an einen Bankier und sie verhinderte, dass von dessen Spezialwissen profitiert werden konnte. Es ist deshalb nicht erstaunlich, dass diese kostspielige Lösung verschiedentlich zu Diskussionen innerhalb der Obrigkeit führte.[792] Selbst bei der formellen Einführung des Amts eines *Kommissarius für die Englischen Gelder* 1730 hatten die Geheimen Räte und Beigeordneten darauf gedrängt, stattdessen eine Vertragsbeziehung zu einer Londoner Bank einzugehen. Sie wurden jedoch vom Grossen Rat überstimmt, der lieber eine neue und profitable Stelle für eines seiner Mitglieder schuf.[793]

Das Amt des Kommissarius glich in vieler Hinsicht dem eines Landvogts in einer der erträglichen Landvogteien der Republik.[794] Der Kommissarius wurde unter den Mitgliedern des Grossen Rats gewählt und diente während einer befristeten Amtszeit von vier Jahren, während der er ein festes Salär erhielt.[795] Die Höhe seiner Entlöhnung führte wiederholt zu Diskussionen. Die Geheimen Räte und Beigeordneten hielten eine jährliche Bezahlung von 600 Pfund Sterling (2700 Thl) für genügend und führten dafür das Argument ins Feld, dass die meisten Botschafter in London nicht einmal die Hälfte davon erhielten. Weiter könnten sich bei einem höheren Salär *«allerhand Subjecta angeben* [bewerben], *ohne sich selbsten wohl zu examinieren, ob sie hierzu alle erforderliche Capacitet hätten»*.[796] Die Mikroökonomie spricht in dieser Situation, wenn eine hohe Entlöhnung die falschen Agenten anzieht, von Antiselektion *(Adverse Selection)*.[797] Der Grosse Rat teilte diese Bedenken jedoch nicht und entschied, einem Kommissar 800 Pfund Sterling pro Jahr zu bezahlen; im Gegenzug strich er die Stelle des Sekretärs. Die hohe Entlöhnung sollte den Kommissär für den Ausfall alternativer Erwerbseinkommen entschädigen und so opportunistisches Verhalten unterbinden.

Ein Kommissär durfte weder für sich selbst noch für andere mit Wertpapieren handeln, Zinsen einziehen oder übrige Dienstleistungen erbringen.[798] Diese Ausgestaltung des Vertrags für Kommissäre zeigt, dass die Obrigkeit durchaus ein Verständnis für *Principal-Agent*-Probleme hatte, was vermutlich nicht zuletzt durch die negativen Erfahrungen mit *Muller & Comp.* bedingt war. Hinzu kam, dass Samuel Schneider, der als Sekretär für Berns ausländische Gelder nach London entsandt worden war, 1729 die ihm anvertrauten Privatvermögen mehrerer Patrizier unterschlagen hatte und damit geflüchtet war.[799]

Auch nach der Einführung des Kommissariats kamen die Diskussionen um dieses Amt nicht zur Ruhe. Bereits 1737 wurde seine Abschaffung gefordert.[800] In den 37 Jahren seines Bestehens gab es 13 dokumentierte Reformversuche für das Kommissariat, und seine Instruktionen wurden mehrmals angepasst.[801] Ein Hauptkritikpunkt war jeweils der Mangel an geeigneten Kandidaten, da eine Kombination von Faktoren das Amt trotz seiner hohen Entlöhnung unattraktiv machte. Als Kommissär musste ein Patrizier seinen Dienst fern der Heimat verrichten, während ihm in Bern mit etwas Glück bessere Karriereoptionen und besser bezahlte Landvogteistellen offenstanden.[802] Andererseits war das Leben in London teuer, und der Kommissär hatte dort, wie es ein Gutachten schrieb, *«in der Ferne eine frembde Luft zu schöpfen, ungewohnte Nahrung zu genießen, und unter einem Volk zu leben, deßen Sprache er weder ken[n]t noch versteht.»*[803] Ein weiterer Negativpunkt war, dass die Tätigkeit eher repetitiv und langweilig war, da der Kommissär nur Dividenden einziehen und Berichte an den Geheimen Rat und die Beigeordneten verfassen musste, was für ein Mitglied der Obrigkeit zugleich ungewohnt und unwürdig schien.[804] Um diesen Nachteilen der Position gerecht zu werden, gab es mehrere Anläufe für eine Salärerhöhung.[805] Durch die Abschaffung von Wahlbeschränkungen und einer Reduktion der Amtszeit sollte der Mangel an geeigneten Kandidaten behoben werden.[806] Ein Diplomat aus Basel schlug 1750 die Umwandlung des Kommissariats in eine vollwertige Gesandtschaft in London vor, stiess damit aber in Bern auf taube Ohren.[807] Die Hauptsorge der Obrigkeit lag in der Absicherung ihrer Geldanlage und Zinsforderungen vor Veruntreuung, also dem klassischen *Principal-Agent*-Problem jedes Portfoliobesitzers. Ein Gutachten schlug zu diesem Zweck eine zusätzliche Bürgschaft für Kommisssäre vor, die für die Republik Geschäfte mit namhaften Summen ausführten.[808] Dagegen wurde eingewendet, dass eine solche Bürgschaft, um wirksam zu sein, mindestens der Summe einer jährlichen Zinszahlung entsprechen müsste, also rund 1.3 Mio. Batzen (10 000 Pfund Sterling). Eine solch hohe Summe liess

es jedoch unwahrscheinlich erscheinen, überhaupt Bürgen für einen derart *«entfernten, und so vielen Fataliteten, Versuchungen und Gefahren exponierten Freund»* zu finden.[809] Die Geheimen Räte und Beigeordneten waren sich ebenso bewusst, dass eine zusätzliche Bürgschaft die Attraktivität der Stelle weiter reduzieren und damit das Kandidatenfeld einschränken würde.[810] Dass es überhaupt zu einer Diskussion über das Thema kam, zeigt jedoch, wie wichtig der bernischen Obrigkeit die Sicherheit ihrer Investitionen war.[811] Der Grosse Rat traute dem Pflichtbewusstsein seiner Mitglieder nicht gänzlich, trotz allen drohenden formellen und informellen Sanktionsmechanismen für opportunistisches Verhalten.[812] Schliesslich hatten die betrügerischen Geschäfte von *Muller & Comp.* trotz diesen drohenden Sanktionen stattgefunden.[813]

