

# Beiträge zur Deutschen Börsenreform

Von  
Gustav Cohn



Duncker & Humblot *reprints*

DOI <https://doi.org/10.3790/978-3-428-56228-2>

Reprinted from Duncker & Humblot's *Beiträge zur Deutschen Börsenreform*, published in 1897, 100 years before the 2007 German Securities Act.

FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

**Beiträge**  
zur  
**Deutschen Börsenreform.**

---



Beiträge  
zur  
Deutschen Börsenreform.

Von  
Dr. Gustav Gohn,  
o. Professor in Göttingen.



Leipzig,  
Verlag von Dunder & Humblot.  
1895.

**Alle Rechte vorbehalten.**

## V o r w o r t.

Die folgenden Beiträge zur Deutschen Börsenreform sind in den letzten Jahren entstanden und erscheinen hier zusammen angefaßt der bevorstehenden Beratung eines Deutschen Börsengesetzes.

Der erste Aufsatz entsprang einem öffentlichen Vortrage und erschien zuerst in der „Deutschen Rundschau“ (November 1891) unmittelbar vor jenen empörenden Ereignissen, die den Gedanken einer Reichs-Börsen-Enquete zur Reife brachten. Die Verhandlungen und Reformvorschläge dieser Enquete selber, deren Mitglied ich war, sind in dem zweiten Aufsatz erörtert, der gleichfalls in der „Deutschen Rundschau“ veröffentlicht ist (Februar und März 1894). Der dritte Aufsatz endlich setzt sich mit einzelnen Meinungsverschiedenheiten und Mißverständnissen auseinander, die sich an den Bericht der Reichs-Enquete-Kommission geknüpft haben; er beschränkt sich auf denjenigen Teil des großen Stoffes, der die schwierigsten Probleme birgt. Er erscheint gleichzeitig in dem „Jahrbuch für Gesetzgebung, Verwaltung und Volkswirtschaft im Deutschen Reich“.

Inmitten der leidenschaftlichen Gegensätze wirtschaftlicher Parteien, von denen heute Deutschland erfüllt ist, von denen namentlich die Frage einer Börsenreform ergriffen ist, mag das Wort eines Lehrers der Staatswissenschaften einen bescheidenen Platz erbitten, wäre es nur darum, weil er jenen Interessengegensätzen unbefangenen gegenübersteht und seinem Berufe gemäß nichts anderes will als

leidenschaftslose Gerechtigkeit. Dieses wird vermutlich auch die Mittellinie sein, in der sich die Absichten der Bundesregierungen und die Wünsche des Reichstages vereinigen müssen, wenn anders etwas zu stande kommen soll, was die berechtigten Anforderungen einer Reform der Börse befriedigt und die notwendigen Bedingungen des großen Geschäftsverkehrs berücksichtigt.

Universität Göttingen, im Januar 1895.

G. Gohn.

# Inhalt.

|  | Seite |
|--|-------|
| I. Zur Börsenreform (1891) . . . . .                     | 1     |
| II. Die Börsenreform im Deutschen Reich (1894) . . . . . | 33    |
| III. Über das Börsenspiel (1895) . . . . .               | 113   |





## I.

# **Zur Börsenreform.**

(1891.)

## I.

Die Theorie der Volkswirtschaft ist noch immer nicht zu der wünschenswerten Einhelligkeit über die Wahrheit gelangt, daß die Nationalökonomie eine ethische Wissenschaft ist. Die Praxis der Volkswirtschaft liefert uns alle Tage den augenfälligen Beweis dafür, daß kein Stück des ökonomischen Lebens sich dem sittlichen Richter- spruche entziehen kann. Es kommt nur darauf an, daß wir den Standpunkt für die Beobachtung so wählen, wie ihn das praktische Leben selber uns an die Hand giebt. Das Bewußtsein von der Idee der Gerechtigkeit in der Besteuerung wird uns bei denjenigen Teilen der Gesellschaft am deutlichsten entgegentreten, welche über die Bevorzugung oder unzureichende Belastung eines anderen Teiles klagen; das Bewußtsein von den Pflichten des Besitzes am deutlichsten bei den Besitzlosen, das Bewußtsein von den Pflichten der Industriellen gegen ihre Arbeiter bei den Landwirten, und dergleichen vielerlei anderes, — das heißt immer da, wo die Regsamkeit der sittlichen Empfindung am wenigsten durch die widerstrebende Kraft des eigenen Interesses gebunden ist.

Die größte Summe und das höchste Maß sittlicher Kritik wird das tägliche Leben daher für diejenigen Gebiete der Volkswirtschaft entfalten, welche den verhältnismäßig kleinsten Teil des Ganzen umfassen, wo geradezu die große Mehrzahl des Publikums als recht- sprechende Volksversammlung zu Gerichte sitzt über Dinge, bei deren Beurteilung ihr sittlicher Trieb sich ungehemmt ergehen kann.

W. Cohn, Beitr. z. Börsenreform.

1

Ein solcher Fall liegt uns vor in jenem eigentümlichen Stücke der heutigen Volkswirtschaft, welches wir gemeinhin als „Börse“ bezeichnen.

Die Versuche einer gewissen Richtung der Wissenschaft, ihren allgemeinen Ausgangspunkten getreu, auch dieses Gebiet wirtschaftlichen Handelns von der Herrschaft sittlicher Mächte zu erimieren — Versuche, wie sie von namhaften Fachmännern vor etwa einem Menschenalter gemacht worden sind — stoßen hier weit mehr als auf anderen Gebieten mit einer Ungunst der einmal vorhandenen sittlichen Ueberzeugungen zusammen, deren Zähigkeit sich bis auf den gegenwärtigen Augenblick, allen theoretischen Versuchen zum Trotz, als siegreich bewährt hat.

Und in der That bin ich der Ansicht (wie ich derselben bereits vor vielen Jahren, jenen Versuchen gegenüber, Ausdruck gegeben habe), daß es nicht bloß aus allgemein wissenschaftlichen Gründen undurchführbar, sondern auch aus den besonderen Gründen der vorliegenden Aufgabe sehr wenig ratsam ist, die verbreiteten moralischen Bedenken der öffentlichen Meinung niederschlagen zu wollen, statt sie durch eine nähere Betrachtung des Gegenstandes aufzuhellen. Es kommt darauf an, den Nachweis zu führen, daß neben den zahlreichen Problemen der heutigen Gesellschaft auch dieses die Gemüter nicht ohne Grund in Spannung erhält, nur daß hier, wie in so manchem anderen Falle, und vielleicht mehr als in anderen Fällen, das Bedürfnis nach einer Umgestaltung des Bestehenden mit einer Unklarheit der Vorstellungen verknüpft ist, die aus der lückenhaften Kenntnis des Gegenstandes folgt. Es kommt darauf an, gewisse Vorgänge und Organisationen des heutigen Erwerbslebens als notwendige Bestandteile der modernen Volkswirtschaft darzulegen und den verbreiteten Zweifel an ihrer Berechtigung über seinen tieferen Inhalt aufzuklären. Es ist eine Aufgabe ähnlich wie diejenige, welche die Unentbehrlichkeit der großen technischen Fortschritte für die heutige Volkswirtschaft nachzuweisen hat und erst auf Grund dieses Nachweises die Notwendigkeit der socialen Reformen erörtern will, die im Gefolge der technischen Umwälzungen sich ergeben.

Die Analogie der großen technischen Umgestaltungen der heutigen Volkswirtschaft erleichtert uns die Sache insofern, als hier die von uns zu betonende Unterscheidung bereits ein Gemeingut der öffentlichen Ansicht geworden ist. Trotz mancher fortwirkender Vorurteile wider die technischen Leistungen des Maschinenwesens sind wir doch heute im ganzen dahin gekommen, daß nicht nur die erwerbenden

und besitzenden Klassen die epochemachende Bedeutung desselben anerkennen, sondern daß gerade die rückhaltloseste Kritik unserer wirtschaftlichen Zustände, welche sich auf die Masse der arbeitenden Klassen stützt, die Thatsache der großindustriellen Umgestaltung unserer Produktion zum Ausgangspunkte nimmt, um auf die Konsequenzen derselben ihre Reformpläne für die zukünftige Gesellschaft zu bauen.

Der Zusammenhang der Börse mit den technischen Fortschritten des neuen Zeitalters wird seltener verstanden, und die berechnete Empfindung, welche auch hier sociale Reformen verlangt, ist geneigt, das Kind mit dem Bade auszuschütten. Dennoch gelangt eine leidenschaftslose Betrachtung der Dinge hier zu einem ähnlichen Ergebnisse wie dort.

## II.

Emile Zola hat in einem seiner Romane mit der ihm eigenen „wissenschaftlichen“ Methode die Wirklichkeit der Börse bis in die intimen Einzelheiten ihrer Technik hinein zu schildern versucht. Im Mittelpunkt steht eine jener Spekulantennaturen, deren Talent nicht sowohl in der schöpferischen Kraft fruchtbringender Gedanken, als in der produktiven Ausbeutung fremder Ideen sich entfaltet; in der Virtuosität, mit der man ein neues Projekt in Scene setzt, Meinung dafür macht, Anhänger und Kapitalien heranzieht, die Hoffnung nährt, die Erwartungen steigert, um dann zuletzt, wenn am Ende alles zusammenbricht, aus der Vernichtung immer wieder emporzusteigen zu neuen Spekulationen und neuen Erfolgen.

In einem Momente des tiefen Sturzes lernen wir den Helden von Zolas Roman kennen; schon nach wenigen Wochen steht er an der Spitze einer „Banque Universelle“, welche, kirchliche und lukrative Zwecke verknüpfend, die Kultur des gelobten Landes im großen Stile durchführen soll. Die Verwertung des religiösen Elementes bei der Gründung dieses Unternehmens ist nur ein Stück in dem Zusammenhange mannigfaltiger Kunstgriffe der Täuschung und des Betruges. Der ganze Kreis der Persönlichkeiten, welcher sich um die Hauptfigur zu dem großen Unternehmen zusammenschließt, enthält fast ohne Ausnahme Leute von ähnlicher Anrüchigkeit. Der einzige anständige Mensch ist bezeichnender Weise der Erfinder der Idee — der Ingenieur, welcher aus seiner früheren Thätigkeit in der Levante die Überzeugung von dem Bedürfnisse neuer Verkehrs-

mittel für das ferne Land mitgebracht hat, welcher bis zum letzten Augenblicke ohne Verständnis von den Manövern der Börse bleibt.

Und ebenso ist die Art der wirklichen Geschäfte, welche die neue Bank zu stande bringt. Nicht gewinnreiche Erfolge der geplanten Unternehmung, sondern eine durch Jahre fortgesetzte Reklame, welcher es gelingt, die Aktien der Bank in fabelhafte Höhe hinauf zu treiben — bis dann endlich kommt, was kommen muß, bis die Seifenblase platzt und der Geld ins Gefängnis wandert. Der schwindelhafte Glanz, in dem er einige Jahre gelebt, wird bezahlt durch den Untergang der vielerlei Existenzen, die dem Irrlicht gefolgt sind. Doch auch dieses ist das Ende nur eines Aktes in dem Drama; bereits dämmert im Hintergrunde die Morgenröte neuer Triumphe, nur auf verändertem Schauplatz, herauf.

Der Dichter aber legt dem Helden die Worte in den Mund<sup>1</sup>: „Die Spekulation ist das Herz, welches das Blut des Wirtschaftslebens, das Geld, ansammelt aus tausend kleinen Kanälen, um es nach allen Richtungen ausströmen zu lassen und die großen Werke der Civilisation zu ermöglichen . . . Es bedarf eines großen Projekts, um die Phantasie zu ergreifen; es bedarf der Hoffnung auf großen Gewinn, um die Leidenschaften zu entzünden, um die Kapitalien anzulocken . . . Die Gefahr des Verlustes, was schadet sie? sie verteilt sich auf viele, je nach dem Vermögen und dem Wagnut der Einzelnen, und die Menschheit hat keine unauslöschlichere Sehnsucht als die, das Glück zu versuchen!“

Indessen, noch eine andere Stimme läßt der Dichter uns vernehmen. Es ist die Stimme des begeisterten Schülers von Karl Marx. „Zawohl,“ ruft dieser dem Börsenhelden zu, „Ihr arbeitet für uns, ohne es zu ahnen . . . Ihr beutet die Masse des Volkes aus, und wenn Ihr Euch vollgefogen haben werdet, dann wird uns nur übrig bleiben, Euch zu expropriieren . . . Jedes Monopol, jede Centralisation führt zum Kollektivismus; der Kollektivismus ist die Umwandlung der Privatkapitalien, die von den Kämpfen der Konkurrenz leben, in ein einziges Gesellschaftskapital, das durch die Arbeit aller bewegt wird . . . eine gemeinsame Produktion in den Fabriken und auf den Feldern, wo jeder arbeitet nach seiner Fähigkeit und jeder entgolten wird nach seiner Anstrengung. Mit der Konkurrenz und dem Privatkapital fallen auch die Geschäfte aller Art, kein Handel, keine Kontrakte, keine Börsen. Die Idee des

<sup>1</sup> L'argent, p. 119.

