

Neuordnung des Effektenbörsen- und Emissionswesens? Teil II

Autor(en): **Liechti, Adolf**

Objektyp: **Article**

Zeitschrift: **Gewerkschaftliche Rundschau für die Schweiz : Monatsschrift des Schweizerischen Gewerkschaftsbundes**

Band (Jahr): **25 (1933)**

Heft 2

PDF erstellt am: **16.05.2024**

Persistenter Link: <https://doi.org/10.5169/seals-352616>

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Inhalten der Zeitschriften. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern.

Die auf der Plattform e-periodica veröffentlichten Dokumente stehen für nicht-kommerzielle Zwecke in Lehre und Forschung sowie für die private Nutzung frei zur Verfügung. Einzelne Dateien oder Ausdrucke aus diesem Angebot können zusammen mit diesen Nutzungsbedingungen und den korrekten Herkunftsbezeichnungen weitergegeben werden.

Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Die systematische Speicherung von Teilen des elektronischen Angebots auf anderen Servern bedarf ebenfalls des schriftlichen Einverständnisses der Rechteinhaber.

Haftungsausschluss

Alle Angaben erfolgen ohne Gewähr für Vollständigkeit oder Richtigkeit. Es wird keine Haftung übernommen für Schäden durch die Verwendung von Informationen aus diesem Online-Angebot oder durch das Fehlen von Informationen. Dies gilt auch für Inhalte Dritter, die über dieses Angebot zugänglich sind.

Wenn der jetzige Entwurf nach der angegebenen Richtung hin verbessert wird, dann wird man sagen können, dass ein den schweizerischen Verhältnissen entsprechendes, selbständiges und fortschrittliches Genossenschaftsrecht geschaffen worden ist, das sich auch für die Arbeiterbewegung fruchtbringend auswirken wird.

Neuordnung des Effektenbörsen- und Emissionswesens?

Von Adolf Liechti.

II.

Ein anderes düsteres Kapitel unserer Bankpolitik bildet die Börsenzulassungspolitik unserer Banken. Die Frage der Börsenzulassung, der Kotierung an einer Börse, ist deswegen so bedeutsam, weil durch die Kotierung die Wertpapiere eine starke Vergrößerung ihrer Umsatzfähigkeit erfahren. Viele Wertpapiere werden nicht durch einmalige Emission an die Kapitalisten abgesetzt, sondern ganz sukzessive durch Einführung an den Börsen. Bei ausländischen Papieren gewinnt diese Börseneinführung eine volkswirtschaftlich ganz besondere Bedeutung, da ein grosser Teil des Kapitalexports sich durch Börseneinführung ausländischer Papiere vollzieht.

Es bestand nun an unsern schweizerischen Börsen seit jeher der Missstand, dass bei dieser wichtigen Frage der Börsenzulassung nicht eine unabhängige, uninteressierte Instanz, der die Wahrung der Allgemeininteressen obgelegen hätte, das massgebende Wort zu sagen hatte, sondern dass bei dieser wichtigen Frage den durch Provisionen interessierten Emissionsbanken faktisch das massgebende Wort zukam, wenn auch in den Kantonen Zürich und Basel-Stadt der Staat sich ein gewisses, minimales Interventionsrecht gewahrt hatte.

In Zürich z. B. besteht der Vorstand des Effektenbörsenvereins, der für die Zulassung zuständig ist, aus drei Vertretern der Grossbanken und drei Vertretern der Privatbanken, wobei bis vor kurzem überwiegend solche Firmen, die an den Emissionen ein spezielles Interesse hatten, die Vorstandssitze belegten, während überdies das geschäftsführende Präsidialmitglied zum Kreis dieser Spezialinteressen gehörte. Bis vor kurzem lag der Entscheid über die Zulassung oder Nichtzulassung im freien und endgültigen Ermessen des Effektenbörsenvereins, wobei lediglich ein Rekursrecht an die Volkswirtschaftsdirektion bestand. Erst durch eine kürzlich erfolgte Aenderung in der Interpretation des § 12 des zürcherischen Börsengesetzes hat nun jeder Antrag auf Einführung eines Wertpapiers die amtlichen Organe zu passieren und ist von der Volkswirtschaftsdirektion zu genehmigen oder abzulehnen.