Nach der Abschaffung des Kommissariats 1765 bezahlte die Republik für die Verwaltung ihrer Guthaben in London wesentlich weniger. Gemäss dem Vertrag mit *Van Neck & Cie.* erhielt die Bank 200 Pfund Sterling pro Jahr, was weniger als einem Viertel der Kosten eines Kommissärs für Salär und Reisespesen entsprach. Die Bankiers mussten Bern gewissenhaft über relevante Neuigkeiten unterrichten. Als Sicherheit für die jährlichen Dividendenbezüge hinterlegte *van Neck* Regierungsanleihen (*3%-Consols*) zum Nennwert von 10 000 Pfund Sterling.[814] Ein Gutachten der Geheimen Räte und Beigeordneten zeigt, wie ein früheres Projekt aus dem Jahr 1737 zur Delegation der Portfolioverwaltung an das Genfer Bankhaus *Boissier & Selon* daran gescheitert war, dass Bern von ihnen verlangte, Grundstücke als Sicherheit zu hinterlegen. Die Bankiers lehnten dies ab, weil eine solche Zusatzsicherheit ihren guten Ruf und damit ihre Kreditwürdigkeit beeinträchtigte.[815] 1765 liess sich die bernische Obrigkeit anscheinend davon überzeugen, dass in der Zwischenzeit die Kosten und Risiken für eine Vertragslösung gesunken waren, was sich durch die besseren Möglichkeiten zur Überwachung von Agenten und zur Durchsetzung von juristischen Forderungen in London ebenso erklären lässt wie durch die Verfügbarkeit von besseren und rascheren Informationen.[816] Doch selbst nach der Abschaffung des Kommissariats ging die Diskussion um die Art der Portfolioverwaltung während einer gewissen Zeit weiter. Es gab Bedenken über den möglichen Verlust von finanziellen Kenntnissen innerhalb der Obrigkeit oder Zweifel an der Zuverlässigkeit der Informationen durch Bankiers. Beide Argumente wurden jedoch mit einem Verweis auf bestehende Kontakte durch Handelsleute und Privatinvestoren abgestritten, sowie mit dem Hinweis auf *«die vielen über dise Materie bündig geschribene und in allen sprachen getrukten Bücheren»* über finanzielle Themen.[817]

Der in diesem Abschnitt verwendete mikroökonomische Ansatz der *Principal-Agent*-Theorie erweist sich als hilfreicher Rahmen zur Untersuchung der Verwaltung von Berns Finanzvermögen im Ausland. Die Haupterkenntnisse sind, dass die Obrigkeit sich der Problematik der Überwachung von Agenten zumindest nach der Südseekrise bewusst war. Die teure Entsendung eines Mitglieds des Grossen Rats für die Verwaltung der Auslandsanlagen nach London zeigt, dass die Obrigkeit für die Sicherheit ihrer Portfolioverwaltung einen hohen Preis zu zahlen bereit war. Während seines Bestehens führte das Amt des Kommissärs für die Englischen Gelder wiederholt zu Kritik, da der Grosse Rat einen Ausgleich finden musste zwischen den Kosten für die Verwaltung der Anlage und einer angemessenen Entlöhnung, die von opportunistischem Verhalten abhielt und das Amt für Kandidaten überhaupt interessant machte. Das Kommissariat kann als das Resultat der schmerzhaften Erfahrungen gesehen werden, die Bern als Investor während der Südseekrise gemacht hatte. Erst nach mehreren ereignislosen Jahrzehnten, in denen sich zudem die Kommunikationswege und der Informationsaustausch mit London verbessert hatten, konnte sich der Grosse Rat 1765 dazu durchringen, die Verwaltung seiner Guthaben in London wieder professionellen Bankiers zu überlassen. Für die Anlagen auf dem europäischen Festland bestanden anscheinend geringere Vorbehalte, da dort bereits ab 1732 wieder mit Bankiers zusammengearbeitet wurde.

5.4 Eine Analyse des bernischen Portfolios

Die heutige Finanzwirtschaft kennt eine Vielzahl von Instrumenten und Möglichkeiten, um die Performance von Investitionsportfolios zu analysieren.[818] Für eine Portfolioanalyse in frühneuzeitlichen Finanzmärkten genügen in der Regel einfachere Methoden, da viele der zur Bewertung nötigen Rohdaten nur in eingeschränkter Qualität vorliegen, sodass die Anwendung aufwendiger quantitativer Analyseverfahren eine Scheingenauigkeit vortäuschen würde.

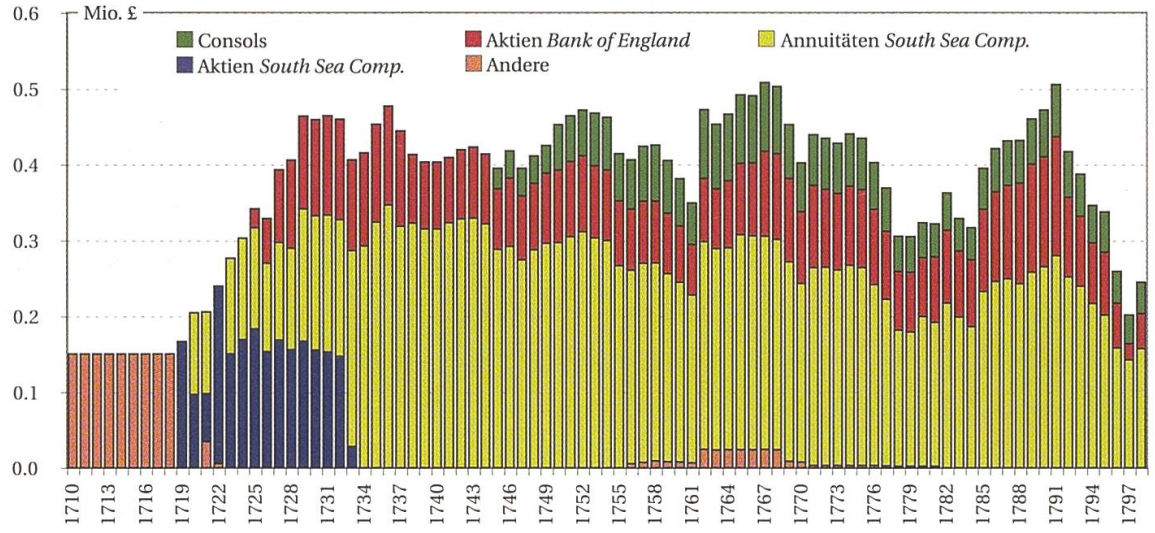
Das Grundprinzip der modernen Portfoliotheorie beruht auf der Annahme, dass Erträge und Risiken in einer langfristigen Betrachtung positiv korreliert sind, was bedeutet, dass Investoren zum Erzielen einer höheren Rendite ein höheres Risiko eingehen müssen. Ein Investor kann seine Erträge bei vorgegebener Risikoneigung dann maximieren, wenn sein Portfolio optimal auf verschiedene Anlage-

kategorien verteilt ist.[819] Vereinfacht gesagt, postuliert das *Capital Asset Pricing Model (CAPM),* dass ein Investor mit einem ausgeglichenen Portfolio im Markt genau für jene Risiken kompensiert wird, die er tatsächlich eingeht. Dazu wird der erwartete Ertrag seiner Anlage berechnet als Funktion des Ertrags einer risikolosen Anlage und einer Risikoprämie *(Beta-Koeffizient).*[820] Die Anwendung dieses Modells auf frühneuzeitliche Investitionen ist auf Grund der mangelhaften Datenqualität schwierig. Einzig für London und Amsterdam sind beispielsweise die Kurse der wichtigsten Wertpapiere über längere Zeit bekannt, für andere Finanzplätze fehlen solche Angaben.[821] Zu den Obligationen der *Wiener Stadtbank* aus dem Portfolio der Republik Bern gibt es beispielsweise nur einzelne, zufällig überlieferte Kursangaben.[822] Einige von Berns Finanzforderungen waren überhaupt nicht auf dem offenen Markt handelbar, was die Bestimmung ihres realen Werts enorm schwierig macht. Schliesslich ist auch die Definition des Ertrags einer risikolosen Anlage für das 18. Jahrhundert schwierig, da selbst Staatsanleihen für heutige Verhältnisse riskant waren. Wenn sich zum Beispiel Obligationen auf die britischen Staatsschulden *ex post* als risikolos erwiesen, so war dies auf Grund der wiederholt drohenden Gefahr eines Staatsbankrotts für Zeitgenossen nicht von vornherein klar. Die Innovationen beim öffentlichen Kredit waren immer noch relativ neu, und die Verpflichtung der Regierung zum Einhalten der Regeln des Kapitalmarkts war nicht über alle Zweifel erhaben. Dennoch können nach Larry Neal die ab 1751 ausgegebenen festverzinslichen Obligationen auf die britische Krone, die *Consols,* als beste Annäherung an eine risikolose Anlage betrachtet werden.[823]