Gewinnes hat keinen Sinn mehr; die Quellen der Spekulation, der Renten, die man ohne Arbeit gewinnt, sind dann versiegt.“

Hier haben wir also die Alternative. Sie ist keineswegs neu. Aber daß sie zum Gegenstande eines großen Romanes gemacht wird, ist — neben manchen ähnlichen Erscheinungen der heutigen Litteratur — bemerkenswert. Wenn die Alternative jemals zuvor in ihrer ganzen Schroffheit hingestellt worden ist, hier hat der überspannte Naturalismus des Dichters das Seinige hinzugethan.

Wie stehen wir zu dieser Fragestellung? Gibt es in der That nur die Wahl, welche der französische Dichter uns läßt in den Fußspuren des konsequenten Socialismus?

Wir gestatten uns hier zweierlei Einschränkungen, eine — thatsächlicher Art, und eine — principieller. Das Thatsächliche, das Zola uns vorführt, ist gleich allem, was uns seine Romane als Wirklichkeit malen, ein Zerrbild der Wirklichkeit. Es ist jedes ins Unglaubliche gesteigert, und keiner, der die Dinge kennt, wird so etwas für möglich halten. Ein Unternehmen von solcher Schwindelhastigkeit, von so überspannten Zielen; ein Publikum von solch' kindischer Leichtgläubigkeit, so verblendet durch die Lust am Gewinne, so schrankenlos in seinen Hoffnungen; ein Kreis von Persönlichkeiten an der Spitze des Unternehmens, meistens Leuten, die nicht bloß, wie jener Wiener Spekulant nach dem eigenen Zeugnis, mit dem Armel das Zuchthaus gestreift haben, sondern in Wahrheit alle verdienten, darinnen zu sitzen; Geschäftspraktiken, die von Anfang bis zu Ende Ausgeburten der Lüge und des leeren Scheines sind und dennoch Jahre lang gedeihen — das ist eine Utopie der heutigen Erwerbsgesellschaft, wie der Roman Bellamys und ähnlicher Schwärmer Utopien der künftigen Gesellschaft sind. Man kann ein recht offenes Auge für die wirklichen Gebrechen dieser Sphäre haben, jeder erfahrene Blick erkennt in jenem Phantasiegemälde die Andeutungen der wirklich vorhandenen tiefen Schäden; aber so arg ist die Wirklichkeit nicht<sup>1</sup>.

Und dann, das principielle Bedenken. Es handelt sich um den Punkt, an dem der Naturalismus des Dichters und der Naturalismus der socialistischen Ethik ineinander laufen. Es handelt sich um die große Grundfrage der Volkswirtschaft und der Gesellschaft, ob auf dem Boden des heutigen Erwerbslebens wilde Naturgewalten sich austoben, die ihren Bändiger nicht anders zu finden vermögen als durch

<sup>1</sup> Deutsche Börsenmänner haben sich mit Genugthuung auf Zola berufen, um zu zeigen, daß anderswo die Mißstände noch weit größer seien, als in Deutschland.

die Beseitigung dieser Gesellschaft selber in dem socialistischen Staate, oder ob nicht vielmehr schon in der gegenwärtigen Gestaltung des Wirtschaftslebens und jedes einzelnen seiner Organe sittliche Gewalten die natürlichen Triebe gebunden halten, ob diese sittliche Bindung nicht eine fortschreitende ist, und ob nicht auf dem Boden der bestehenden Gesellschaft die Reformen möglich sind?

In Zolas Roman findet sich ein kleiner Zug, welcher lehrreich ist für das, was hier in Frage steht. Einer der wenigen wirklichen Gewinne, die während der Jahre ihres Bestehens die „Banque Universelle“ erbeutet, entspringt dem Verrate eines Depeschen-geheimnisses aus dem Ministerium, das ein Befannter des Ministers aufgefangen und dem Direktor der Bank zugetragen hat. Der Dichter hat hier — vielleicht unbewußt — die merkwürdige Voraussetzung zugestanden, daß in der Welt des zweiten Kaiserreichs, deren allseitige Verkommenheit sein großer Romancyklus darstellen will, die Minister selber über die lukrative Ausbeutung diplomatischer Nachrichten erhaben sind. Man weiß allgemein, daß nur wenige Jahrzehnte zuvor ein Monarch über Frankreich geherrscht hat, der über den Verdacht einer ähnlichen Handlungsweise nicht erhaben war. Wenn nun, erlaube ich mir zu folgern, ein so finsterner Beobachter diesen sittlichen Fortschritt gleichsam als etwas selbstverständliches einräumt, ist dann überhaupt der Glaube so thöricht, der auf einen sittlichen Fortschritt und auf heilende Reformen in diesem ganzen Gebiete sich richtet?

Die Erfahrung giebt in der That solchem Glauben manche kräftigere Stütze als jene Stelle des Romans.

### III.

Die Alternative ist falsch: entweder die Börse, so wie sie in der Darstellung des Socialdemokraten und des Hellmalers aussieht, mit allen ihren empörenden Mißbräuchen, — oder der Socialstaat der Zukunft, welcher keine Börse und keine Spekulation kennt. Aber die andere Alternative ist richtig: die Börse als notwendiges Organ der heutigen im Privatkapital wurzelnden Erwerbsgesellschaft, und ohne sie nur ein Zustand möglich, in dem auch das Privatkapital beseitigt ist.

Der Unterschied der beiden Alternativen liegt in der Anerkennung der sittlichen Gestaltungsfähigkeit; das Gemeinsame in der Anerkennung der Börse als unentbehrlichen Bestandtheils der heutigen Volkswirtschaft.

Im Gegensatz zu verbreiteten Mißverständnissen muß man sich über diese Unentbehrlichkeit zunächst klar werden.

Die Börse ist unentbehrlich für die heutige Gesellschaft, weil sie der konsequente Ausdruck von zweierlei notwendigen Elementen derselben ist — dem Privateigentum an dem werbenden Kapital und der Centralisation des gegenwärtigen Wirtschaftslebens. Die Sphäre des werbenden Privatkapitals kann eingeengt werden; aber was dadurch an Stoff für die Börse verloren geht, wird immer wieder ersetzt und überholt durch die fortschreitende Centralisation der Volkswirtschaft und Weltwirtschaft.

Das eine der beiden Elemente, das Privateigentum am Kapital, braucht hier nicht näher erläutert zu werden; es gilt allgemein als die hauptsächlichste Grundlage unserer heutigen Produktionsweise. Das andere Element, die Centralisation, bedarf einiger erläuternder Worte.

Die gesamte wirtschaftliche Produktion geht bekanntlich allmählich durch mehrere historische Stufen hindurch in die Formen über, welche der entwickelten Arbeitsteilung entsprechen; sie erhebt sich von der Stufe der hauswirtschaftlichen Produktionsweise zur verkehrsmäßigen Produktion, vom naturalen Austausch der Güter zum Umsatze gegen Geld; der Markt, welchem sie ihre Erzeugnisse zuführt, ist zuerst ein nahe gelegener Mittelpunkt des Austausches, auf den dann mit den Fortschritten des geordneten Zusammenlebens und der Verkehrsmittel ein größerer Markt mit weiter reichender Anziehungskraft folgt, bis zuletzt große Weltmärkte über die Länder und die Erdteile hin ihre centrale Macht ausüben und die Produktion entfachen.

Ähnlich der Verkehr in Kapitalnutzungen<sup>1</sup>. Der Stufe der hauswirtschaftlichen Produktionsweise entspricht der kreditlose Zustand, in dem das unverwendbare Kapital der einen Haushaltung nutzlos aufbewahrt, der Kapitalbedarf der anderen Haushaltung durch fremdes Kapital nicht befriedigt wird. Entwickelt sich dann der Kredit, wird das Kreditgeschäft und der Kapitalienverkehr zur ständigen Gewohnheit, so ist es zunächst ein nachbarlicher Austausch mit aller Lästigkeit und Unzweckmäßigkeit, welche diesem örtlich gebundenen, persönlich eingeschränkten Verkehr vielfach eigen sein muß. Das Zusammenpassen des Kapitalbegehres und des Kapitalangebots nach Umfang, Frist, Zinshöhe, Sicherheit u. s. w. wird der Gegenstand einer nur teilweise erfolgreichen Bemühung, weil die Ausdehnung des Kapital-

<sup>1</sup> Vergl. mein „System der Finanzwissenschaft“ (System der Nationalökonomie, Band II, 1889, § 533).



marktes, die Unterstützung der vermittelnden Organe fehlt. Erst der Handel ist es, welcher diese Lücke ausfüllt. Wie dieser für die Waren die Leichtigkeit, Gleichmäßigkeit, Sicherheit des Austausches erst herstellt, wie er dem Produzenten und Konsumenten die Mühe abnimmt, den Gegenpart aufzufuchen, das Zusammenpassende zusammenzufügen — so auch für den Kapitalienverkehr. Durch ihn wird jetzt besorgt, was so lange die Arbeit des Kapitalsuchenden und des Kapitalbesitzenden gewesen. Freilich bleiben, gemäß der Natur aller geschichtlichen Entwicklung, auch nach Erreichung dieser Stufe noch große Massen des alten Kapitalumsatzes übrig, weil die allgemeinen Sitten, weil die individuellen Neigungen sich nur langsam ändern, weil die äußeren Bedingungen des örtlichen Lebens und der Verkehrsverhältnisse verschiedene sind. Aber die Tendenz geht, gemäß dem Zuge der fortschreitenden Volkswirtschaft, auf beständiges Erstarken der neuen vermittelnden Organe und hiermit auf fortschreitende Centralisation des Kapitalmarktes.

Es sind vornehmlich zweierlei Organe, welche sich zu diesem Zwecke der Handel schafft — die „Bank“ und die „Börse“. Die Verschiedenheit dieser beiden beruht darauf, daß die Bank Kapitalnukungen empfängt und giebt, so daß die Urkunden des Kapitalienverkehrs durch ihre eigenen Handelsgeschäfte entstehen (Buchguthaben, Anweisungen, Checks, Banknoten, Wechsel, Pfandbriefe, öffentliche Schuldscheine), daß dagegen die Börse den Umsatz der bereits vorhandenen Urkunden zum Gegenstande hat, daß sie den Handel mit den Wertpapieren vermittelt. Bank und Börse sind daher ebenso integrierende Bestandteile der heutigen Volkswirtschaft, wie Eisenbahnen und Telegraphen, wie die ganze Entwicklung des Verkehrswesens, der Produktion und des Weltmarktes. Die Probe darauf erlebt an sich selber heutigen Tages jede scheinbar noch so weit diesen Dingen entrückte Existenz — von dem Großkaufmann und Großindustriellen, dessen ganzes Geldwesen in die Beziehungen zu Bank und Börse aufs innigste hineingewachsen ist, bis zu dem kleinen Rentner, der von den Zinsen öffentlicher Schuldscheine lebt, oder dem schlichten Handwerksmann, der mit seinen Spareinlagen in der kommunalen Sparkasse oder in der Kreditgenossenschaft mittelbar der Gläubiger des großen Kapitalmarktes wird.

Dieses sind Entwicklungen unserer Volkswirtschaft, die vollkommen unabhängig sind von dem höheren oder niederen Grade der Zustimmung, mit dem wir die sittliche Gestaltung dieser Vorgänge begleiten. Selbst das Wegschneiden eines Teiles der großkapitalistischen

Entwicklung vom Stamme des Privateigentums und die Ersetzung desselben durch öffentliches Eigentum ändert daran nicht viel. Eine unzweifelhaft großartige Maßregel ist die Verwandlung vieler Meilen des preussischen Eisenbahnnetzes aus Aktienunternehmungen in Staatsunternehmung; sie bedeutet die Aufhebung von etwa drei Milliarden Privatkapital durch Staatskapital. Indessen, erstens ist dadurch die Masse der Wertpapiere und damit des Materials der Börse nicht vermindert, sondern nur qualitativ verändert, indem an die Stelle von Aktien und Jahresdividenden Staatsschuldscheine und Staatsrenten getreten sind. Zweitens ist die Bedeutung dieser qualitativen Veränderung (in der Richtung größerer Sicherheit der Kapitalanlage, unzweifelhafter Verminderung des aleatorischen Elementes) eine durchaus relative, weil dadurch die bisherigen Anlässe zu einer gewagteren Kapitalanlage (Luft am Gewinne, höherer Zinsertrag der Kapitalien) nicht beseitigt werden und sich daher jetzt die bisher in Eisenbahnaktien angelegten Privatkapitalien ganz oder zum Teil in andere gewagte Privatunternehmungen begeben, die nun ihrerseits den neuen Stoff für die Börse an Stelle des alten liefern. Das Dreifache jener drei Milliarden preussischer Eisenbahnpapiere ist der Betrag ausländischer Eisenbahnpapiere, die an der Berliner Börse umgesetzt werden. Das Dreifache der deutschen Reichs-, Staats- und Kommunalpapiere (etwa zehn Milliarden Mark) ist der Betrag der ausländischen Staats- und Städteanleihen, die hier umgehen.