An der Basler Börse ruht die endgültige Entscheidung über die Zulassung von Wertpapieren seit 1896 bei der staatlichen Börsenkommission, die jedoch nur eine wenig eingehende formale, nicht eine materielle Prüfung der zu emittierenden Papiere vorzunehmen hat. Der Prospektzwang und die Bestimmungen über den Inhalt der Prospekte waren und sind recht leicht zu erfüllen.

Vollends in Genf, jener Hochburg des Liberalismus, beschränkt sich der staatliche Einfluss darauf, dass die Regierung eine Kotierung lediglich dann zu untersagen berechtigt ist, wenn ein Papier keine rechtliche Unterlage hat oder wenn das Ursprungsland den Handel in schweizerischen Werten verbietet.

Als überaus verhängnisvoll in der Regelung des Zulassungswesens erwies sich seit jeher das Kantonesentum in der Börsengesetzgebung. Mochte ein dubioses Papier auch in einem Kanton mit einigermaßen geregelter Zulassungswesen, z. B. in Basel-Stadt, abgewiesen werden, so fand es dafür mit Leichtigkeit in Zürich oder Genf die gewünschte Zulassung. Auf diesen Uebelstand hat schon im Jahre 1916 Bankier Alfred Sarasin hingewiesen, ohne dass dies etwas gefruchtet hätte. Unter diesen Umständen ist jede Börsenzulassungspolitik, welche die Allgemeininteressen zu wahren versucht, von vornherein illusorisch.

Wie sehr die Börseneinführungspolitik unserer Grossbanken durch Provisionsinteressen statt durch die Allgemeininteressen diktiert wurde, geht u. a. aus dem Umstand hervor, dass die Einführung ausländischer Spekulationspapiere an unsern Effektenbörsen immer ausgerechnet dann erfolgte, wenn die Kurse sehr hoch und ausgesprochen übersetzt waren. So schrieb ein Einsender in der « N. Z. Z. » vom 21. November 1928 anlässlich der Einführung der Aktien der Royal Dutch Co.: « Bemerkenswert ist auf jeden Fall, dass solche Einführungen immer dann stattfinden, wenn der Kurs der betreffenden Titel hoch ist... Wir sind nicht gegen gute ausländische Papiere, sondern gegen zu hohe Einführungskurse und die Praxis, dass die Titel kurz nach ihrer Kotierung ihrem Schicksal überlassen werden. » Dasselbe gilt bekanntlich von den Kreuger-Aktien, die im Jahre 1928 zu dem ganz wahnsinnigen Höchstkurs von 1375 an unsern Börsen eingeführt wurden. Auch wenn die von Kreuger damals ausbezahlte 30prozentige Dividende auf entsprechenden realen Gewinnen statt auf Buchfälschungen basiert hätte, hätte bei diesem Einführungskurs für die schweizerischen Kapitalisten nur eine Rendite von 3 Prozent herausgeschaut, und es war daher nach den Gesetzen kapitalistischer Wirtschaft mit aller Bestimmtheit mit einer starken Entwertung der Kurse zu rechnen. Auch wenn man wohlwollend anerkennt, dass der Kreuger-Schwindel nicht vorausgesehen werden konnte (es gibt auch einen Bankier, der den Zusammenbruch mit Zwangsläufigkeit hat kommen sehen, nämlich Somary), so bedeutete die Zulassung der Kreuger-Papiere zu diesem unsinnigen Kurs doch schon damals ein Geschenk von vielen Dutzenden von Millionen Franken

volkswirtschaftlichen Kapitals an Ivar Kreuger, dem keinerlei Gegenwert gegenüberstand. Der Zusammenbruch hat dann daraus bekanntlich zirka 250 Millionen Franken gemacht. Es sind das, beiläufig gesagt, 50 Millionen mehr als der Betrag, den die von den Kapitalisten so angefochtene Krisensteuer in vierjähriger Steuerperiode einbringen soll. Auch die Kunstseideaktien Bemberg und Glanzstoff, die Aktien der Continentalen Linoleum A.-G., deren Einführungskurs 345 Prozent betrug und deren Schicksal noch in aller Erinnerung ist, sowie die Aktien der I. G. Chemie sind Beispiele solch unsinniger Börseneinführungen zu ganz offensichtlich gewaltig übersetzten Kursen, die nur möglich waren, weil die Banken offenbar einzig an ihre Provisionen dachten und weil die Kapitalisten durch die Haussepsychose verblendet waren.