Entsprechend der eingeschränkten Qualität der Rohdaten zum bernischen Portfolio – die Finanzinstrumente wurden teilweise nicht gehandelt, und die Währungsumrechnung erfolgte auf Grund von Paritätskursen – muss von der Anwendung anspruchsvoller ökonometrischer Verfahren abgesehen werden.[824] Stattdessen kann eine einfache Rendite berechnet werden.[825] Wenn in einer Regressionsanalyse die Rendite einer Anlage mit einem Marktportfolio verglichen wird, ergibt sich der Betakoeffizient dieser Anlage als Mass für ihr Risiko. Betakoeffizienten liegen zwischen 0.5 für tief verzinste, risikoarme Titel und 1.5 für hoch verzinste, risikoreiche Titel.[826] Für das bernische Portfolio in London kann die Rendite des gesamten Portfolios mit einem konstruierten Marktportfolio verglichen werden.[827] Zudem kann die Standardabweichung der bernischen Renditen eine erste Indikation über das Anlagerisiko geben.

Die bernischen Anlagen in London

Die frühen Investitionen in London in Form der Anleihe von 1710 und deren Umwandlung in Aktien der Südseekompanie wurden bereits verschiedentlich erwähnt.[828] In Grafik 74 wird der Marktwert der bernischen Investitionen in London



Grafik 74: Berns Investitionen in London zu Marktwerten, 1718–1798

Quellen: *Historie* (StABE B VII 2389) und Rechnung über die Auslandsanlagen (StABE B VII B VII 2396–2473); Landmann (1903); Marktwerte berechnet mit Preisangaben aus Neal (1990), Anhang und Dillen (1931), wie für Grafik 73 erläutert. Die Kategorie *Andere* beinhaltet die Anleihe an die englische Krone sowie kurzfristige Investitionen wie Land-Tax Bills. *Annuitäten South Sea Comp.* sind sowohl alte als auch neue Annuitäten.

für den Verlauf des gesamten Jahrhunderts gezeigt. Dieser wurde mit Preisangaben von Larry Neal berechnet, die ihrerseits auf *Castaing's Course of the Exchange* beruhen.[829]

Berns Investitionen in London stiegen bis 1730 an und verblieben dann währen sechs Jahrzehnten relativ stabil, trotz gewissen jährlichen Schwankungen. Die beiden Tiefpunkte in den 1760er- und 1770er-Jahren sind auf fallende Aktienkurse zurückzuführen, die auf den Wert der Anlage drückten. In den 1790er-Jahren nahm der Wert der bernischen Anlagen in London stark ab, da die Obrigkeit einen Teil ihrer Guthaben liquidierte (vgl. dazu oben, Abschnitt 3.4). Auffallend ist, dass im Jahr 1719 das gesamte Portfolio der Republik aus Aktien der Südseekompanie bestand. Unmittelbar nach der Südsee-Krise hielt Bern auch Aktien der *Bank of England,* Obligationen der Südsee-Kompanie sowie mehrere kurz-

fristige Inhaberpapiere. All diese Titel wurden 1722 verkauft und wiederum in Aktien der *South Sea Company* umgetauscht. Durch die Aufteilung von deren Kapital im Folgejahr wurde die Hälfte von Berns Aktien in Obligationen umgewandelt. Zwischen 1725 und 1730 zahlte die Republik Holland ihr Darlehen an Bern in jährlichen Tranchen zurück, worauf das Geld in Aktien der *Bank of England* angelegt wurde. Nach den 1730er-Jahren erfuhr das bernische Portfolio keine bedeutenden Veränderungen mehr. Wenn neue Wertpapiere gekauft wurden, so waren dies meist *Consols,* also Obligationen auf die britische Staatsschuld. Die Aktienverkäufe zwischen 1792 und 1796 betrafen vor allem Aktien der *Bank of England.*[830]

Das Risiko des bernischen Portfolios müsste eigentlich durch eine Regression der einfachen Rendite mit jener eines Marktportfolios verglichen werden. Die hierzu nötigen Angaben zu den ausgezahlten Dividenden sind jedoch nicht verfügbar, sodass ein Vergleich einzig mit festverzinslichen Anlagen möglich ist. Es wurde deshalb eine lineare Regression zwischen den jährlichen Renditen des bernischen Portfolios und jenen eines *Consols avant la lettre* durchgeführt, wodurch ein relativer Beta-Koeffizient zu diesem *Consol* berechnet werden kann.[831] Dabei kann erwartet werden, dass der Beta-Koeffizient eines risikoscheuen Investors wie der Republik Bern nahe bei jenem des *Consols* war, der als sicherste Anlagemöglichkeit seiner Zeit galt. Die Resultate der Regressionsanalyse zeigen, dass der relative Beta-Koeffizient von 0.97 für Berns Anlagen in der Tat beinahe jenem des *Consols* entsprach.[832] Wenn die Renditen als Zeitreihe betrachtet werden, weisen sie eine hohe Volatilität auf.[833] Aus dieser quantitativen Analyse kann somit geschlossen werden, dass es sich bei den Investitionen der Republik Bern um tief verzinste, risikoarme Anlagen handelte. Dieses Resultat kann mit qualitativen Angaben aus den bernischen Quellen überprüft werden.