Der tiefere Grund für diesen Zug in die Ferne liegt auch nicht, wie eine von der Oberfläche genommene Ansicht zu meinen geneigt ist, in den Machinationen der Börse; er liegt in dem verbreiteten Bedürfnisse des Kapitalbesizes nach einer höheren Rente als derjenigen, welche der Zins der heimischen Staatspapiere gewährt. Und wiederum ist es nicht die Ferne allein, aus welcher dieses gefährlichere Element Nahrung erhält; in unmittelbarer Nähe wächst täglich das Material an, durch die fortschreitende Umwandlung privater Einzelunternehmungen in die börsenmäßige Form des Aktienunternehmens oder der Gründung ganz neuer Aktienunternehmungen. Allein im Jahre 1888 sind die Aktien von fünfunddreißig neuen Industriegesellschaften an der Berliner Börse eingeführt mit einem Gesamtkapital von 131 Millionen, im Jahre 1889 etwa die doppelte Zahl.

## IV.

Die eigentümliche Form der Börsengeschäfte ändert an der hier dargelegten Sachlage ebenfalls nichts. Es kann ihr unmöglich zum Vorwurf gereichen, daß sie so oft von Leuten verurteilt wird, die nicht das Mindeste davon verstehen.

Ich glaube diese Geschäftsform am besten dadurch verdeutlichen zu können, daß ich auf das Gebiet des Warenhandels hinübergreife, der in gewissen Zweigen durch diese Form in eine nahe Verwandtschaft zu der Börse des Wertpapierhandels tritt.

Eine verbreitete Vorstellung von dem Wesen des Wertes und der Produktion (als der Hervorbringung von Wert) haftet an der äußeren Handgreiflichkeit der Dinge. In der Wissenschaft hat diese Vorstellung lange geherrscht und die Erkenntnis der Vorgänge des Lebens erschwert; in der Alltagsmeinung ist sie heute noch mächtig, und ihre Zähigkeit wird durch große praktische Interessen, öfters mit autoritativer Sanktion, unterstützt. Es ist aber verkehrt, gewisse naturale Umgestaltungen in der Substanz der Güter zum Maßstabe oder zur Bedingung des Wertes zu machen, ihre Herstellung zur Bedingung der Produktivität. Die größten Anstrengungen dieser Art können durchaus unproduktive sein, wenn sie der Anpassung an den Bedarf ermangeln, ohne welchen es keine Wertbildung giebt. Und sie werden mehr oder weniger produktive sein, je nachdem ihnen diese Anpassung an den Bedarf zu Teil wird. Anpassung an den Bedarf ist Wertbildung, ist Wertsteigerung, ist also Produktivität.

In jeder Gruppe der wirtschaftlichen Thätigkeiten verbindet sich dieses Element der Produktivität mit dem technischen Element, welches die naturale Form der Dinge umgestaltet — in der Landwirtschaft, in dem Gewerbe, in dem Handel, sei es nun die Wandlung des Saatkorns in die Frucht der neuen Ernte, sei es die Wandlung des rohen Stoffes in die fertige Form des Gebrauchsgegenstandes, sei es der Transport und die Aufbewahrung der Waren, die Vereithaltung und Austeilung des im großen Eingekauften für die kleineren Mengen des täglichen Bedarfs. Aber eigentümlich dem Handel ist es, daß er in seiner reinsten Form sich von diesem naturalen Elemente loszulösen vermag, und die Technik dieser konzentrierten Erscheinung des Handels vollzieht sich in der Form der Börsengeschäfte.

An dieser Stelle eine nähere Erklärung von den Börsengeschäften zu geben, ist nicht möglich; es muß genügen, auf die vorhandene

Litteratur zu verweisen, welche bereits umfangreich und eingehend genug ist.

Aber von der ökonomischen Wirkung derselben mag hier wenigstens mit einigen Worten geredet werden.

Als man vor nicht vielen Jahren über die Niedrigkeit der Getreidepreise in den dadurch ungünstig berührten Kreisen klagte, als diese Klagen auch höheren Orts ein geneigtes Ohr fanden, behauptete man hier und dort, an der Niedrigkeit der Preise sei neben anderen Ursachen (namentlich neben der übermächtigen Konkurrenz des Auslands) die Spekulation der Kornbörsen schuld. Neuerdings sind wir in Deutschland, angesichts der Änderung der Getreidepreise, die man allgemein als ungewöhnlich hohe anerkennt, bereits daran gewöhnt, derselben Spekulation vorwerfen zu hören, daß sie die hauptsächlichste Schuld an dieser Steigerung trage.

Obwohl der Widerspruch der beiden Vorwürfe nicht dazu angethan ist, Vertrauen in ihre Berechtigung zu erwecken, wäre es dennoch möglich, daß ihnen ein gemeinsamer Grund Berechtigung gäbe, nämlich der, daß durch die Börsenspekulation die Preisschwankungen je nach den aufsteigenden oder absteigenden Konjunktoren vergrößert werden, daß zeitweilig die Steigerung der Preise verstärkt, zeitweilig die Senkung vergrößert werde. Glücklicherweise ist es nicht schwer, den ziffermäßigen Beweis des Gegenteiles auf dem Boden der Erfahrung anzutreten, indem man nämlich untersucht, wie weit sich in der Spekulation einer großen Getreidebörse der Irrtum des Lieferungspreises von dem nach einem Halbjahr wirklich eingetretenen Preise entfernt hat, und indem man eine solche Untersuchung ausdehnt über eine lange Reihe von Jahren, um in der großen Masse der Erscheinungen die durchgehende Wahrheit zu finden, um womöglich ein Gesetz der Entwicklung zu entdecken.

Untersuchungen dieser Art sind längst gemacht. Ihr Ergebnis ist niedererschlagend für das dilettantische Vorurteil gegen die Wirksamkeit der Spekulation. Teils sind die Irrtumsdifferenzen überhaupt sehr kleine, unendlich viel kleiner, als die unklaren Vorstellungen des Publikums wähen; teils sind die Differenzen im Laufe der Zeit immer geringer geworden. So zeigt eine Beobachtung der Berliner Kornbörse aus den letzten vierzig Jahren ein Herabgehen der Irrtumsdifferenz von 15 % auf etwa 5 %. Erst die letzten fünf Jahre mit dem unberechenbaren Element der Kornzollerhöhungen erfahren eine Steigerung jener Differenz; indessen auch diese ist mäßig.

Es ist hier einer von den häufigen Fällen, wo der nüchterne

Anblick der Zahlen (der nur eben nicht die Sache des geehrten Publikums ist) einen ganz anderen Eindruck macht, als die regellosen Phantastiegebilde der öffentlichen Meinung; Phantastiegebilde, die gleichwohl in Parlament und Presse, in Interessenvertretungen und zum Teil weit höher hinauf, immer noch ihr Wesen treiben. So hat ein landwirtschaftlicher Provinzialverein zu Anfang Mai des Jahres 1891 eine Erklärung folgenden Wortlauts erlassen<sup>1</sup>:

„Der ungünstige Stand der Wintersaaten, die daraus hergeleitete Besorgnis für die Ernte und die Aussicht auf den Handelsvertrag mit Österreich-Ungarn werden schon jetzt durch die Getreidebörse und gewissenlose Händler zu Spekulationen, Termingeschäften und Ringbildungen ausgebeutet, welche eine den wirklichen Verhältnissen nicht entsprechende Preistreiberei und eine unbegründete Verteuerung des Brotkornes, somit eine Bedrückung der arbeitenden Klassen des Volkes zur Folge haben. Wenn es bis dahin an gesetzlichen Mitteln fehlt, diesem Anflug entgegenzutreten, so erwarten wir vertrauensvoll von der Königl. Staatsregierung, daß dieselbe solche herbeiführen und diesen Übelständen, welche den Umsturzparteien in die Hände arbeiten, entgegentreten wird. Wir erheben aber schon jetzt Widerspruch gegen den Versuch, die durch jene wilde Spekulation herbeigeführte Verteuerung dem bestehenden Schutz Zoll zur Last zu legen, welcher gegenüber diesen Treibereien des gewinnstüchtigen Großkapitals mit ihren Folgen nicht in Betracht kommt.“

Wir haben hier eine ganze Sammlung von üblichen Übertreibungen und Mißverständnissen bei einander; heben wir nur die hauptsächlichsten hervor. Es wird darin von einer großen Preisverteuerung gesprochen, die im Frühjahr 1891 durch die Kornspekulation herbeigeführt worden sein soll und gegen welche die Bedeutung des Schutzzolles nicht in Betracht komme. In Wahrheit beträgt die Höhe jener Steigerung im Frühjahr 1891 (als Folge der ungünstigen Ernteausichten) etwa 20 Mark für die Tonne Korn, der Kornzoll aber 50 Mark. In London, wo es eine ebenso lebhaftere und noch lebhaftere Kornspekulation giebt als in Berlin, kostete der Weizen zu Anfang Mai 1891 noch nicht 200 Mark für die Tonne, während er gleichzeitig in Berlin (als Folge des Schutzzolles) 242 Mark kostete, der Roggen in London 159 Mark gegen 202 Mark in Berlin. Jede Preissteigerung an dem einen Orte der Spekulation oder in dem einen Lande kann sich behaupten nur im Zusammenhange mit der Spekulation aller anderen Länder und Börsen; jede einseitige Steigerung ruft die Reaktion der anderen Seiten wach und die Ausgleichung findet ihre Widerstände nur in den Transportkosten und den bestehenden Grenzzöllen.

<sup>1</sup> Jahresbericht der Handelskammer zu Münster i. W. für 1890. S. 68 ff.

Wenn sich aber eine allgemeine Tendenz in der Richtung der Steigerung entwickelt und behauptet, so liegt das einfach daran, daß die objektiven Gründe der Preisgestaltung darauf hinweisen. Dieselben Leute, welche vor nicht langer Zeit der Kornspekulation vorgeworfen haben, daß sie den Preisdruck veranlaßt, vergessen, daß die Spekulation als solche dem Steigen oder Sinken der Preise ganz neutral gegenübersteht, daß die Parteinahme nach der einen oder der anderen Richtung lediglich von den objektiven Anlässen abhängt. Sie wissen nicht, daß es gerade in dem Wesen der Börsengeschäfte liegt, mit gleicher Leichtigkeit auf die Senkung wie auf die Steigerung der Preise spekulieren zu können, und daß diese Leichtigkeit das Mittel ist, jeder übertriebenen Preisentwicklung durch die entgegengesetzte Spekulation Widerstand zu leisten. Der Vorwurf der Preistreiberei entspringt einem Gesichtskreise, welcher durch die heutigen Geschäftsformen der Spekulation zu einem veralteten geworden ist. Vor Zeiten hatte der Kornspekulant aus der reichlichen Ernte Korn aufgespeichert, um für die Zeit der schlechten Ernte Vorrat zu haben; in der Gegenwart kann er seine Spekulation vollführen, sei es auf Steigen oder auf Fallen, je nach den sich ändernden Ansichten von Tage zu Tage; sein Interesse ist ebenso wenig an die Steigerung wie an die Senkung der Preise einseitig gebunden. Auch die öfters in die Zeitungen dringenden Mitteilungen von Preistreibereien, die zu einem bestimmten Lieferungstermin stattgefunden haben, beurteilt man nicht richtig, wenn man darin Machinationen gegen die Massen der Brotkonsumenten sieht; es sind vielmehr durchaus nur Machinationen der einen Kreise der Spekulation gegen die anderen, die in entgegengesetzter Richtung engagiert sind, und so erfolgreich dieser Kampf ausfallen mag, für die außerhalb der Spekulation stehenden Millionen des Volkes hat er gar keine Tragweite; denn die Preissteigerung beschränkt sich meist auf wenige Tage und verharret daher auf den Höhen des großen Geschäftsverkehrs, hat gar nicht Zeit genug, in die breiten Niederungen des Konsums hinabzusteigen.

Mißernte in vielen Ländern, zumal daheim, Ausfuhrverbote großer Kornproduktionsländer, Einfuhrzölle von exorbitanter Höhe — man sollte meinen, das seien objektive Gründe, die eine Preissteigerung genügend erklären; und die Empfindlichkeit der Kornbörsen für diese Anlässe beweist gerade deren Leistungsfähigkeit. Wie wir denn andererseits nur kürzlich beobachten konnten, daß die momentane Aussicht auf Suspension der Kornzölle sofort einen starken Rückgang der Spekulationspreise bewirkte, der wieder verschwand, als die Aussicht verschwand.

## V.

Indessen, ich darf diese Auseinandersetzungen bei dem gegenwärtigen Anlasse nicht weiter ausdehnen. Sie sollen nur zeigen, wie man nach dem heutigen Standpunkte der Wissenschaft bereitwillig das Börsenwesen und seine eigentümlichen Geschäftsformen in Schutz nehmen kann und nichtsdestoweniger rückhaltslos die Mißstände erörtern, welche sich an die Börsen der Gegenwart knüpfen.