Diese Haussepsychose war ganz allgemein, bei allen kotierten Aktienwerten feststellbar und trieb deren Kurse in unsinnige Höhen. Sie wurde in allen kapitalistischen Ländern nicht zuletzt durch das Mittel einer zu weit gehenden Börsenkreditgewährung zu Spekulationszwecken von den Banken wesentlich gefördert.*

Wenn wir uns nun fragen, welche Kapitalistenkreise die Opfer dieses Haussetaumels geworden sind, der wie immer durch eine entsprechende Baissepsychose abgelöst wurde, so ist anzunehmen, dass, wie seit jeher, so auch in den letzten Jahren vorwiegend die Klein- und Mittelkapitalisten die Leidtragenden gewesen sind. Die Grosskapitalisten verdanken ihren Reichtum ja gewöhnlich dem Umstand, dass sie als Berufsspekulanten erfolgreich waren. Als Berufsspekulanten aber sind sie selbstverständlich über die kommende Kursentwicklung weit eher und besser informiert als die Kleinkapitalisten, wofür auch Prion Belege bringt; sie sind sodann auch weitgehend in der Lage, die Kursentwicklung in dem ihnen günstigen Sinne zu beeinflussen. Der Kleinkapitalist dagegen kauft gern gerade im dümmsten Moment; denn es geht lang, bis er sich von der Spekulationspsychose anstecken lässt; er kauft Aktien, wenn die Kurse bereits durch die Spekulation sehr hoch getrieben sind und daher der Umschwung bald bevorsteht. Dafür verschleudert er in der Baisse seine Papiere oft gerade dann, wenn sie am tiefsten stehen; häufig genug ist er dazu auch gezwungen. Der Grosskapitalist, der sie auf dem Gipfelpunkt der Hausse abgesetzt hatte, kauft sie dann zu einem lächerlichen Kurse wieder zurück und behält sie in seinem Portefeuille bis zur nächsten Hochkonjunktur. Dieser Mechanismus von Hausse und Baisse führt nach S o m b a r t (« Die deutsche Volkswirtschaft im 19. Jahrhundert », 1923, S. 199) im Endeffekt dazu, die Taschen des « Publikums » (insbesondere der kleinen und mittleren Kapitalisten) von Zeit zu Zeit (gerade dann, wenn sie sich eben wieder

* Ich verweise diesbezüglich auf meine demnächst in der Schweizerischen Zeitschrift für Statistik und Volkswirtschaft erscheinende Arbeit « Der Einfluss der Effektenbörse und der Banken auf die Konjunktur ».

gefüllt haben) zu leeren und einen erheblichen Teil des Volksvermögens den wohlhabendsten Kreisen zuzuführen.

Blicke es lediglich bei diesen Vermögensverschiebungen, so bestände für marxistische Theoretiker allenfalls noch Grund, sich zu freuen; alarmierend für jeden Realpolitiker dagegen ist der Umstand, dass infolge der oben gekennzeichneten, offenbar rein durch Provisionsinteressen eingegebenen Kotierungspraxis unserer Grossbanken und Börsen unserer Volkswirtschaft schwerste Substanzverluste erwachsen sind, die auch die Arbeiterschaft zu spüren bekommt. Das Kreugerbeispiel bildet dafür nur ein Beispiel unter vielen. Die obigen ausländischen Spekulationspapiere wurden von der Spekulation herbeigesehnt, gerade weil es sich um sehr unsichere Papiere handelte, bei denen starke Kursschwankungen sowohl zu erwarten als auch hervorzubringen waren. Den Wünschen dieser Berufsspekulanten und ihren eigenen Provisions- und Spekulationsbedürfnissen folgend, haben die massgebenden Börseninstanzen, hinter denen zumeist die Grossbanken standen, die Interessen der Volkswirtschaft — man muss wohl sagen — verraten.