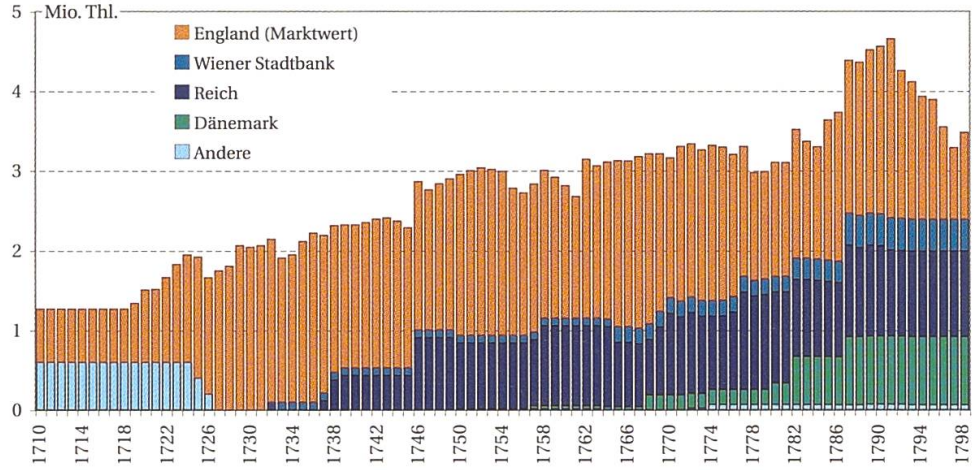
Die Sicherheit ihrer Auslandsanlagen war immer die Hauptsorge der bernischen Obrigkeit, wobei die Vorstellung von Risiko aus heutiger Optik etwas erstaunt. Beispielsweise wurden 1725 im Namen der Republik Aktien der *Bank of England* gekauft, weil ein Gutachten sie als die sicherste Geldanlage bezeichnete. Die Aktien wurden als sicherer eingeschätzt als Obligationen mit der Begründung, dass Letztere als Inhaberpapiere nicht in den Aktionärsverzeichnissen registriert wurden und deshalb leichter veruntreut werden könnten; auf Kursschwankungen und finanzielles Risiko wurde nicht verwiesen.[834] Als im Mai 1730 der Grosse Rat von den Geheimen Räten und Beigeordneten einen Bericht über verschiedene Anlagemöglichkeiten verlangte, so rieten diese von weiteren Investitionen in Südsee-Aktien ab, da Bern bereits für beinahe 160 000 Pfund Sterling

solche Titel hielt. Die Südsee-Aktien wurden im Gutachten als jene Anlagen in England beschrieben, die im Fall eines Krieges am ehesten gefährdet und unsicher wären (womit vermutlich auch die Gefahr einer vorzeitigen Rückzahlung gemeint war). Zudem äusserte sich das Gutachten abschätzig über die Direktoren der Südsee-Kompanie. Insgesamt muss diese Beurteilung erstaunen in Anbetracht der Tatsache, dass Bern den Grossteil seines Portfolios in eben diese Südsee-Aktien investiert hatte. Das Gutachten riet dem Grossen Rat übrigens auch vom Kauf von Aktien der *East India Company* ab, da deren Preis trotz einer jährlichen Dividende von 8% zu hoch sei. Besser geeignet für die Republik seien Obligationen der Südsee-Kompanie oder der *Bank of England,* da diese *«von dem Gouvernement vor allen anderen Fondis auf eine gantz besondere Art zu einem Parlements-Fundo errichtet und dazu ein gewißes jährliches Interehse bestimmt worden»*.[835] Die Titel der *Bank of England* genössen einen hervorragenden Ruf und seien trotz ihrem hohen Preis am profitabelsten.

Als die bernische Obrigkeit 1792 wegen der *«unsicheren Zeiten»* über die Liquidation eines Teils ihrer Auslandsanleihen nachdachte, wurden die Guthaben in London als die am einfachsten zu verkaufenden eingestuft. Die hohen Preise und günstigen Wechselkurse machten sie dafür geeignet, obwohl sie die sichersten Anlagen der Republik waren. Gemäss den Geheimen Räten und Beigeordneten schwankten die Obligationen der *Wiener Stadtbank* weniger im Preis und sollten deshalb für den Notfall aufbewahrt werden.[836] Eine weitere Sorge der bernischen Obrigkeit war die Angst vor einer Rückzahlung der britischen Staatsschuld, die Bern einer guten Anlagemöglichkeit beraubt hätte.[837] 1732 sorgte sich der damalige Kommissär für die Englischen Gelder, Lerber, dass eine Rückzahlung von Aktien der Südseekompanie bevorstand, da die britische Regierung angefangen habe, ihre Schulden zurückzubezahlen. Der Grosse Rat diskutierte darüber, ob die Finanzanlagen auf dem europäischen Festland erhöht werden sollten, entschied sich jedoch dazu, *«besser zu thun, für die engelländischen Capitalia, für die die gantze Nation verhaftet, etwas mehr zu bezahlen, und dabei gesichert zu sein, als anderwertig gegen besser anscheinende Bedinge das Geld zu risquieren»*.[838] Doch die Angst vor künftigen Schuldenreduktionen blieb bestehen. 1736 gab es Beschwerden, dass das Parlament in Westminster mit *«List oder Gewalt»* seine ausländischen Schuldner loswerden wolle, indem es durch den *Sinking Fund* seine Schulden zurückzahlen wolle, um anschliessend Geld zu einem tieferen Zinssatz aufzunehmen. Dies wurde nach Ansicht der bernischen Obrigkeit einzig gemacht, um den alten Schuldnern zu schaden.[839]

Investitionen auf dem europäischen Festland

Angesichts der Tatsache, dass Bern in London eine sehr vorsichtige, risikoarme Investitionsstrategie verfolgte, kann die Hypothese aufgestellt werden, dass die Obrigkeit mit ihren Anlagen auf dem Festland bereit war, ein etwas höheres Risiko



Grafik 75: Geografische Verteilung der bernischen Auslandsinvestitionen, 1710–1798

Quelle: *Historie* (StABE B VII 2389) und Abrechnungen über die Auslandsanlagen (StABE B VII B VII 2396–2473); vgl. auch Landmann (1903): 90–91. *England (Marktwert)* wurde berechnet wie in Grafik 74. Für eine Zusammenstellung der Investitionen, vgl. Tabelle 22.

einzugehen. Diese Hypothese kann wiederum zunächst quantitativ, danach auf Grund von qualitativen Quellen untersucht werden.

Grafik 75 zeigt die geografische Verteilung der bernischen Auslandsinvestitionen von 1710 bis 1798. Die Anlagen in London werden zu ihrem Marktwert, alle anderen zu Nennwerten gezeigt, wobei die Währungsumrechnung zu Paritätskursen erfolgte.[840] Im langfristigen Trend stieg die investierte Summe bis zur Mitte des Jahrhunderts und blieb danach während rund drei Jahrzehnten in etwa stabil. In den 1780er-Jahren stieg der Wert der bernischen Investitionen, bis in den frühen 1790er-Jahren ein starker Rückgang einsetzte. Der Hauptteil der Anlagen wurde in

Tabelle 22: Bernische Auslandsinvestitionen (Jahresdurchschnitte)

Quelle: *Historie* (StABE B VII 2389) und Abrechnungen über die Auslandsanlagen (StABE B VII B VII 2396–2473); vgl. auch Landmann (1903): 90–91. Die Spalte *Sicherheit* bezeichnet die hinterlegten Sicherheiten. *MW* steht für Mittelwert. Die Spalte *N* zeigt die Anzahl Beobachtungen (d. h. Jahre), auf die sich die weiteren Spalten beziehen. *SA* steht für Standardabweichung, *Med.* für Median, *VarK* für Variationskoeffizient. Vgl. für eine regionale Übersicht: Grafik 75.