Giebt es doch andere Entwicklungen der Volkswirtschaft, für welche eine gleichartige Betrachtungsweise längst Gemeingut geworden ist. Ich denke hier namentlich an den Kredit. Die Einhelligkeit der Ansichten in Bezug auf ihn ist ungefähr gleich groß, ob man von der Unentbehrlichkeit der auf Kredit gegründeten Anstalten für die moderne Produktion, für das Geldwesen, für den Staatshaushalt, Gemeindehaushalt u. s. w. redet, oder ob man die Ausartungen des Kredits in den fahrlässigen und betrügerischen Bankerotten, in der wucherischen Ausbeutung der Notlage bedürftiger Personen oder in irgend welchen anderen Formen mißbilligend sich vergegenwärtigt. Jene unentbehrlichen Organe der heutigen Volkswirtschaft tastet niemand an; diese bössartigen Auswüchse wünscht jeder beseitigt zu sehen.

Die Reform der Börse hat denselben Standpunkt einzunehmen.

Sie ist ein unentbehrliches Organ der heutigen Volkswirtschaft; aber sie ist sittlichen Geboten, sie ist einer Kritik ihrer sittlichen Gebrechen unterthan, ihre Mißbräuche sollen und können geändert werden.

Fragen wir nach der Art dieser Mißbräuche, und suchen wir dieselben zu gruppieren, so finden wir sie theils in dem Verhältnisse der Börse zu den weiteren Kreisen der besitzenden und erwerbenden Gesellschaft, theils in den Sitten und Ordnungen der Börse für sich selber, theils endlich in dem socialpolitischen Kontraste der Börsenwelt zu der großen Masse der übrigen Welt.

Wir fassen zunächst die erste Gruppe ins Auge.

Je mehr der Kapitalreichtum eines Landes wächst und sich über die verschiedenen Schichten der Bevölkerung ausbreitet, je mehr zugleich die Centralisation des Kapitalmarktes, wie wir sie oben als notwendige Folge der entwickelten Volkswirtschaft kennen gelernt, jenen ausgebreiteten Kapitalreichtum in ihre Maschen hineinzieht, um so selbstverständlicher wird die Theilnahme weiter Kreise der Gesell-



schaft an den Kapitalanlagen der Börse<sup>1</sup>. Die Zweckmäßigkeit der Form dieser Kapitalanlagen erweist sich keineswegs nur für die spezifischen Kreise des Börsenhandels, sondern zum Teil ebenso sehr für die übrigen Kapitalisten. Man vergegenwärtige sich einmal die Schwerfälligkeit und Plumpheit des herkömmlichen Hypothekenverkehrs mit den Formalitäten seiner Eintragungen und Löschungen, mit den langen Kündigungsfristen, mit den Verlegenheiten, Umständlichkeiten und Kosten eines Handwechsels der Kapitalien, und stelle dem gegenüber die kurze Einfachheit und Promptheit der Kapitalanlage und Kapitalzurückziehung bei dem Gebrauche börsenmäßiger Wertpapiere. Das ist eine Frucht reiferer Verkehrsformen von ähnlicher Art wie der Gebrauch der Eisenbahn an Stelle der alten Postkutsche.

An diesen ersten Schritt knüpft sich unmittelbar ein zweiter; ja er ist in dem Wesen jeder Kapitalanlage enthalten. Es ist die abstoßende Wirkung, welche die mit dem Kapitalreichtum der heutigen Volkswirtschaft notwendiger Weise verknüpfte Niedrigkeit des Zinsfußes auf die nach höherem Zinse lüsternen Kapitalbesitzer ausübt und sie den höher verzinslichen Kapitalanlagen zutreibt. Es bedarf dazu der börsenmäßigen Form der Wertpapiere nicht; das Gleiche ist auch in der einfachen Form des Hypothekenverkehrs und des sonstigen lokalen Darlehnsverkehrs möglich. Aber die Börsenpapiere bieten eine verführerische Fülle und Mannigfaltigkeit von Kapitalanlagen dar. Es wäre auch schlimm um die tausenderlei Unternehmungen, den Anlehnungsbedarf fremder Staaten u. s. w. bestellt, wenn sich nicht verbreitete Bereitwilligkeit unter den Kapitalbesitzern fände, ihre Mittel für diese Zwecke herzugeben. Sie setzen vielmehr solche Bereitwilligkeit voraus; die Zunahme derselben im großen

---

<sup>1</sup> Einen Anhalt für die Ausbreitung derartiger Kapitalanlagen über die größere Zahl kleinerer und mittlerer Kapitalisten giebt unter anderem die Mitteilung, die der Präsident der Reichsbank am 29. November 1889 in der Sitzung des deutschen Reichstages machte hinsichtlich der Verteilung der Aktien der Reichsbank, welche ganz im Widerspruche steht zu manchen häufig gehörten Ansichten darüber:

|                              |                                      |
|------------------------------|--------------------------------------|
| Anteilseigner der Reichsbank | gab es überhaupt 7784; davon besaßen |
| 3546                         | nur einen Anteil (je 3000 Mark),     |
| 1276                         | = zwei Anteile,                      |
| 849                          | = drei Anteile,                      |
| 1594                         | = vier bis zehn Anteile.             |

Eine größere Zahl als 10 Anteile hatten nur 519 Personen, davon 365 Personen 11—30 Anteile, 154 Personen 31 und darüber.



Zuge der Entwicklung liefert den Stoff für die fortschreitende Masse jener Unternehmungen.

Allein unvermeidlich ist hierbei eins. Der Zins irgend einer Kapitalanlage ist darum ein höherer, als der Zins einer anderen Kapitalanlage, weil die Gefahr des Verlustes von Kapital und Zins als soviel größer erscheint. Denn wäre das nicht der Fall, so würde sich bereitwillig das Kapital der einen wie der anderen Anlage unter gleich billigen Bedingungen darbieten. Wer also höheren Zins will, der will damit thatsächlich (ob auch sehr wider seinen Wunsch) größere Gefahr. Sein Wunsch geht dahin, eine solche Kapitalanlage zu treffen, in welcher der höhere Zinsgewinn sich mit möglichst großer Sicherheit vereinigen läßt. Die Auswahl, welche durch diese Absicht geleitet wird, führt aber den einzelnen Kapitalisten in die Bahnen der Spekulation selber. Der Zweck der Spekulation ist (in großen Verhältnissen oder in kleinen, durch den berufsmäßigen Effektenhändler betrieben oder durch den kleinen Kapitalbesitzer) immer darauf gerichtet, innerhalb der Mannigfaltigkeit von Kapitalanlagen diejenige zu entdecken, welche im Verhältnis zu den übrigen die relativ größte Rente mit der relativ größten Sicherheit vereinigt. Das Niveau gleicher Rente und gleicher Sicherheit stellt sich her durch ein fortwährendes Wellengefräusel, in welchem die schwankenden Meinungen, die abweichenden Schätzungen der einzelnen Spekulanten, die wechselnden Einflüsse der entscheidenden Thatfachen die Höhen und Tiefen erzeugen.

Das eigentümliche socialpolitische Problem, welches hier entsteht im Hinblick auf die Masse der Kapitalbesitzer und im Unterschiede dieser letzteren zu den berufsmäßigen Geschäftsleuten der Börse, beruht theils auf der Kleinheit des Kapitalbesitzes der Mehrzahl, theils auf der Unkenntnis, Unerfahrenheit und Urteilslosigkeit derselben.

Jede gefährvolle Spekulation ist in dem Grade billigenswerth, als sie sich der ökonomischen Gesamtlage der spekulierenden Persönlichkeit einfügt. Wenn ein Rothschild um einer Grille, um einer ehrgeizigen Laune willen einige Millionen an eine tolle Spekulation setzt, so thut er das mit dem Bewußtsein, daß auch der Verlust seine Stellung nicht im mindesten erschüttert. Der große Kapitalist, der einen Teil seines Vermögens in einem gewagten Aktienunternehmen mit großen Gewinnaussichten, aber auch mit großer Verlustgefahr anlegt, setzt, wenn er vernünftig operiert, nicht mehr aufs Spiel, als was er unter Schonung seiner Vermögensstellung zu wagen imstande ist. Die Verteilung des Risikos auf verschiedene Unter-

nehmungen, die möglichst so verschieden, daß die Gewinn- und Verlustchancen nicht parallel laufen, ist die Aufgabe des verständigen Geschäftsmannes. Gerade das Aktienwesen hat einen seiner hauptsächlichsten Vorzüge in der Leichtigkeit der Zerlegung des Gesamtkapitals einer Unternehmung in zahlreiche Anteile, und damit in der Beförderung jener Verteilung des Risikos.

Der kleine Kapitalist ist als solcher überhaupt nicht befähigt, innerhalb seines Besitzes eine derartige Verteilung vorzunehmen. Der Spielraum der freien Verfügung über relativ entbehrliche Teile des Vermögens fehlt ihm; eine Verteilung der Gefahr findet keinen Raum, weil die Gefahr selber außer jedem Verhältnisse steht zu der Kleinheit des Besitzes. Hiermit liegt der Trieb im Streite, die Kleinheit des Kapitals, zumal bei sinkendem Zinsfuße der sicheren Kapitalanlagen, ergiebiger zu machen durch rentablere, daher gewagtere Anlagen. Der Konflikt besteht in dem Reize des kleinen Besitzes zu bequemerer Einkommenslage und in der Unvernunft, durch gefährliche Anlage mit dem kleinen Kapital die ganze Existenz aufs Spiel zu setzen.

Verschärft wird dieser Konflikt durch die Urteilslosigkeit der großen Mehrheit kleiner und mittlerer Kapitalisten. Was der berufsmäßige Spekulant sich täglich vor Augen hält, den Zusammenhang zwischen Gewinnaussicht und Verlustgefahr, was ihm der Anblick der Börse beständig wiederholt — der kleine Kapitalist sieht es nicht; er sieht nur die rosige Seite der Sache, er sieht nur das, was seinen Hoffnungen schmeichelt. Und auch hierin sieht er nur, was ihm andere davon gesagt haben, was etwa die eigene und die fremde Phantasie zu der Wirklichkeit hinzuerfunden haben.

Darum die verheerenden Wirkungen, welche durch große Spekulationsepochen in den weiten Kreisen des Publikums angerichtet worden sind. Es sind jene Zeiten, in denen ungewöhnliche Erfolge, Entdeckungen, Erfindungen die Gewinnlust und Wagemut angefacht, da an das Gelingen einzelner Unternehmungen sich der Mut neuer und größerer Unternehmungen geknüpft, da am Ende sich eine Atmosphäre entwickelt hat, in der alle kühle Überlegung gewichen ist. Die oft wiederholten Erzählungen von dem Tulpenschwindel, der in den Niederlanden 1636—1637 sein Wesen getrieben, von den Spekulationen der Zeit Jean Lams, da in London und Paris sich Zustände entwickelten, die an Tollheit alles übertreffen, was die Verirrungen der Spekulation seitdem irgendwo geleistet haben, bis zu den neueren Spekulationsperioden des Eisenbahnzeitalters und seiner Projekte — sie alle reden am lautesten von den Opfern, welche in

den breiten Schichten des kleinen Kapitalbesitzes gefallen sind. Unter den neueren aufsehenerregenden Ereignissen dieser Art war es besonders die Untersuchung über die Anleihen einiger centralamerikanischer Republiken in England (1875), deren skandalöse Vorgänge das Londoner Parlament längere Zeit beschäftigten.

Es unterliegt keinem Zweifel, daß die menschliche Leichtgläubigkeit, die Verblendung, die blinde Gewinnlust, die sich in solchen Perioden offenbart, nicht dieselbe geblieben ist im Wechsel der Zeiten. Was aus London oder Paris von der Zeit des Südschwindels über die Ausschweifungen der Spekulation erzählt wird, ist heutzutage weder dort noch sonst in einem civilisierten Lande möglich. Die neuesten Spekulationsperioden haben ein ganz anderes Aussehen als die älteren. Ein Fortschritt der Vernunft ist unverkennbar. Aber selbst die neuesten Erlebnisse zeigen noch einen so starken Rest von Unvernunft, Verblendung, Urteilslosigkeit, daß wir uns schwer entschließen können, im Sinne einer älteren Doktrin den Folgen derselben kühl zuzuschauen.

Es handelt sich auch nicht bloß um solche Perioden, die ja, wie wir eben in den letzten Jahrzehnten beobachten, nicht gar so schnell wiederkehren. Ohne diese, an sich nur kurzer Dauer fähigen Zeitläufte ausschweifender Spekulationslust haben wir in dem täglichen Gange der Dinge ein fortwährend sich behauptendes und erneuerndes Verhältnis der kapitalbesitzenden Klassen zu den Anlagegelegenheiten der Effektenbörse, das für sich allein, nur nicht in so akuter, so schreiender Art, dieselben Bedenken wachruft. Die Bedenken nämlich über die vermittelnden Organe, welche das Kapitalanlagebedürfnis dieser Schichten mit dem eigentlichen Geschäftstreiben der Börse in Zusammenhang bringen.

Hier sitzt nach meiner Meinung ein schweres Gebrechen der heutigen Zustände, hier muß abgeholfen werden.