Dass diese bedenklichen Verhältnisse bestehen konnten, könnte man noch einigermaßen begreifen, wenn nie eine warnende Stimme sich dagegen erhoben hätte. Nun sind aber, und zwar auf bürgerlicher Seite, schon während der Kriegszeit ernsthafte Versuche unternommen worden, um durch eine eidgenössische Regelung des Emissions- und Zulassungswesens diesen schon damals offen zutage tretenden Missständen abzuhelpen; allein die Finanzokratie unserer Banken hat all diese Versuche im Keime abgewürgt.

Die Interessen des Kapital anlegenden Publikums, die in dieser Frage mit den Interessen der Volkswirtschaft identisch waren, vermochten gegen die Interessen der Hochfinanz sich nicht durchzusetzen. Nationalrat Dr. Meyer, damals Chefredakteur der « N. Z. Z. », heute Bundesrat, brachte im Jahre 1916 in der « Zeitschrift für schweizerische Statistik und Volkswirtschaft » beachtenswerte Vorschläge für eine eidgenössische Reform der Börsenordnungen. Schon damals gab er in der « N. Z. Z. » einen Einsendungsraum, die betonte, dass der Markt für Wertpapiere in der Schweiz « Freiland » sei und dass unsere Börsen als « Allmenden » ausgenützt würden. Er schrieb damals die prophetischen Worte, dass es für die Volkswirtschaft zuträglicher wäre, die Börsenordnungen, deren Mangelhaftigkeit auch von angesehenen Vertretern der Praxis zugegeben werde, abzuändern, bevor schwere Schädigungen für die Allgemeinheit eingetreten seien, und dies um so mehr, als die nächste Zukunft die Möglichkeit solcher Schädigungen viel grösser mache als sie bisher gewesen. Die seitherige Entwicklung hat ihm hierin voll und ganz recht gegeben. Auch der Vorsteher des Eidgenössischen Volkswirtschaftsdepartements schien damals geneigt, das Meyersche Postulat einer eidgenössischen Börsenreform wohlwollend zu prüfen. In der Folge

ist aber dasselbe wie auch der Landmannsche Bankgesetzentwurf zuunterst in den tiefen Schubladen des Volkswirtschaftsdepartements verstaubt worden. Das Veto der Banken genügte, damit kein bürgerlicher Parlamentarier mehr sich regte; es soll ja auch nach L. Schult Hess, dem tapferen Verfasser der Broschüre « Zur Geschäftsethik und Verantwortlichkeit der Banken », Erlenbach-Zürich 1932, die den Lesern der « Rundschau » lebhaft empfohlen sei, nicht gut sein, die Banken vor den Bauch zu stossen. Den sozialistischen Parlamentariern schienen diese intern-kapitalistischen Angelegenheiten aber offenbar nicht interessant genug. Um so mehr aber sollten sie heute sich regen, wo es offenbar geworden ist, wie sehr eine volkswirtschaftlich fehlerhafte Kapitalverwaltung der Banken auch die Interessen der Arbeiterschaft tangiert.

Merkwürdig berühren muss es, wenn trotz der seit langem in der Handelpresse geübten ernsthaften Kritik an diesem « wilden », unregulierten Emissions- und Zulassungswesen und trotz der riesigen Kapitalverwüstung, die dieser Zustand zur Folge hatte, Bankdirektor Dr. Hermann Kurz in seinem im Krisenjahr 1931 erschienenen Werk « Die Schweizer Effektenbörsen » (S. 45) sich über die Liberalität der schweizerischen Börsenordnungen, insbesondere der Zulassungsbestimmungen, lobend aussprechen kann, da ihr zufolge unsere Effektenmärkte in den letzten Jahren an Bedeutung und Ansehen gewonnen hätten. Mag es dem Ausland angenehm gewesen sein, an den schweizerischen Börsen eine Allmende gefunden zu haben, die man tüchtig abgrasen konnte, mag es auch den Banken angenehm gewesen sein, saftige Provisionen und Emissionsgewinne eingesteckt zu haben, mag es endlich den Berufsspekulanten eine Wonne gewesen sein, an minderwertigen Spekulationspapieren leicht voraussehbare Differenzgewinne zu machen; dass es auch für unsere Volkswirtschaft gut gewesen sei, auf ihren so « bedeutenden » Effektenmärkten in so « bedeutsamer » Weise ausgeplündert worden zu sein, so etwas zu behaupten, wirkt doch wohl wie bittere Ironie, auch wenn das Bestreben, « pro domo », zu deutsch für seine eigenen Interessen und den eigenen Geldsack zu sprechen, noch so sehr vollem Verständnis begegnen wird.