Schuldner	Jahr	Sicherheit	Durchschnitt	MW	N	Min.	Max.	MW	Med.	SA	VarK
Anlagen in England	1718–1798	Markt	1 638 241	1554163	77	1.22%	5.89%	3.79%	3.77%	1.10%	29%
Wiener Stadtbank	1732–1798	Obligation	192 794	165 000	65	1.69%	6.54%	4.57%	4.59%	0.90%	20%
Steueramt Leipzig (Kfm Sachsen)	1737–1781	Obligation	157 660	155 985	38	0.00%	5.96%	2.74%	2.96%	1.47%	54%
Landgrafschaft Hessen-Kassel*	1738–1763	Grundgesichert	200 904	193 713	19	2.33%	6.92%	4.13%	4.65%	1.18%	29%
Stadt Leipzig	1746–1798	Kollektivgarantie	145 599	143 757	46	0.00%	9.31%	4.08%	3.97%	2.09%	51%
Sächsische Landstände	1746–1776	Kollektivgarantie	363 806	317 659	25	0.00%	7.49%	2.95%	3.30%	1.99%	68%
Herzogtum Württemberg	1750–1798	Grundgesichert	50 000	50 000	48	2.45%	8.10%	5.28%	5.40%	0.86%	16%
Königreich Sardinien	1750–1764	Obligation	12 000	12 000	14	2.28%	4.00%	3.84%	4.00%	0.47%	12%
Königreich Dänemark	1757–1798	Obligation	393 525	226 115	40	1.24%	6.77%	4.55%	4.82%	1.22%	27%
Herzogtum Mecklenburg-Schwerin	1769–1798	Grundgesichert	145 134	135 528	29	2.58%	5.07%	3.78%	3.90%	0.76%	20%
Abtei Speyer	1770–1778	Grundgesichert	127 500	114 883	9	2.59%	3.88%	3.53%	3.88%	0.54%	15%
Fürstentum Nassau-Saarbrücken	1770–1798	Grundgesichert	79 914	75 136	24	0.00%	5.90%	4.02%	4.36%	1.59%	40%
Stadt Ulm	1772–1788	Kollektivgarantie	63 971	58 681	17	1.94%	5.82%	3.81%	3.88%	0.73%	19%
Fürstabtei St. Gallen	1772–1798	Grundgesichert	61 074	59 187	25	1.29%	6.47%	3.83%	3.92%	0.91%	24%
Fürstentum Hessen-Darmstadt	1775–1798	Grundgesichert	50 000	50 000	21	0.00%	6.47%	4.97%	4.81%	1.24%	25%
Stadt Nürnberg	1776–1798	Kollektivgarantie	50 000	50 000	16	0.00%	6.27%	3.89%	4.61%	2.32%	60%
Herzogtum Zweybrücken	1777–1798	Grundgesichert	325 000	325 000	13	0.00%	3.96%	2.33%	3.88%	1.95%	84%
Herzogtum Sachsen-Weimar	1779–1790	Grundgesichert	43 377	43 377	9	0.00%	6.52%	4.35%	4.35%	1.77%	41%
Kaiser	1787–1798	Obligation	277 778	277 484	10	4.01%	6.12%	5.72%	6.12%	0.78%	14%
Herzogtum Schwarzenberg	1788–1798	Grundgesichert	50 000	50 000	9	3.88%	3.88%	3.88%	3.88%	0.00%	0%
Gemeinde Le Locle	1789–1792	Kollektivgarantie	8 932	8 932	3	4.80%	4.80%	4.80%	4.80%	0.00%	0%
Total Anlagen am Markt					77			3.79%		1.10%	29%
Total Obligationen					167			3.87%		0.90%	23%
Total grundgesicherte Darlehen					205			3.96%		1.21%	31%
Total kollektiv gesicherte Darlehen					107			3.49%		1.49%	43%

*) 1738–1749 und 1758–1763

London getätigt. Nach 1732 kam es zu Investitionen auf dem europäischen Festland, zunächst in Obligationen der *Wiener Stadtbank,* später in Obligationen oder Anleihen von Städten, Fürsten oder Ständen. In der zweiten Hälfte des Jahrhunderts wurde der König von Dänemark einer der grössten Schuldner Berns. Ab 1787 gesellte sich der Kaiser zu ihm.[841] Die Bruttoerträge aller bernischen Anlagen sind aus Tabelle 22 ersichtlich.

Bei einem Vergleich der Bruttoerträge kann erwartet werden, dass die Investitionen auf dem Kontinent eine höhere Rendite abwarfen und eine höhere Standardabweichung als Indikator für ihr Risiko aufwiesen. Für einen Vergleich bietet sich zudem der Variationskoeffizient an, berechnet aus der Standardabweichung geteilt durch den Mittelwert einer Zeitreihe. Es kann grundsätzlich zwischen unterschiedlichen Anlageformen und Zeithorizonten verglichen werden, wobei jedoch der Vergleich zwischen fest und variabel verzinsten Anlagen inhaltlich wenig sinnvoll ist. In Tabelle 22 werden die verschiedenen Investitionsarten in Bezug auf die hinterlegte Sicherheit miteinander verglichen. Zu den Marktinvestitionen zählen dabei Anlagen auf dem offenen Markt, was konkret sämtliche Investitionen in London sind. Obligationen in Kontinentaleuropa waren dagegen oft nicht auf dem offenen Markt handelbar. Deshalb wurden Darlehen an Fürsten in der Regel durch Grundpfand gesichert, solche an Städte oder Stände durch kollektive Garantie, beispielsweise durch alle Bürger einer Stadt. Darlehen an Fürsten, Städte oder Stände waren riskanter als Obligationen oder Marktinvestitionen. Der direkte Vergleich zwischen den Investitionsarten ist jedoch mit Vorsicht zu interpretieren, da dabei fest verzinste Instrumente mit variabel verzinsten verglichen werden. Berns Anlagen in europäische Obligationen hatten einen tieferen Variationskoeffizient (als Mass für ihr Risiko) als die am Markt gehandelten englischen Anlagen. Grundgesicherte Darlehen waren dagegen risikoreicher und Darlehen gegen kollektive Sicherheit am risikoreichsten. Dies lag insbesondere daran, dass die meisten Darlehen, auf denen überhaupt keine Zinserträge eingingen, zu dieser Kategorie gehörten.

Auf die qualitativen Quellen zu den bernischen Auslandsanlagen kann an dieser Stelle nur selektiv für die wichtigsten Investitionen eingegangen werden.[842] Die bernische Obrigkeit führte für ihre Anlagepolitik eine Art Risikoeinschätzung der Investitionsländer durch, die Züge eines heutigen *Country Risk Assessments* trug.[843] Die erste Anlage Berns auf dem europäischen Festland nach dem Darlehen an die Republik Holland von 1710 fand 1732 statt, als Obligationen der *Wiener Stadtbank* gekauft wurden, um das bernische Portfolio zu diversifizieren. Bei diesen