Das, was der durchschnittsmäßige Kapitalist bedarf, ist ernsthafte Belehrung durch die überlegene Sachkenntnis des berufsmäßigen Geschäftsmannes, ist eine unbedingt vertrauenswürdige Persönlichkeit, welche diese Aufgabe nach bestem Gewissen erfüllt und dafür keinen anderen Vorteil sucht, als den offen eingestandenen Betrag der Kommissionsgebühren. Es wäre eine arge Übertreibung, wenn man leugnen wollte, daß es im einzelnen solche Persönlichkeiten giebt; aber ebenso gewiß ist es, daß dieselben nicht die Regel bilden, daß es in der großen Anzahl der hiefür konkurrierenden Geschäftsleute, und zumal unter denen, die sich mit allen Mitteln der Reklame dem

Publikum am meisten bemerkbar machen, nicht wenige giebt, die geradegu auf betrügerische Ausbeutung der Gewinnlust unerfahrener Leute ausgehen oder, sofern sie das nicht thun, zum mindesten auf Anfachung der Spiellust derselben bedacht sind, um dabei in mannigfaltigen Formen ihren sicheren Gewinn zu machen.

Der Anfang dieser Manipulationen besteht meistens darin, daß ein Besitzer von Wertpapieren durch den Banquier beredet wird, seinen Besitz von Pfandbriefen, Staatsrenten oder sonstigen soliden Anlagepapieren gegen gefährlichere, aber aussichtsreichere Papiere umzutauschen; daß die schlummernde, halbwegs bereits vorhandene Neigung des Kapitalisten in dieser Richtung bestärkt, daß dann auf diesem Wege weitergegangen und die Gewinnlust des Urteilslosen trotz aller Mißerfolge lebendig erhalten wird. Daher möglichst häufiger Wechsel der Anlagepapiere: denn je häufiger die Umsätze, um so häufiger die Provisionen des Banquiers; Bevorzugung von obskuren Wertpapieren, bei denen die Unsicherheit des Kurses die leichteste Gelegenheit giebt, den Kunden über den wirklich gezahlten Wert zu täuschen; oder auch marktgängige Spekulationspapiere, deren tägliche und stündliche Schwankungen reichlichen Unterschlupf bieten für den Betrug am Einkaufs- oder Verkaufspreise, der den uneingeweihten Kunden zu der Verwunderung treibt, daß seine Papiere immer zum teuersten Preise gekauft und zum niedrigsten Preise verkauft werden. Fängt endlich der Kunde an, mißtrauisch zu werden, so sorgt der Banquier dafür, daß er ihm einen Kurszettel mit entsprechender Kursnotierung, daß er ihm eine Rechnung von dem Handlungshause, an das er verkauft, vorlegen kann — dreiste Mittel des Betruges.

Hier sind nur Andeutungen gegeben; es ist überflüssig und es ist nicht erbaulich, tiefer in die Einzelheiten hineinzuleuchten. Auch braucht keineswegs behauptet zu werden, daß alle diese Mittel miteinander angewandt werden; es genügt, daß ein Teil davon, daß einzelne häufig gebraucht werden, um die Thatsache zu beweisen, daß auf diesem Gebiete überlegene Gewissenlosigkeit der Unerfahrenheit des Publikums gegenübersteht und sie ausbeutet.

Noch tiefer nistet sich das Übel ein, wenn die Bemühungen dieser sog. Bankgeschäfte (von denen uns die Anzeigen der Tagesblätter beständige und zahlreiche Zeugnisse liefern) es dahin bringen, den Besitz an Wertpapieren, den sie in den Händen ihrer Kunden wissen, in ein Unterpand für Differenzspekulationen in der Form der Termingeschäfte zu verwandeln. Dies ist der kürzeste Weg, den Ruin

kleiner und mittlerer Kapitalisten, die so unglücklich sind, in solche Hände zu geraten, binnen weniger Monate herbeizuführen.

Es hat eine Zeit gegeben, wo eine seelenlose Doktrin der Volkswirtschaft mächtig genug war, daß angesichts ähnlicher Erscheinungen selbst von dem Bundesrathstische des Deutschen Reichstages her die kühle Wahrheit verkündet werden konnte, es werde niemals gelingen, Leute, die ihr Geld los sein wollen, daran zu hindern. Die Ansichten haben sich seitdem geändert. Man ist von dem Gefühle durchdrungen, daß auf diesem wie auf anderen Gebieten der Volkswirtschaft das Gehenlassen wohl die bequemste, aber nicht die heilsamste Maxime ist.

Die Mißstände, welche wir hier berührt haben, betreffen diejenige Seite der ganzen Angelegenheit, welche sich am nächsten mit den Interessen der Gesamtheit oder doch eines großen Theiles derselben berührt. Ähnlich etwa, wie die Preisentwicklungen des Großhandels und seiner Spekulationen für die Gesamtheit der Konsumenten nur mittelbare Bedeutung haben, unmittelbar dagegen erst durch die Preise des Kleinhandels hindurch für dieselben wirksam werden. So auch die Börse. Was immer ihre sonstige Tragweite für die ganze Volkswirtschaft sein mag, von dieser Seite her greift sie direkt in Tausende und aber Tausende von Existenzen ein.

Die Abhülfe der fraglichen Mißstände ist allerdings nicht leicht; durchgreifend und mit einem Schlage abzuhelpen, ist nicht möglich. Aber einiges läßt sich dennoch thun.

Zunächst kann die Reichsbank, als ein nicht nur vom Reiche bevorrechtetes, sondern auch vom Reiche verwaltetes Institut, durch planmäßige Ausdehnung dieses Geschäftszweiges (vgl. Reichsbankgesetz vom 14. März 1875, § 13) das Quantum von gutem Glauben und Rechtsschaffenheit, das hier mangelt, bedeutend erhöhen. Es kommt nur darauf an, daß diese mit amtlicher Würde ausgestattete Anstalt sich diejenige Leichtigkeit im Verkehr mit dem Publikum zu eigen macht, welche mit amtlicher Würde meist nicht Hand in Hand geht; daß sie vielmehr an Entgegenkommen im täglichen Verkehr, an Ausdehnung ihrer Zweiganstalten, an Billigkeit ihrer Bedingungen mit den privaten Geschäftshäusern eine ebenso wirksame Konkurrenz aufnimmt, wie sie auf der anderen Seite einen Beruf darin zu suchen hat, daß sie als ein Berater und Warner den Kapitalbesitzern zur Seite steht, im Gegensatz zu den Lockrufen und Täuschungen, von denen diese bedroht sind.

Der Einwand liegt nahe, daß hier abermals der private Erwerb und die Selbständigkeit der darin wurzelnden Existenzen vermindert

werde zu Gunsten großer centraler öffentlicher Organe. Indessen nicht gegen jene Selbständigkeit überhaupt, sondern nur gegen solche Existenzen, die für das Gemeinwesen schädlich sind, soll sich der Kampf der stärkeren Centralgewalt richten, während die rechtschaffene Konkurrenz auch fürderhin sich wird behaupten können. Dazu wird heute das Gedeihen derartiger Existenzen mit dem Untergange anderer bezahlt, die eben jenen so wünschenswerten Mittelstand des Besitzes darstellen.

Ein fernerer Weg der Abhülfe liegt darin, daß man endlich mit einer öffentlichen Reinigung des Reklamewesens unserer Tages- und Wochenblätter Ernst macht. Die Unterdrückung derjenigen Reklamen, welche sich auf die Börsenspekulation beziehen, wird zunächst allerdings einige Schwierigkeiten haben, so lange neben den leider immer noch bestehenden Staatslotterien mit neuen staatlichen Privilegien außerordentliche Lotterien veranstaltet werden, die in ebenso marktschreierischem Tone sich anbieten, wie die Spekulationen der Börse. Es wird aber vielleicht bald eine Zeit kommen, wo man über diese „realistischen“ Mittel öffentlichen Aufwandes anders denkt, als eben in diesem Augenblick.

Drittens, glaube ich, kann ähnlich, wie es seit Jahren bereits (obwohl noch viel zu wenig) gegenüber den Geheimmitteln geschehen ist, daß die Polizeibehörden auf Grund fachverständiger Analysen Bekanntmachungen zur Belehrung des Publikums veröffentlichen, auch für dieses Gebiet manches geschehen: wenn etwa Warnungen verbreitet werden gegen die Lockrufe zur Börsenspekulation; wenn gewisse Spekulationspapiere, die zeitweilig dem Publikum in die Hände gespielt werden, einer sachlichen Kritik unterworfen werden, wenn allgemeine Belehrungen veröffentlicht werden, die gegen die Verblendung des Publikums ankämpfen.

Auch gegen Maßregeln, wie die hier vorgeschlagenen, liegen die Einwände nahe. Jedoch wird die Frage im Ernste nicht die sein, ob man an der Ausdehnung polizeilicher Einschränkungen ein besonderes Gefallen hat, sondern vielmehr die, ob solche Einschränkungen das geringere Übel sind, verglichen mit den unleugbaren Mißständen, die wir erörtert haben.

Ich möchte auch nicht behaupten, daß die erwähnten Mittel der Abhülfe die besten und einzigen sind; ich möchte nur eine ungefähre Andeutung für die Möglichkeit und Richtung der Abhülfe geben. Das aber ist meine feste Überzeugung, daß mit der Be-

feitigung dieser Mißstände ein großer Teil der Klagen verstummen, ein großer Teil der Verbitterung aufhören wird, die sich gegenwärtig gegen die Börse richten.

## VI.

Die Fragen, die sich an das Berufsleben der Börse knüpfen, hängen teils mit den Problemen der Handelsthätigkeit zusammen, teils erhalten sie ihre eigentümliche Zuspitzung durch die besonderen Geschäftsformen der Börsenspekulation.

„Mercatores consueverunt futura pronosticari,“ sagt ein alter Lehrer des Handelsrechts. Die eigentliche Quintessenz der Handelsthätigkeit ist damit ausgedrückt. Die zukünftige Entwicklung der Produktion und des Bedarfs zu überblicken, gegenwärtige und künftige Vorräte in Einklang zu setzen, aus den Anzeichen der Gegenwart die vermutliche Gestaltung der Zukunft zu berechnen — es ist der leitende Gedanke des Handels oder, was dasselbe bedeutet, es ist die Spekulation. Alle begleitende Thätigkeit des kaufmännischen Berufes ist dieser untergeordnet, verhält sich wie die Materie zum Geist, wie das Handwerkszeug zu der führenden Hand. Aufspeicherung und Transport der Güter, die vermittelnde und die Aufträge besorgende Thätigkeit des Maklers, Agenten, Kommissionärs, das Bereithalten der Waren für den Bedarf, der Kleinverkauf der im großen eingekauften Güter — alles das sind die begleitenden Geschäfte des Handels, sind die an der örtlichen und zeitlichen Fortbewegung der körperlichen Gestalt der Waren arbeitenden Thätigkeiten. Weil diese letzteren in handgreiflicher Weise einwirken auf die Gütermwelt, räumt man ihnen die Eigenschaft der Gemeinnützigkeit vorzugsweise ein.

In der Spekulationsthätigkeit andererseits zeigt sich das Problematische des Handels im intellektuellen und moralischen Sinne. Eine Kraft, das Zukünftige voranzuschauen, ist niemandem verliehen. Liegt es in der Aufgabe des Handels, etwas der Art zu leisten, so ist damit von selber gesagt, daß Aufgabe und menschliche Schranken im Streite liegen. Das irrationelle Element des Unberechenbaren bleibt immer übrig, und die Folge davon ist, daß Gewinne und Verluste des Handels zu einem Teile die Folge des blinden Zufalls, nicht der vorausschauenden Berechnung sind. Daher auch die zahlreichen Beweise in der Erfahrung, daß die Erfolge im Handel entweder überhaupt nicht parallel laufen mit ent-



sprechenden Leistungen der erfolgreichen Leute, oder schwankend sind, so daß Glück und Unglück, nicht die Konstanz bestimmter Fähigkeiten, über das Oben und Unten entscheiden.

Dieser Charakterzug des Handels verschärft sich, wenn die spezifischen Geschäftsformen eingreifen, deren sich die Börsenspekulation bedient. Das hazardartige Wesen der Spekulation wird nämlich um so reiner und damit um so gefährlicher hervortreten, je weniger es den großen Vermögensbesitz zur Bedingung macht. Wo diese Bedingung vorhanden ist, schränkt sie von vorneherein den Kreis der an dem Handel Teilnehmenden ein. Es gehört zu den Leistungen des Kredits, daß dieser den Kreis erweitert, indem er nach dem Grade seiner Ausbildung fremde Kapitalien zur Verfügung des spekulierenden Kaufmannes stellt, indem er in die Gefahr der Spekulationen die Gläubiger des Kaufmannes hineinzieht. Wenn es nun vollends Geschäftsformen giebt, welche die Loslösung der Spekulation von der handgreiflichen Gestalt der Ware ermöglichen, welche die Spekulation auf ihren kürzesten Inhalt, das Differenzgeschäft, zurückführen — so ist Thür und Thor geöffnet für die breiteste Teilnahme an dem Handel.