Mögen die Banken auch wissen, dass wir uns nicht auf der in Depressionszeiten jeweiligen üblichen Suche nach Sündenböcken befinden, sondern dass zahlreiche bürgerliche Zeugen, unter ihnen ein heutiger Bundesrat, die weitgehende Mitverantwortlichkeit der Banken an der schweren Kapitalverwüstung, die die schweizerische Volkswirtschaft heimgesucht hat, belegen. Wohl hat die Weltwirtschaftskrise das Ihre auch dazu beigetragen; aber die einfache Ausrede, dass die Weltwirtschaftskrise an allem schuld sei, ist doch wohl nicht angänglich angesichts der vielen Warnungen, die seinerzeit gegen die Emissions- und Zulassungspolitik unserer Grossbanken erhoben worden sind.

Ein weiterer Grund, weshalb unsere Börsen gerade mit minderwertigen Papieren so überlastet worden sind, liegt nach

L. S c h u l t h e s s in der Effekten-Fiskalgesetzgebung des Bundes.
« Der eidgenössische Wertpapierstempel, der auf in der Schweiz eingeführten ausländischen Obligationen 1,2 Prozent, auf Aktien 1,8 Prozent der zur Placierung gelangenden Emissionsbeträge beträgt, bringt zwar dem Bundesfiskus gewaltige Einnahmen, scheint aber anderseits durch die Höhe der Abgabe für die Einführung wirklich erstklassiger ausländischer Werte fast prohibitiv zu wirken, indem gut fundierte ausländische Gesellschaften, die nicht auf unsern Kapitalmarkt angewiesen sind, ihm fernbleiben, während solche Gesellschaften oder Staaten, die Kapital dringend nötig haben, ohne weiteres bereit sind, die hohe Einführungs- taxen zu bezahlen. Der Vorteil der Staatskasse geht dann eben auf Rechnung des Anlagekapitals und des Volksvermögens, und die Nachteile, die auf anderem Weg wiederum auch für den Fiskus entstehen, sind schliesslich grösser als die auf Grund des hohen Emissionsstempels sich ergebenden und so verlockend aussehenden Einnahmen. » Trotz diesen so offensichtlich sehr nachteiligen volkswirtschaftlichen Rückwirkungen der Stempelsteuer auf die Qualität der zur Einführung gelangenden Werttitel, hat Bundesrat Musy vor kurzem in der Bundesversammlung allen Ernstes die Absicht bekundet, den Ausfall bei den Stempelsteuern durch eine Revision des Stempelsteuergesetzes auszugleichen, also eine Revision nach oben statt nach unten vorzunehmen. Noch kurzfristigere Pläne könnten kaum mehr entworfen werden. Es ist immerhin noch zu hoffen, dass Herr Musy nicht allmächtig sein wird.