Obligationen handelte es sich um Schuldtitel auf die kaiserliche Staatsschuld, die von der Stadt Wien garantiert wurden, ähnlich wie dies in Frankreich mit den *Rentes sur l'Hôtel de Ville de Paris* der Fall war.[844] Interessanterweise geriet die Wiener Stadtbank nur ein Jahr nach dem bernischen Obligationenkauf in eine Krise, von der sie sich jedoch rasch erholen konnte.[845] Es ist nicht klar, welche anderen Investitionsmöglichkeiten zuvor in Bern als Alternativen für eine Diversifikation des Anlageportfolios diskutiert wurden. Wenige Zeit nach dem Kauf der Wiener Obligationen wurden die Geheimen Räte und Beigeordneten aufgefordert, ihre Meinung über weitere Möglichkeiten zur Platzierung von Geld kundzutun. Sie taten dies, indem sie als Anlageobjekte Darlehen an Stände im Reich (Schlesien, Nürnberg, Württemberg), an Fürsten (Graf von Isenburg und Bündingen, Marktgraf von Baden-Durlach) sowie ein Handelsprojekt aus Genf (M. Port, der im Salzhandel investieren wollte) diskutierten.[846]

Trotz – oder gerade wegen – seiner Investitionen in die Wiener Stadtbank versuchte die bernische Obrigkeit, direkte Schuldverschreibungen des Kaisers zu umgehen. Wie weiter oben erläutert, hatten Leopold I. und Joseph I. verschiedentlich angeboten, das Fricktal als Pfand für eine Anleihe zu verwenden, wogegen Bern einen direkten Kauf bevorzugte, sodass es nie zu einem Abschluss kam.[847] 1728 sprach sich ein Gutachten der Geheimen Räte und Beigeordneten gegen ein Darlehen an den Kaiser aus, um zu verhindern, dass Bern als Gläubiger grossen und mächtigen Herrschern gegenübersteht, von denen *«man sich anders nicht mit ihrer Feindschaft beladen* [will, der] *doch jeder republikanische Staat sorgfältig ausweichen soll»*.[848] Knapp sechzig Jahre später fand sich die bernische Obrigkeit erneut mit dem gleichen Problem konfrontiert. Diesmal lag die vorgeschlagene Lösung allerdings nicht mehr in einem Verzicht auf ein klassisches Darlehen; vielmehr sollte versucht werden, über einen Intermediär Geld zu leihen, ohne dass der Kaiser seinen wahren Geldgeber erkannte. Zu diesem Zweck liess die Republik Bern 1787 eine Anleihe in der Höhe von 500 000 Gulden durch das Frankfurter Bankhaus *Gebrüder Bethman* zeichnen. Bereits einige Monate früher hatte der Kaiser eine Anleihe in Frankfurt zur Zeichnung aufgelegt, doch erreichte der Prospekt Bern zu spät für eine Investition.[849] Als es kurz darauf zu einer erneuten Ausschreibung kam, schlugen der Geheime Rat und Beigeordnete vor, 250 000 Gulden zu investieren. Der Grosse Rat überstimmte sie jedoch und entschied, das Doppelte dieses Betrags anzulegen und damit die gesamte kaiserliche Anleihe zu kaufen.[850] Die *Gebrüder Bethmann* zeichneten die Anleihen auf ihren Namen in Wien, um das kaiserliche Schatzamt hinters Licht zu führen. Es darf jedoch be-

zweifelt werden, dass der Wiener Hof lange im Unklaren über seinen neuen Geldgeber blieb. Schliesslich war der Entscheid in Bern durch den Grossen Rat gefällt worden, dessen Erlasse zwar geheim waren, was jedoch bei über zweihundert Ratsmitgliedern schwierig zu überwachen war.

Die bernische Obrigkeit nahm jeweils eine Einschätzung der relativen Risiken von Investitionen vor, wenn auch diese nicht immer so explizit ausfiel wie im weiter oben zitierten Gutachten über den kriegerischen Herzog von Hessen-Kassel (vgl. Seite 253). In Ausnahmefällen wurden die Sicherheitskriterien nicht so streng angewandt, wenn es dafür politische oder moralische Gründe gab. So wurde etwa der Stadt Ulm 1772 ein Darlehen trotz Bedenken über dessen Sicherheit gewährt, weil die Einwohner der Stadt gut angesehene und zudem benachbarte Bürger seien, die mit dem Geld die Getreideversorgung ihrer Stadt sicherstellen wollten.[851] Auch bei Darlehensverlängerungen wurde oft wenig streng vorgegangen, indem beispielsweise Zinssenkungen für Schuldner gewährt wurden, wenn sich diese gerade im Kriegszustand befanden. Bevor es 1787 zum oben erwähnten Darlehen an den Kaiser kam, wurden verschiedene Anlagemöglichkeiten in einer Weise diskutiert, die für die Beurteilung der Investitionsentscheide aufschlussreich ist. Gemäss dem Gutachten der Geheimen Räte und Beigeordneten war es unwahrscheinlich, dass Fürsten, Städte oder Stände mit den nötigen Garantien eine Anleihe zu 4% zeichnen würden, was als Mindestzinssatz für eine bernische Kapitalanlage im Ausland galt. Deshalb sollte das Geld in einen öffentlichen Fonds (d. h. in handelbare Titel) investiert werden, von denen die am besten geeigneten in Frankreich, England, Sachsen oder Wien waren. Die Möglichkeit einer Investition in Frankreich wurde jedoch gar nicht ernsthaft diskutiert, sondern direkt abgelehnt mit der Bemerkung: «*Für alle Anwendungen* [Geldanlagen] *in Frankreich von Seiten des Hohen Stands hat bis hieher ein Sistem* [sic] *gewaltet, zu deßen Abänderung noch heut kein Grund vorhanden zu seyn scheint.*»[852] In England hatte die Republik bereits namhafte Summen investiert, und die Konditionen für eine weitere Anlage wurden als nicht besonders günstig eingeschätzt. Den sächsischen Titeln wurde zwar ein guter Ruf attestiert, doch war der bezahlte Zins von 3% zu tief. Dagegen schienen den Geheimen Räten und Beigeordneten die 4%, die eine Anlage bei der Wiener Stadtbank abwarf, attraktiver und das Geld dort zudem sicherer.

Die Nichtberücksichtigung von Anlagemöglichkeiten in Frankreich zeigt, wie sehr es im Fall Berns auch aufschlussreich ist, auf die Lücken im Portfolio hinzuweisen. Sie können ebenso wichtige Informationen über das Investitionsverhalten

der Republik liefern wie die tatsächlich getätigten Investitionen. Die Bourbonenkönige waren notorisch schlechte Schuldner und der französische Kapitalmarkt schlechter entwickelt als jener Hollands oder Englands.[853] Die Republik Genf, zu der Bern enge politische Verbindungen unterhielt, hatte sich in der zweiten Hälfte des 18. Jahrhunderts zu einem Zentrum für französische Kredite entwickelt, die teilweise abenteuerliche Züge aufwiesen.[854] Trotz – oder eben gerade wegen – des hohen Risikos dieser Geschäfte investierten viele Berner als Privatpersonen auf dem Finanzplatz Genf in französische Annuitäten und andere Schuldtitel. Es scheint, dass die Patrizier mit ihren eigenen Vermögen weniger risikoscheu waren als bei der Anlagepolitik der Republik, obwohl sich hierzu auf Grund der Quellenlage keine systematischen Aussagen machen lassen.[855] Andere eidgenössische Orte kannten weniger Berührungsängste mit der französischen Staatsschuld, wie auch das bereits oben erwähnte Beispiel Solothurns zeigt, das Renten auf das Rathaus von Paris hielt.[856] Auch Zürich zeichnete nach der Ernennung des Genfers Jacques Necker zum Finanzminister von Louis XVI ab 1778 französische Leibrenten und Obligationen, die von Städten im Burgund und im Artois garantiert wurden.[857]