Der große Handelsherr, der mit Schiffsladungen auf den Weltmeeren waghalsig spekuliert, thut im Wesen das Gleiche wie der Differenzspekulant der Börse; aber was an dem letzteren eigentümlich anstößig erscheint, ist die Loslösung von dem körperlichen Besitz der Ware, die Loslösung in vielen Fällen von jedem nennenswerten Vermögensbesitz. Damit verknüpft ist der weite Kreis, die sich leicht erneuernde und vermehrende Menge der Spekulanten, die plötzliche Verwandlung aus den allerverschiedensten Berufskreisen her in diesen Beruf, das Zufließen von Elementen, die nach Charakter, Lebensalter, bürgerlicher Stellung überhaupt nicht den Eindruck von ernsthaften Geschäftsleuten machen.

Das nächstliegende, daher häufig empfohlene Mittel der Abhülfe wird in der Unterdrückung der spezifischen Geschäftsformen der Börse gesucht. Man meint einen Unterschied statuieren zu können zwischen „reellen“ und bloßen Scheingeschäften, die nichts anderes als ein Spiel um die Differenz sind, und will nun die letzteren mit gesetzlichen Verboten oder mindestens der Unklagbarkeit strafen. Die Meinung hierbei ist, daß bei diesen gar kein wirklicher Kauf oder Verkauf stattfindet, daß diejenigen, welche an der Börse „spielen“, nur vorgeben, zu kaufen oder zu verkaufen, in Wahrheit nur ein Abkommen treffen, die Kursdifferenz zwischen dem Tage des Ver-



trages und dem Tage der Abwicklung zu zahlen. Indessen diese Meinung ist eine irrthümliche. Jeder, der in den üblichen Geschäftsformen der Börse Waren oder Wertpapiere auf Lieferung kauft oder verkauft, ist in gleicher Weise (auf Grund gemeinsamer feststehender Lieferungsbedingungen) verpflichtet, die gekauften Waren (Papiere) am Termine zu empfangen und zu bezahlen oder zu liefern. Ein Unterschied wird erst sichtbar, wenn der Lieferungstermin herankommt; dann sucht der Differenzspekulant sich durch Gegenkäufe oder Gegenverkäufe zu decken, sei es nun durch neue Verträge mit dem früheren Kontrahenten oder durch Verträge mit dritten, und erst hieraus entsteht dann die Kompensation der Lieferung und die Herauszahlung der Kursdifferenz.

Ein juristisch faßbares Differenzgeschäft in dem Sinne einer bloßen „Wette“ ist überhaupt nur ausnahmsweise und selten einmal vorgekommen. Heutzutage ist es an keiner der großen Börsen, weder in England noch in Deutschland, weder in Frankreich noch in Österreich zu finden.

Indessen die angedrohten gesetzlichen Verfolgungen sind nicht nur aus dem Grunde falsch angebracht, weil sie unfähig sind, das Differenzgeschäft juristisch vom sonstigen Lieferungsgeschäft zu unterscheiden. In der Masse der Differenzgeschäfte (oder mit anderen Worten der Lieferungsgeschäfte, die auf Abwicklung durch Differenzzahlung hinauskommen) steckt ein bedeutender Teil solcher Geschäfte, welche man vernünftigerweise gar nicht soll unterdrücken wollen. Der wahre Unterschied, welchen das Gesetz erfassen kann, liegt nicht in der Technik des Vertrages, welchen zu schützen oder rechtlos zu erklären das Privatrecht und dessen Pflege in ihrer Hand hätten; er liegt in dem Wesen der Persönlichkeiten, welche diese Geschäfte abschließen, in ihrem Berufsleben. Es ist eine Frage des Verwaltungsrechts, nicht des Privatrechts. Zudem ist es bekannt, wie solche Gesetze, auch für jene Kreise, für die sie ihrem Sinne nach wohl passen würden, hinfällig werden durch die Spieler-Ehre, die in die Lücke der Unflagbarkeit tritt. So daß dann nur solche Individuen, die selbst dieser Spielermoral nicht genügen und daher selbst aus diesem Kreise ausgeschlossen werden, sich im passenden Falle auf das Gesetz berufen.

Verwaltungsrechtliche Reformen aber werden erst dann möglich sein, wenn die einstmals herrschenden Ansichten der hierbei in Betracht kommenden Kreise von der Notwendigkeit der schrankenlosen, freien Konkurrenz noch ein gut Stück weiter zurückgegangen sein werden, als es bisher der Fall gewesen. Die Revidierte Börsenordnung

für Berlin vom 1. Juli 1885 enthält bereits die bescheidenen Spuren der allmählich eingedrungenen Erkenntnis, daß die Freiheit der Konkurrenz auch auf diesem Gebiete gewisser Schranken bedarf. Es kommt nur darauf an, daß auf diesem Wege herzhaft weiter gegangen, daß die bestehenden Vorschriften schärfer gehandhabt werden. Soweit es sich um Zulassung zur Börse handelt, sind die bestehenden Schranken sehr mäßige; nämlich nur Minderjährige, Personen weiblichen Geschlechts, Solche, die sich nicht im vollen Genuß der bürgerlichen Ehrenrechte befinden, Personen, die wegen Verschwendung oder Geisteschwäche entmündigt sind, Diejenigen, über deren Vermögen der Konkurs schwebt, endlich Solche, die wegen betrügerischen Bankerotts rechtskräftig verurteilt sind. Indessen der Verlust des Zutrittsrechts ist unter etwas schärfere Vorschriften gestellt. Die Ältesten der Kaufmannschaft sollen von den Börsenversammlungen ausschließen Diejenigen, welche erweislich nicht des Börsenhandels, sondern anderer, demselben fremder Zwecke wegen sich einfinden; ferner solche Personen, welche der Beleidigung oder Verleumdung eines andern Börsenbesuchers in den Börsenräumen sich schuldig machen oder der Erregung von Lärm, der Verletzung des Anstandes, der Zuwiderhandlung gegen eine Anordnung eines Börsenkommissars oder endlich der Verbreitung falscher Gerüchte.

Freilich nur gegen Rückfällige unter sonst erschwerenden Umständen kann die Ausschließung als eine lebenslängliche verhängt werden. Im übrigen beschränkt sich die Frist der Ausschließung auf ein Minimum von drei Tagen, auf ein Maximum von einem Jahre.

Die weitere Entwicklung dieser Vorschriften deutet erstens auf eine qualitative Erweiterung der Gründe der Ausschließung und zweitens auf eine Verschärfung der Ausschließungsdauer. Nicht aus der juristischen Gestalt der Börsengeschäfte, wohl aber aus dem Gesamtcharakter der Geschäfte eines Börsenmannes kann der Vorstand der Börse — wenn er nur will — die Scheidegrenze entnehmen, welche ernsthafte Geschäftsleute von frivolen und gewissenlosen Börsenspiellern unterscheidet — er kann die schon heute bestehenden Vorschriften viel strenger handhaben, als es bisher der Fall gewesen, und kann dadurch Erfolge in der gleichen Richtung herbeiführen. Er kann auf schwere Mißstände ein Auge werfen und Abhülfe schaffen, Mißstände, die seit langen Jahren und immer tiefer sich eingefressen haben, ohne daß erfolgreiche Versuche zur Abhülfe gemacht worden — die verbreitete Teilnahme z. B. der jungen Handlungsgehilfen an der Börsenjobberei.

Die verhältnismäßig unbedeutenden Eingriffe der Börsenbehörden in das Treiben der Börse, die nur seltene Anwendung der an sich schon kleinen Befugnisse, erklären sich durch die bekannten Schattenseiten jeder Selbstverwaltung. Man dürfte daher vor einer Mitwirkung der Staatsregierung nicht zurückschrecken. Vor allem aber müßte diese dafür wirken, daß eine bessere Kenntnis der vorhandenen Mißbräuche gewonnen würde. Ich habe öfter und seit lange<sup>1</sup> den Vorschlag gemacht und wiederhole ihn heute: bei dem Dunkel, welches über den Zuständen der Börse lagert, bei der verbreiteten Unkenntnis und dem grassierenden Dilettantismus, wäre es endlich am Platze, daß durch das Mittel einer öffentlichen kontradiktorischen Untersuchung in dieses Dunkel hineingeleuchtet würde. Eine Kommission sachkundiger Staats-, Parlaments- und Geschäftsmänner, welche ein gründliches Zeugenverhör veranstaltet, sollte dieses leisten.

## VII.

Es läßt sich endlich nicht verkennen, daß zu der verbreiteten Mißstimmung über Börse und Börsenspekulation die Empfindung des grellen socialpolitischen Kontrastes zwischen Reichtum und Arbeit beiträgt.

Diese Empfindung geht weit über die Kreise des socialpolitischen Radikalismus, der Socialdemokratie u. s. w. hinaus. Sie erstreckt sich weit hinauf durch die Mittelklassen und die oberen Klassen der Gesellschaft.

Alle großen Gegensätze des Einkommens und Besitzes, des Lebensgenusses und der Notdurft, haben in einem Zeitalter starker socialer Erregung etwas problematisches. Sie werden aber erträglich gemacht durch den historischen Zusammenhang, der sie rechtfertigt, durch die persönliche Bedeutung für die Gesellschaft, für den Staat, für das ganze Volksleben, welche sich an den großen Besitz und Genuß knüpft. Die Erblichkeit allein, obwohl in ihrer Weise ein Problem und eine Zumutung an würdige Leistungen, hat doch für das herrschende sittliche Bewußtsein an sich schon etwas versöhnendes. Die damit, wenigstens in vielen Fällen, wenn auch keineswegs immer verbundenen erblichen Sitten können viel dazu beitragen, diese versöhnende Kraft

<sup>1</sup> Vgl. meine Abhandlung in der Tübinger Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft, Bd. 32, 413 ff. Jahrgang 1876 („Die auswärtigen Anleihen an der Londoner Börse“).

zu verstärken. Indessen auch der Mann, welcher sein eigener Ahn ist, einer jener Könige der modernen Großindustrie, deckt eben durch die ungewöhnliche Persönlichkeit, ohne welche solche Erfolge nicht leicht möglich waren, vor der öffentlichen Meinung die Größe seiner Glückslage. Erst da, wo die Überzeugung Platz greift, daß der erworbene Reichtum die Frucht des blinden Zufalls, daß wenigstens keine irgend erheblichen persönlichen Leistungen denselben begründet haben, und daß Erscheinungen dieser Art nicht die vereinzeltten Ausnahmen sind, wie wenn etwa ein kleiner Mann einen Teil vom großen Lose gewinnt, sondern daß sie alltätlich wiederkehren als Folge gewisser Einrichtungen und Zustände unserer Volkswirtschaft — das hat etwas aufreizendes und verbitterndes auch für eine mäßigere Ansicht der heutigen Gesellschaft.

Die Sache wird dadurch nicht viel besser, daß eben wegen der blinden Herrschaft des Zufalls Erfolge und Mißerfolge in diesen Sphären schnell wechseln. Denn erstens ist das doch nur zum Teil der Fall; es giebt gewisse Spekulantennaturen, die es verstehen, sich das Glück nicht entschlüpfen zu lassen. Zweitens ist es der öffentlichen Meinung nicht sowohl anstößig, daß diese oder jene bestimmte Persönlichkeit obenauf ist; es ist genug, daß diese Kategorie von Leuten immer da ist, wie sie sich auch und wie oft sie sich auch erneuert.

Nun ist es allerdings unbestritten, daß die Börse in dieser Hinsicht nur der konzentrierte Ausdruck eines Charakterzuges unserer ganzen, auf Privatkapital und Privatgewinn gestellten Volkswirtschaft ist, daß die Erscheinungen jener Art, obwohl gesteigert, härter aneinander gerückt, deutlicher sichtbar, doch nur die Wiederholung dessen sind, was sich auf den anderen Gebieten der Produktion und des Erwerbes täglich vollzieht. Die Glücksgewinne des sonstigen Handels nicht minder als die Zufallsgewinne im Besitze und in der Spekulation mit Grundeigentum, die durch den Zufall bestimmten Konjunkturen der Industrie und ihrer einzelnen Zweige — sie sind nur die mannigfaltige Exemplifikation derselben Grundercheinung, welche unauflöslich verbunden ist mit dem Wesen unserer Produktionsweise und unserer auf erwerbendem Privateigentum ruhenden Gesellschaft.

Eine direkte Einschränkung dieser Erscheinungen ist nur dadurch möglich, daß an die Stelle des Privateigentums das öffentliche Eigentum tritt. Die Grundwertsteigerung, welche sich im Staatsdomänenbesitze vollzieht oder in den Gemeindeländereien, kommt dem Ganzen zu Gute; die günstige Konjunktur, welche im Laufe des letzten Jahr=

zehnts die Steigerung der Eisenbahnerträge in Preußen gefördert hat, ist in Gestalt der Überschüsse der Staatseisenbahnen durch die Staatsfinanzen der Gesamtheit der Steuerzahler zu Gute gekommen.

Derartige direkte Einschränkungen sind aber, wenn anders die Einrichtung unserer Gesellschaft im wesentlichen erhalten werden soll, — und sie soll erhalten werden — nur an besonderen Teilen, nicht durchgreifend möglich. Man muß im übrigen sich daher mit indirekten Einschränkungen begnügen, wie sie überwiegend auf dem Gebiete des Steuerwesens liegen.