Meine Reformvorschläge, in denen ich mich an die bereits vorliegenden Vorschläge anlehne, formuliere ich wie folgt:

« 1. Es sind auf dem Wege der Bundesgesetzgebung Normen über den obligatorischen Prospektinhalt aufzustellen, dergestalt, dass jede Placierung von Wertpapieren, gleichgültig ob diese Papiere zum Börsenhandel eingeführt werden sollen oder nicht, sowie jede Börsenzulassung die Publikation eines diesen Normen entsprechenden Prospektes voraussetzen würde. Die den Emissionsweg beschreitenden Firmen sind zu einer alljährlichen wahrheitsgemässen öffentlichen Rechnungsablegung verpflichtet. Sie haften gemäss O. R. 41 ff für Schädigungen Dritter, die sich aus einer Verletzung dieser Pflicht ergeben würden. Die Emissions- und Zulassungsprospekte sind von einer (eventuell staatlich zu konzessionierenden) in der Schweiz ansässigen Treuhandfirma (Revisionsinstitut) oder von den die Emission bzw. Zulassung befürwortenden Banken auf ihre materielle Richtigkeit hin zu überprüfen. Die Treuhand- und Revisionsinstitute bzw. die emit- tierenden oder die Zulassung empfehlenden Banken haften für Schädigungen, die Dritten aus wissentlich falscher oder infolge fahrlässiger Begutachtung der Emissionsprospekte erwachsen, gemäss O. R. 41 ff. Privatwirtschaftliche Unternehmungen, die für

ihre Papiere die Zulassung zu einer oder mehreren schweizerischen Börsen nachsuchen, müssen, um berücksichtigt werden zu können, mindestens drei Jahre bereits bestehen und während dieser Zeit ohne Defizite gewirtschaftet haben.

2. An Stelle der gegenwärtig fungierenden kantonalen Börsenzulassungsstellen ist eine von sachverständigen, von Emissions- und Spekulationsinteressen völlig unabhängigen Organen geleitete eidgenössische Prospektprüfungs- und Börsenzulassungsstelle zu schaffen. Derselben sind sämtliche Emissions- und Zulassungsprospekte, die Emissionen und Börsenzulassungen auf schweizerischem Wirtschaftsgebiet betreffen, zur Genehmigung oder Abweisung vorzulegen. Die Prospektprüfungs- und Zulassungsstelle hat in prompter Weise zu prüfen:

a) Ob die Emissions- und Zulassungsprospekte den formellen bundesrechtlichen Vorschriften genügen.

b) Ob die mit den Prospekten einzureichenden Gutachten der Revisionsinstitute oder Banken vom betriebswirtschaftlichen Standpunkt aus keine Bedenken gegen die Emissionen bzw. Börsenzulassungen erwecken lassen.

c) Ob die Emissionen oder Börsenzulassungen sich mit den allgemein-volkswirtschaftlichen Interessen vereinen lassen, deren Wahrung die Hauptaufgabe der Prospektprüfungsstelle ist. Zu diesem Zweck steht sie in engem Kontakt mit der Nationalbank und allen interessierten Wirtschaftskreisen. Sie bestrebt sich, den Kapitalexpert der einheimischen Wirtschaft, insbesondere der Exportindustrie dienstbar zu machen.

Es steht der Prospektprüfungsstelle das Recht zu, aus einem oder mehreren dieser Gründe die Emissions- oder Zulassungsgenehmigung zu verweigern.»

Diese jeder Abänderung, Ergänzung und Vertiefung fähigen Vorschläge seien einstweilen zur Diskussion gestellt. Die Ziele einer kommenden Reform des Emissions- und Börsenwesens sehe ich in einer Verschärfung der Verantwortlichkeit der Emissionsfirmen und der emittierenden Banken. Letztere werden diese Verantwortlichkeit auch auf Revisionsinstitute abwälzen können (andernfalls könnte die Opposition der Banken kaum gebrochen werden); Hauptsache ist, dass für eine gründliche formelle und materielle Ueberprüfung der geplanten Emissionen und Zulassungen gesorgt wird. Auch die vermehrte Publizität wird in diesem Sinne wirken. Am wichtigsten scheint mir sodann die Unterstellung der Emissions- und Zulassungspolitik unter das Primat des volkswirtschaftlichen Interesses. Um zu verhindern, dass unkonsolidierte Unternehmungen schon an die Börse gelangen und ihre Papiere damit weiteren Kreisen anhängen können, habe ich in meinen Vorschlag die Bedingung aufgenommen, dass Unternehmungen, die die Zulassung für ihre Papiere begehren, mindestens drei Jahre bestehen und ohne Defizit gewirtschaftet haben müssen.