Zu einigen weiteren Anlagemöglichkeiten, die absichtlich umgangen oder abgelehnt wurden, können auf Grund der überlieferten Quellen Aussagen gemacht werden. So gab es eine Reihe von Darlehensgesuchen von kleineren Staaten an die Geheimen Räte und Beigeordneten, die von Anfang an ohne grössere Prüfung abgelehnt wurden.[858] Die neben Frankreich grösste Lücke in Berns Portfolio war der damals am weitesten entwickelte Finanzplatz, Amsterdam.[859] Als 1725 Berns Darlehen an Holland am Ende seiner Laufzeit von fünfzehn Jahren zurückbezahlt wurde, entschieden sich die Entscheidungsträger der Republik dafür, nicht weiter in Holland zu investieren. Investitionsmöglichkeiten an der Amsterdamer Börse wurden nicht einmal in den näheren Auswahlprozess für künftige Anlagen aufgenommen. Über die genauen Gründe dafür kann einzig spekuliert werden. Zum einen gab es zu dieser Zeit in Amsterdam nur wenig neue Zeichnungen, obwohl ausländische Regierungen auf dem holländischen Kapitalmarkt ihre Anleihen emittierten. Zudem waren die Anleihen in kurzer Zeit ausverkauft, trotz den relativ tiefen Zinsen, die auf dem Kapital bezahlt wurden.[860] Die Holländer selbst waren Netto-Kapitalexporteure nach Grossbritannien, obwohl die Renditen in Amsterdam meist höher waren als in London.[861]

Über die Sicherheit von Berns Auslandsinvestitionen fanden in der zweiten Hälfte des 18. Jahrhundert verschiedentlich Diskussionen statt.[862] Das Grundproblem war, dass Bern durch das Gewähren von Darlehen an andere Staaten von

der Zahlungsmoral seiner ausländischen Schuldner abhängig wurde. Von den zeitgenössischen Kritikern dieser Abhängigkeit war Adam Smith zweifellos der bekannteste. In seinem Buch über den *Wohlstand der Nationen* erwähnte Smith das Beispiel Berns und unterstrich dessen Gefahren: «Der Kanton Bern bezieht dadurch beträchtliches Einkommen, dass er einen Teil des Staatsschatzes an das Ausland verleiht. So legt er etwa in Staatspapieren einiger Schuldnerländer in Europa, hauptsächlich Frankreichs und Englands, an. Die Sicherheit dieser Einnahmen muss erstens von der Sicherheit der Fonds abhängen, in denen das Geld angelegt ist, oder von dem Vertrauen in die Regierung, die diese Fonds verwaltet, und zweitens von der Gewissheit oder Wahrscheinlichkeit, mit der man auf Frieden mit der Schuldnernation rechnet. Eine solche Politik der Geldausleihe an fremde Staaten ist, soweit ich weiss, eine Besonderheit des Kantons Bern.»[863]

Die Aussagen Smiths waren allerdings nicht ganz korrekt. Bern hatte kein Geld in französischen Fonds investiert, sondern sass auf einem Berg von alten, nicht zurückbezahlten Schulden – was Smiths Argument eher unterstreicht als widerlegt. Die Reformer aus dem Umkreis der Ökonomischen Gesellschaft begegneten der Abhängigkeit von ausländischen Schuldnern ebenfalls mit Skepsis und stellten deren Zuverlässigkeit in Frage. Zudem sahen sie diese ökonomische Abhängigkeit als Gefahr für die politische Selbstbestimmung einer freien Republik.[864] Nicht von Bedeutung war dagegen für die ökonomischen Patrioten der moralische Einwand, dass Bern von der beinahe konstanten Kriegsführung und der hohen Steuerbelastung ausländischer Mächte profitiere. Selbst der Staat als potenzieller Spekulant auf dem Finanzmarkt wurde von dieser Seite nicht kritisiert. Am anderen Ende des politischen Spektrums mangelte es nicht an Patriziern, die sich über die Anlagepolitik der Republik löblich äusserten. Ein Beispiel hierfür war Karl Friedrich Steiger, für den die bernische Obrigkeit nur dank den Einnahmen aus ausländischen Zinsen in der Lage war, die von den Vätern geerbte Freiheit und Unabhängigkeit zu verteidigen. Gleichzeitig ermöglichten die Auslandsanleihen für Steiger das Beibehalten einer moderaten Steuerbelastung und die Herausbildung eines grosszügigen Wohlfahrtsstaats.[865]

Die Obrigkeit stand vor dem Dilemma, zur Sicherung einer ausreichenden finanziellen Kriegsreserve für die Verteidigung ihrer Unabhängigkeit auf ausländische Schuldner und deren Verpflichtung zum Schuldenunterhalt vertrauen zu müssen. Die Gründe für das Eingehen dieses Risikos waren sowohl wirtschaftlicher als auch politischer Natur. Wirtschaftlich waren es vor allem die Probleme beim Geldkreislauf und das Fehlen von produktiven Anlagemöglichkeiten im In-

land, die den Ausschlag gaben.[866] Politisch erlaubten die Auslandsanlagen der Obrigkeit eine Unabhängigkeit von einheimischen Untertanen und deren Forderung nach politischer Mitsprache, indem sie dem Staat ein «steuerfreies» Einkommen bescherten, wie es in der Einleitung unter dem Stichwort des *Repräsentationszyklus* diskutiert wurde (vgl. oben, Abschnitt 1.2). Vor diesem Hintergrund erlag die Obrigkeit der Verlockung von sicheren und relativ grosszügigen Einnahmen aus Investitionen auf den unpersönlichen Kapitalmärkten.

In diesem Abschnitt wurden die bernischen Auslandsinvestitionen mit qualitativen und quantitativen Methoden untersucht. Die Resultate der ersteren zeigen die Republik als einen risikoscheuen Investor, dessen Rendite in etwa jener der sichersten Titel auf dem Londoner Kapitalmarkt entsprach. Auf dem europäischen Festland verfolgte die Republik Bern eine leicht riskantere Anlagestrategie, die jedoch immer noch als «mündelsicher» bezeichnet werden kann. Qualitative Dokumente unterstützen diese Sichtweise; so berücksichtigte die bernische Obrigkeit beispielsweise in Ansätzen das Länderrisiko in ihren Investitionsentscheiden und war eher an stabilen Erträgen als an hohen Gewinnen interessiert. Die zwei grössten Lücken im bernischen Portfolio waren Frankreich aus politischen und die Niederlande aus finanziellen Gründen.