Die heutige Wissenschaft der Besteuerung und der Volkswirtschaft, im Zusammenhang mit der neueren Staats- und Rechtswissenschaft überhaupt, hat eine Entwicklung vollzogen, welche dieser Seite der Börsenreform entgegenkommt. Sie hat den älteren Gedankenkreis durchbrochen, innerhalb dessen man sich lange gewöhnt hatte, die Besteuerung und die einzelnen Arten der Steuern in Einklang mit der Unantastbarkeit des Privateigentums zu denken. Es zeigte sich, daß nicht nur die fortschreitende Ausbildung des Steuerwesens, sondern auch jede Steuer als solche mit jener Unantastbarkeit im Widerspruche stünde, wenn anders die Steuer mehr sein sollte, als eine auf alle Köpfe und auf alle Einkünfte gleichmäßig veranlagte Versicherungsprämie zur Deckung der durch die Staatsordnung abzuwendenden Beschädigungen. Da nämlich eine so niedrige und so materialistische Auffassung der Staatsaufgabe niemals, am wenigsten aber in der Gegenwart an den Staat der Wirklichkeit heranreicht, da es wohl richtig ist, daß es im staatlichen und kommunalen Verbande manche Aufgabe von diesem Range giebt, daß aber die eigentümlichen und wichtigsten Pflichten des Staates weit darüber hinausgehen — so ist auch eine Begründung des Steuerwesens unzureichend, welche im Sinne des engherzigsten Egoismus darin nichts anderes sucht, als Kostendeckung für Abwendung von Schäden.

Der hier zu Tage getretene Irrtum ruht im letzten Grunde auf einer extremen individualistischen Ansicht von den Einflüssen, welche auf Entstehen und Werden jeder Einzelpersonlichkeit und ihres Güterkreises einwirken. Diese Ansicht stellt die individuelle Existenz als einfache Folge der individuellen Thaten jedes einzelnen Menschen dar; sie übersieht die Bedeutung der Solidarität des Ganzen im menschlichen Zusammenleben, der Wohlthaten, welche die Gesamtheit dem Einzelnen zuwendet, die Unauflöslichkeit des Zusammenhanges, in dem der Einzelne geboren wird, heranwächst, erwirbt und ge-

nießt, daher die Gerechtigkeit der Anforderungen, welche wiederum die Gesamtheit an jeden Einzelnen nach dem Maße seiner Kräfte stellt.

So hat vor einigen Jahren der englische Naturforscher Huxley in einer Abhandlung, die er gegen die unreifen Folgerungen des Darwinismus gerichtet, über den Kampf ums Dasein, folgende schöne Worte gesagt: „Wenn ich nicht gleich bei meiner Geburt vernichtet worden bin, so verdanke ich das entweder der natürlichen Zuneigung meiner Umgebung, die zu verdienen ich nichts gethan habe, oder der Furcht vor dem Geseze, welches Jahrhunderte vor meiner Geburt mühsam aufgerichtet war durch die Gesellschaft, in die ich eintrat. Wenn ich ernährt wurde, gepflegt, unterrichtet, so weiß ich nicht, daß ich irgend etwas gethan habe, solche Vorteile zu verdienen. Und wenn ich jetzt irgend etwas besitze, ja wenn ich meinem eigenen Schweiße verdanke, was ich besitze, so darf ich nicht vergessen, daß ohne die Organisation der Gesellschaft, die hergestellt ist durch die Kämpfe langer Reihen von Generationen, ich wahrscheinlich nichts besäße als ein steinernes Beil und eine dürftige Hütte, und daß selbst diese nur so lange mein sein würden, als kein stärkerer Wilder meines Wegs käme. Daraus aber folgt dieses: wenn die Gesellschaft ganz unentgeltlich alles das für mich gethan hat und nun von mir fordert, ich solle etwas zu ihrer Erhaltung thun, so schäme ich mich trotz aller meiner individualistischen Neigungen Nein zu sagen. Und wollte ich mich nicht schämen, so denke ich, die Gesellschaft wäre im Recht, wenn sie die sittliche Pflicht in eine rechtlich erzwungene verwandelte; denn es würde sehr ungerecht sein, die ganze Last allein von dem willigen Pferde tragen zu lassen“<sup>1</sup>.

Anschauungen dieser Art, die immer tiefere Wurzeln in der heutigen Wissenschaft schlagen, begegnen sich mit der täglich wachsenden Empfindung von der Notwendigkeit socialpolitischer Reformen, welche ruhen auf den Opfern des Besitzes, und zumal des großen Besitzes, für die unteren Klassen. Aber nicht erst dieser neueren Wandlungen hat es bedurft, um eine Überzeugung oder, wenn man will, ein Gefühl der Gerechtigkeit auszubreiten, das sich an die eigentümliche Verpflichtung aleatorischer Gewinne knüpft. Schon eine längst bestehende Gesetzgebung, und niemand bestreitet ihre Gerechtigkeit, belastet mit eigentümlicher Schwere die Erbschaften entfernter Grade oder lachender Erben, weil sie davon ausgeht, daß die Vermehrung des Vermögens unter solchen Umständen den Charakter eines Glücks-

<sup>1</sup> In der englischen Zeitschrift „The Nineteenth Century“, Februar 1888.

gewinnes hat. Die öffentliche Empfindung, die sich in den Gesetzen ausprägt, sucht zwischen einem Vorzuge dieser Art, der dem Einzelnen in den Schoß fällt, und den Ansprüchen der Gesamtheit durch eine besondere Besteuerung zu vermitteln.

Ich habe keine überspannten Hoffnungen hinsichtlich dessen, was in dieser Analogie durch eine Besteuerung der Börsengewinne demnächst zu erreichen ist. Aber einige mahnende Worte darf ich mir vielleicht gestatten.

Wenn einmal die socialpolitischen Gegensätze, sowohl diejenigen, welche in den Thatfachen liegen, als diejenigen, welche in den Stimmungen und Parteilungen ausgedrückt sind, zu einem Punkte gelangt sind, wie ihn der heutige Stand der Dinge bezeichnet, so bedarf es versöhnender Thaten, welche dazu beitragen, die Gegensätze zu vermitteln. Diese Thaten stellen sich aus dem ökonomischen Standpunkte (und dieser Standpunkt ist im Vordergrund) als Opfer der Starken für die Schwachen dar; neben den freiwilligen Leistungen sind es die Steuern, welche von den oberen Schichten an das Gemeinwesen entrichtet werden. Das bestehende Steuersystem der deutschen Staaten, insbesondere Preußens, ist auf dem Wege zu einem solchen Ziele im Laufe der letzten Menschenalter fortgeschritten und wir haben in Preußen nur in den letzten Jahren einen neuen Versuch gemacht, auf diesem Wege vorwärts zu kommen. Aufsehen erregende Enthüllungen haben gezeigt, wie dringend nötig dieser Versuch gewesen ist. Es kam darauf an, die außerordentlich mäßige Zumutung der Steuergesetzgebung an die besitzenden Klassen in höherem Grade als bisher aus den Schranken des gesetzlichen Buchstabens in das Leben zu übersetzen. Die Reform der Einschätzung bedeutet, tiefer gefaßt, eine ernstere Zumutung an das Gewissen der Steuerpflichtigen, zumal dann, wenn man dieselbe (wie eben jetzt bei uns) vorwiegend in der Pflicht der Selbstangabe sucht. Die Zumutung stützt sich von Rechts wegen darauf, daß ein Gesetz Gehorsam heißt, zumal wenn man vierzig Jahre lang Nachsicht geübt hat mit dem Ungehorsam. Die Zumutung stützt sich aber vom Standpunkte des Zeitalters und seiner socialpolitischen Probleme auf die Notwendigkeit ausöhnender Thaten.

Keine Klasse der Bevölkerung hat dringenderen Anlaß, bei diesem Werke der Reform sich hervorzuthun, als diejenige, welche an eben den Spitzen unserer heutigen Volkswirtschaft Schätze sammelt, die auch dem schüchternen Betrachter Zweifel über die Gerechtigkeit in der Austeilung von Arbeit und Lohn aufdrängen. Sie sorgt für



ihre eigene Existenz, sie sorgt für den Fortbestand der heutigen Gesellschaft, wenn sie für die öffentlichen Verpflichtungen solches Besitzes Verständnis beweist. Es ist hierbei durchaus nicht nur an die eigentlichen socialrevolutionären Parteien gedacht; das, was wir seit Jahren im Deutschen Reichstage erlebt haben, zeigt deutlich genug, daß der Haß und der Kampf noch von ganz anderer Seite kommt.

Der Reichstag hatte sich in den Jahren 1869, 1871, 1875, 1878 mit Vorlagen zu einer „Börsensteuer“ beschäftigt, die jedoch immer abgelehnt wurden. Erst die Vorlage des Bundesrats vom 12. April 1880 wurde Gesetz, aber erst, nachdem sie ein Jahr lang von der Mehrheit des Reichstages zurückgewiesen war. Das Gesetz vom 1. Juli 1881 führte eine mäßige Besteuerung der Wertpapiere sowie der Schlußnoten und Rechnungen herbei. Die Steuer mußte, wie jede Umsatzsteuer, sich in engen Schranken halten, und ihr Ertrag konnte nicht erheblich sein. Daher zeigte sich schon im folgenden Jahre, daß die Förderer der Börsensteuer im Reichstage mit dem Erreichten nicht zufrieden waren. Zur Ergänzung der mäßigen Abgaben des neuen Gesetzes forderten sie scharfe Maßregeln und prozentuale Aufschläge für die eigentlichen Börsengeschäfte. Der Kampf gegen die Börse trat immer deutlicher als treibendes Moment der „Börsensteuer“ hervor. Die Bundesregierungen gaben diesen Wünschen nach in dem neuen Entwurfe des Jahres 1883—1884, dessen hauptsächlichster Gedanke auf eine weitgehende Verschärfung der Umsatzsteuer gerichtet war und eine Einseitigkeit in der Anwendung scharfer Kontrollmaßregeln anwenden wollte, die in auffallendem Kontraste stand zu den bislang geltenden Bestimmungen der sonstigen Steuergesetzgebung, insbesondere des preussischen Einkommensteuergesetzes, die „jedes lästige Eindringen“ in die privaten Vermögensverhältnisse vermeiden sehen wollten. In diesem Entwurfe waren Anschauungen zur Geltung gelangt, die alle Waffen für erlaubt hielten, um den Börsengewinnen beizukommen; die Steuer hatte sich hier in eine Zuchtrute verwandelt.

Der Entwurf ist dann allerdings gefallen; aber er hat eine Lehre zurückgelassen. Wenn an der Spitze eines großen Gemeinwesens wie des deutschen solche Gefinnungen sich Bahn brechen konnten, so war das nur deshalb möglich, weil ein unzureichendes technisches Verständnis sich mit einer richtigen sittlichen Empfindung verbündet hatte. Und wenn das erstere zu berichtigen war, so bleibt das letztere noch zu befriedigen — zunächst in den Geleisen