5.5 Fazit: Eine Beurteilung von Berns Auslandsinvestitionen

Die ausländischen Kapitalinvestitionen aus dem bernischen Staatsschatz waren zweifellos bedeutend für die Staatsfinanzen der Republik.[867] Die 1710 investierten Darlehen entsprachen in etwa der Summe aller Transaktionen, die pro Jahr in den wichtigsten Rechnungen der Republik verzeichnet wurden. Auch im Vergleich zum physisch im Keller des Rathauses gelagerten Staatsschatz waren die Darlehen bedeutend, nahmen doch die bernischen Reserven an Gold und Silber durch die damaligen Anleihen um rund zwei Fünftel ab (vgl. oben, Grafik 25). Die Einnahmen aus Zinsen auf den ausländischen Investitionen betrugen 1732 rund 15% der laufenden Staatseinnahmen, 1782 rund 17%.[868] Auch wenn dies nicht wie von Landmann geschätzt ein Drittel der Staatseinnahmen war, so nahm dieser Betrag dennoch für den bernischen Überfluss-Staat eine grosse Bedeutung ein.[869] Während jedoch die Einnahmen aus ausländischen Kapitalanlagen für Bern äusserst wichtig waren, nahmen sich die Summen im Vergleich zu den Staatsschulden der

Schuldnerstaaten verschwindend klein aus. Im stark fragmentierten Kapitalmarkt Londons war Bern dennoch einer der grössten Einzelinvestoren, da finanzielle Innovationen die Eintrittsbarrieren derart gesenkt hatten, dass stets neue (Einzel-) Investoren angezogen wurden. Da Berns Auslandskapitalien weniger stark als der Markt wuchsen, gab es im späten 18. Jahrhundert zunehmend Investoren, die grössere Summen angelegt hatten.[870]

Ein anderes Element in der Beurteilung von Berns Auslandsinvestitionen ist ihre Rolle im Modell des Überfluss-Staats. Die ausländischen Darlehen erhöhten die finanzielle Unabhängigkeit von den traditionellen Einnahmequellen eines Domänenstaats. Anders als neue Steuereinnahmen mussten die Finanzinvestitionen nicht von besteuerten Untertanen oder Bürgern bewilligt werden und waren politisch entsprechend attraktiv. Die ausländischen Darlehen hatten ihren Ursprung nicht nur in der Finanz-, sondern mindestens so sehr in der Geopolitik, als Bern zur Zeit des spanischen Erbfolgekriegs seine antifranzösischen Bündnispartner finanziell an sich band. Wenn die Obrigkeit dazu bereit war, das Risiko einer Auslandsinvestition einzugehen, dann spielte neben politischen Überlegungen auch die Lage auf dem gesättigten einheimischen Kapitalmarkt eine Rolle.

Wird Berns Risikoverhalten als Investor untersucht, dann zeigt sich, dass die Republik auf den Kapitalmärkten als äusserst vorsichtiger Anleger auftrat, sowohl in Bezug auf die Verwaltung seines Portfolios als auch mit seiner Investitionsstrategie. Der zunehmend unpersönliche und offene Charakter frühneuzeitlicher Kapitalmärkte half der Obrigkeit dabei, die aussenpolitische Rolle der Investitionen in den Hintergrund treten zu lassen. Die innenpolitische Unabhängigkeit von Steuerzahlern hatte jedoch ihren Preis, da sie die Staatsfinanzen vermehrt Marktbewegungen und Unsicherheiten aussetzte. Die bernische Republik, die selbst keine Staatsschuld hatte, profitierte dabei von der zunehmenden Verschuldung anderer europäischer Staaten, die ihrerseits auf den Kapitalmarkt vertrauten, um ihre Ausgaben für vorwiegend kriegerische Zwecke zu finanzieren. Bern kann somit als Trittbrettfahrer der *Financial Revolution* bezeichnet werden.

Aus der Geschichte der bernischen Auslandsinvestitionen sticht zweifellos das Jahr 1720 hervor, als die Obrigkeit während der Südseekrise einen enormen – und weitgehend ungewollten – Spekulationsgewinn erzielte, der jedoch im Handumdrehen durch den Bankrott ihrer Agenten in London und Bern verloren ging. Dass sich die Obrigkeit nach dieser schmerzvollen Erfahrung nicht vollständig vom englischen Kapitalmarkt zurückzog und im Gegenteil ihren Anteil dort noch weiter aufstockte, lag wohl nicht zuletzt daran, dass Bern in der Südseekrise nur einen spekulativen

Gewinn verloren hatte, nicht aber das ursprünglich investierte Kapital. Die Krise hatte dagegen einen bedeutenden Einfluss darauf, wie die bernischen Auslandsanlagen verwaltet wurden. Der Staat verzichtete auf die Dienste von Finanzintermediären und entsandte ein Mitglied des Grossen Rats zur Verwaltung der Guthaben nach London. Dies war eine teure Lösung von Berns *Agency*-Problem. Die Diversifikation des bernischen Portfolios durch Investitionen auf dem europäischen Festland ein Jahrzehnt später war nicht nur eine späte Reaktion auf die *South Sea Bubble,* sondern diente auch dem Verhindern einer Abhängigkeit von einem einzelnen Schuldner. Die Bonität Grossbritanniens als wichtigstem Rezipienten von bernischen Investitionen wurde verschiedentlich in Frage gestellt. Ab 1732 hielt Bern ein besser ausgeglichenes Portfolio von mehrheitlich risikoarmen (und entsprechend tief verzinsten) Anlagen in London; in Kontinentaleuropa ging die Obrigkeit nur ein geringfügig höheres Risiko ein. Mit dieser mündelsicheren Investitionsstrategie wurden eher stetige Zinseinnahmen als rasche Gewinne gesucht. Qualitative Angaben zu Anlageentscheiden der Obrigkeit stützen diese Interpretation. Das zentrale Thema bei der Bewertung von verschiedenen Investitionsmöglichkeiten war stets die Sicherheit der Kapitalanlage, wofür verschiedene Alternativen in einer Art Länderrisikoanalyse *avant la lettre* verglichen wurden. Sowohl die quantitativen als auch die qualitativen Hinweise deuten somit auf ein risikoscheues Profil von Bern als Investor. Wenn angenommen wird, dass die bernische Obrigkeit dabei ein rationaler Akteur war – und es gibt keinen Grund, der gegen diese Annahme spricht –, kann festgestellt werden, dass sie bereit war, eine negative Risikoprämie zu bezahlen in der Form entgangener Opportunitäten durch höhere Zinsen. Die Sicherheit der Kapitalanlage wurde somit als äusserst wichtig eingeschätzt, sowohl bei der Investitionsstrategie als auch bei der Verwaltung der Auslandsanlagen.

Mit Blick auf die laufende Debatte darüber, wie stark frühneuzeitliche Kapitalmärkte integriert waren, zeigt das Fallbeispiel eindrücklich, wie schlecht informiert die Entscheidungsträger der Republik als eines der grössten institutionellen Investoren seiner Zeit waren. Es ist gut denkbar, dass Bern mit seinem Verhalten repräsentativ war für andere mündelsichere Investoren, die ohne grosses Wissen um die genaue Funktionsweise und Gefahren von Finanzmärkten investierten. Der Mangel an zuverlässigen Informationen und an finanziellem Know-how zeigt auch eindrücklich die Grenzen frühneuzeitlicher Kapitalmärkte auf, sobald der Blickwinkel über die gut entwickelten und integrierten Finanzzentren Amsterdam und London hinaus ausgeweitet wird.