der allgemeinen Besteuerung, weiterhin dann durch eigentümliche, aber durchführbare Steuerformen.

~~~~~  
Literatur.

1. Mortimer, Every man his own broker. London 1761.
2. Comte de Mirabeau, Dénonciation de l'agiotage au Roi et à l'assemblée des Notables. 1787.
3. Coffinières, De la bourse et des spéculations sur les effets publics. Paris 1824. Deutsch von Schmalz. 1825.
4. de Vallée, Les Manieurs d'argent. 5. édition. Paris 1858.
5. A. Courtois, Défense de l'agiotage. 1864.
6. J. Garnier, Journal des Économistes. vol. 42. 1864.
7. Otto Michaelis, Die wirtschaftliche Rolle des Spekulationshandels. Vierteljahrsschrift für Volkswirtschaft und Kulturgeschichte. Bd. II—IV. 1864—65.
8. G. Cohn, Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik. Bd. VII. 1866. — Bd. IX. 1867. — Bd. XVI. 1871. — Bd. XLIV. 1885.
9. G. Cohn, Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft. Bd. XXIV. 1868. — Bd. XXXII. 1876. — Bd. XXXIII. 1877.
10. G. Cohn, Zeitschrift des königlichen preussischen statistischen Bureaus. Bd. VIII. 1868.
11. E. Struß, Die Effektenbörse. Eine Vergleichung deutscher und englischer Zustände. 1882.
12. R. Ehrenberg, Die Fondsspekulation und die Gesetzgebung. 1883.
13. Ed. Jacobson, Terminhandel in Waren. Aus dem Holländischen übersetzt von F. Stapff. 1889.
14. R. Sondorfer, Technik des Welthandels. 1889.
15. Der Terminhandel. S.-M. aus der hamburgischen Börsenhalle. 1889.
16. E. L., der Kreuzzug wider den Terminhandel. Volkswirtschaftliche Zeitfragen. Heft 85, 86. 1889.
17. C. J. Fuchs, Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik. Bd. 54. 1890.
18. C. J. Fuchs, Jahrbuch für Gesetzgebung und Volkswirtschaft im Deutschen Reich. Bd. XIV. 1890. — Bd. XV. 1891.
19. David Rohm, der Getreideterminhandel. Preisgekrönt von der königlichen ungarischen Akademie der Wissenschaften. 1891.
20. Woermann, Rede im Deutschen Reichstage. 16. Mai 1889.
21. Bayerdörffer, Jahrbücher f. Nationalökonomie u. Statistik. Bd. 56. 1891.
22. Leift, Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik. Bd. 56. 1891.
23. M. Kantorowicz, Jahrbuch für Gesetzgebung und Volkswirtschaft im Deutschen Reich. Bd. XV. 1891.

Die hier gegebene Literaturübersicht ist weit davon entfernt, auf Vollständigkeit Anspruch zu erheben. Aber es ist doch ziemlich das Wesentliche aus der neueren, namentlich deutschen, wissenschaftlichen Literatur genannt.

## II.

### Die Börsenreform im Deutschen Reich.

(1894.)

Börsen-Enquete-Kommission. Stenographische Berichte. Vier Bände. 3622 Seiten in Fol. Statistische Anlagen, Sitzungs-Protokolle u. s. w. Berlin 1892—1893.

Systematisches Sachregister zu den stenographischen Vernehmungsprotokollen.

Bericht der Kommission an den Reichskanzler vom 11. November 1893.

## I.

Die wenigen Worte „Zur Börsenreform“, welche ich im Jahrgange 1891 der „Deutschen Rundschau“ (Novemberheft) zu äußern mir erlaubte, haben ein eigentümliches Schicksal gehabt. Einem öffentlichen Vortrage entsprungen, den ich am 10. Oktober desselben Jahres auf Veranlassung der Gehe-Stiftung zu Dresden gehalten hatte, traten sie in dieser Zeitschrift an das Licht in denselben Tagen, da in der Hauptstadt des Deutschen Reiches einzelne Bankbrüche und damit verbundene Veruntreuungen die Aufmerksamkeit weiterer Kreise erregten, die Börse selber aber eine Woche lang in den Zustand der Bestürzung versetzten.

Man hat mehrfach geglaubt, mein Aufsatz sei durch diese Vorfälle erst veranlaßt worden. Das war nicht so, war aus einfachen Gründen auch nicht möglich. Aber das Zusammentreffen war ein Beweis dafür, wie sehr die Sache in der Luft lag. Schon seit Jahren hieß es hie und da, die Reichsregierung beabsichtige die Frage der Börsenreform in die Hand zu nehmen. Aus dem Reichstage verlautete ähnliches. Jene bösen Ereignisse scheinen die schlummernden Entschlüsse geweckt zu haben. Die Regierung begann

mit Arbeiten zur Reform des Depotwesens (der bei Aufbewahrung von fremden Wertpapieren entstehenden Rechtsverhältnisse), die im Schoße der beteiligten Ministerien vor sich gingen und auf Herstellung eines Gesetzesentwurfes gerichtet waren. Im Reichstage wurden von mehreren der großen Parteien Anträge eingebracht, die sich auf andersartige Mißstände der Börse bezogen, und die ein Entgegenkommen der Reichsregierung insofern erfuhren als dieselbe die Antragsteller darüber verständigte, daß sie die Absicht habe, das ganze Gebiet der Börsenreform zum Gegenstande einer Enquete zu machen.

Hiermit war für die Verhandlung des Reichstages über die Anträge ein Aufschub, und zwar ein sehr wünschenswerter Aufschub gegeben. Die Maßregel einer solchen Enquete hatte ich seit lange befürwortet; noch in dem erwähnten Aufsatze hatte ich gesagt: „Bei dem Dunkel, welches über den Zuständen der Börse lagert, bei der verbreiteten Unkenntnis und dem grassierenden Dilettantismus, wäre es endlich am Platze, daß durch das Mittel einer öffentlichen kontradiktorischen Untersuchung in dieses Dunkel hineingeleuchtet würde; eine Kommission sachkundiger Staats-, Parlaments- und Geschäftsmänner, welche ein gründliches Zeugenverhör veranstaltet, sollte dieses leisten“.

Indem die Regierung diesen Entschluß faßte, verlegte sie den Schwerpunkt der Reform für längere Zeit in die Voruntersuchung. Dieselbe ist gegenwärtig abgeschlossen, und von ihr ist hier zu reden, von ihrem Verfahren und von ihren Ergebnissen.

## II.

Als ich vor mehr als zwanzig Jahren in England staatswissenschaftlicher Studien halber lebte, hatte ich Gelegenheit, das Verfahren der „parlamentarischen Untersuchungen“ im Palaste von Westminster aus eigener Anschauung kennen zu lernen und empfing davon einen großen Eindruck. Die Nachwirkung war ein kleine Schrift, welche bald darauf veröffentlicht wurde<sup>1</sup>.

Vom Römischen Recht und seiner Bedeutung für die heutige Welt sagt ein hervorragender Jurist: nicht weil es Römisch, sondern weil es das Recht ist. Dasselbe haben wir im einzelnen und immer

<sup>1</sup> Ueber parlamentarische Untersuchungen in England (in Hildebrands Jahrbüchern für Nationalökonomie und Statistik; dann — neu bearbeitet und ergänzt — in „Volkswirtschaftliche Aufsätze“ 1882).

noch von gar manchen Institutionen Englands zu sagen, die durch lange Erfahrung im öffentlichen Leben bewährt sind: nicht weil es englisch, sondern weil es die Zweckmäßigkeit ist. Nach allen Einschränkungen, welche die nähere Kenntniss von Englands Staatswesen und Volkswirtschaft der einstmaligen Bewunderung entgegen gesetzt, ist doch ein Rest übrig geblieben, welcher der Kritik Stand hält, weil in ihm der dauernde Gewinn von Jahrhunderten öffentlichen Lebens und politischer Freiheit enthalten ist. Eben dieser Gehalt ist das allgemein Gültige, ist das für andere Völker Nachahmenswerte.

Das beste davon ist nicht in feste Formen gegossen; es lebt in den Gesinnungen und Gewohnheiten, in der Geschäftsbehandlung, in der öffentlichen Erörterung, in dem Parteileben. Viele Menschlichkeiten sind dabei, große Schattenseiten, und trotz alledem bleibt ein Vorsprung gegen das übrige Europa, den nur verkennen kann, wer kein historisches Augenmaß besitzt.

Erst jene Gesinnungen und Gewohnheiten erfüllen die öffentlichen Institutionen mit dem zugehörigen Inhalt. Aber im einzelnen rufen sie selber Institutionen hervor, in denen der Geist sich eine angemessene Form gibt.

Ein Beispiel sind die parlamentarischen Untersuchungen.

Ihr Ursprung knüpft an die Grundsätze des englischen Gerichtsverfahrens an — Austragung des Streites unter Teilnahme der Parteien im öffentlichen und mündlichen Verfahren durch das Urteil eines Ausschusses der Volksgenossen. Aus dem Streit des Privatrechtes und des Strafrechtes sind diese Grundsätze hinübergebracht in den Streit des öffentlichen Lebens. Dort streitet man über Mein und Dein, über Schuld und Unschuld im einzelnen Fall. Hier streitet man über die allgemein verbindlichen Grenzlinien, welche das öffentliche Recht für die Entfaltung der verschiedenen Interessensphären zu ziehen berufen ist. Dort hört man Individuen als prozeßführende Parteien, als Klagende, Verklagte, als Ankläger und Angeklagte. Hier hört man die Vertretungen der streitenden Gruppen der Staatsgesellschaft. Dort wird das Urteil gefunden durch Geschworene und Richter, hier durch einen Ausschuss des Parlaments oder der Staatsregierung selber.

Gemeinsam in dem Einen und dem Anderen ist die Ueberzeugung, daß die Wahrheit nach menschlicher Weise verhüllt wird durch die Befangenheit des eigenen Interesses der Parteien, daß die Aussicht auf ihre Enthüllung bedingt ist durch die freie Gegenüberstellung der verschiedenen Parteien. Daher eine möglichst weitgehende

Vielseitigkeit in der Berücksichtigung der Standpunkte, von denen aus eine Streitfrage angesehen werden kann, zufolge der Erwartung, daß die Vielseitigkeit der Beleuchtung und der für diese bestimmenden Interessen im freien Gedankenaustausch das objektiv Wahre aus dem Streite der subjektiven Wahrheiten hervorgehen lassen wird.

Diese Methode ist die richtige, um ein Bild der wirklichen Gesellschaft und ihrer Beschwerden zu erhalten, ein treffendes Bild voll Lebenswahrheit. Sie ist zugleich eine anspruchslose Methode. Denn sie setzt nichts anderes an den Menschen und ihren socialen Bestrebungen voraus, als was in der That vorhanden ist: ein jeder spricht für sich und seinen Interessentkreis. Sie ist auch die Methode eines freien Staatswesens — „frei“ nicht im Sinne beliebig radikaler Volksrechte, sondern im Sinne der sittlichen Freiheit, für welche die gewohnte Teilnahme am Staatsleben zur Schule jener Mäßigung geworden ist, die ein billiges Gehör leiht für jede Ansicht, für jedes Interesse.

Die Bezeichnung „parlamentarischer Untersuchungen“ trifft im eigentlichen Sinne das Verfahren der Parlamentsausschüsse; im Laufe der letzten Menschenalter sind indessen immer öfter, wegen der Langwierigkeit und Gründlichkeit der Untersuchung, königliche Kommissionen zu diesem Zwecke niedergesetzt worden, welche mehrere Jahre lang gearbeitet haben. Sie sind nicht an die Frist der Parlamentssession gebunden; ihre Zusammensetzung ebenso wenig an die Mitglieder des einen oder des anderen Hauses. Je freier der Zutritt zum Zeugenverhör für alle beteiligten Parteien und Interessen, um so wünschenswerter ist es, daß die Mitglieder der Kommission selber, gleich einem Gerichtshof, über das Parteiwesen erhoben sind. Dies aber wird in dem Grade leichter zu erreichen sein, je unabhängiger die Auswahl der Kommission von dem parlamentarischen Stabe des Parteiwesens ist. Und hierin liegt der Vorzug der von der Staatsregierung niedergesetzten Untersuchungskommissionen vor den Ausschüssen des Parlaments.

### III.

Seit einem Vierteljahrhundert hat man auch in Deutschland begonnen, dieses fremde Vorbild nachzuahmen. Der Widerstreit der socialen Interessen, das Bedürfnis nach Reformen, welche die Kenntnis der wirklichen Mißstände zum Ausgangspunkte nehmen mußten, das überhaupt sich verbreitende Verlangen nach besserer Erkenntnis

der Thatfachen in Staat und Gesellschaft legten es nahe, zu dem in England erprobten Mittel zu greifen. Die Bevorzugung des Beispiels der von der Regierung niedergesetzten Untersuchungskommissionen vor den in England häufigeren Parlamentsausschüssen lag in dem Wesen der deutschen Staatsverhältnisse, kam übrigens aus den erwähnten Gründen der Sache zu Gute. Die Mängel lagen in anderen Umständen. Ich möchte bei diesen nicht verweilen, vielmehr nur andeuten, was etwa dazu gehört, um die Mängel zu vermeiden.

Das Erste ist Langmut und Beharrlichkeit. Diese Eigenschaften gedeihen dort, wo man gewöhnt ist, an der Besserung der öffentlichen Zustände selbstthätig teilzunehmen. In der Selbstthätigkeit lernt man die Schwierigkeiten kennen, die jeder Reform sich in den Weg stellen. Wo diese Gewöhnung fehlt, wo man von der Verantwortlichkeit für die Durchführung des Neuen sich frei weiß, glaubt man alles gethan zu haben, wenn man ungeduldig fordert. Die politische Kindlichkeit des Volkes und der Parteien zeigt sich in der Plötzlichkeit der Fortschritte, welche sie in Anspruch nehmen. Es ist ein Stück politischer Weisheit, daß man zuerst die Zustände untersucht, die man verbessern will. Aber unweise ist die Ungeduld, welche die Ruhe und die Gründlichkeit solcher Untersuchungen stört durch die täglich wiederkehrende Frage, ob noch immer des Rätsels Lösung nicht gefunden sei. Man sehe einmal hinüber in die Folianten der englischen Glaubuch-Litteratur und überzeuge sich, welche Fülle von Materialien durch eine lange Reihe aufeinander folgender Untersuchungen für eine einzige Frage angesammelt ist, wie das Bedürfnis nach eindringendem Ernste jede Reformfrage in ihre Teile zerlegt, wie man Erkenntnis auf Erkenntnis, Vorschläge auf Vorschläge häuft, ehe man zu einer Maßregel der Gesetzgebung schreitet.

Damit hängt ein Zweites zusammen. Für solche langwierige Arbeit sind Persönlichkeiten erforderlich, welche mit der Sachkunde ein entsprechendes Maß von Muße verbinden, das sie dieser Aufgabe zur Verfügung stellen können. Da, wo eine tüchtige Aristokratie herkömmlich ist, deren Wesen darin beruht, daß sie für den Staat, nicht von dem Staate lebt, pflegen solche Persönlichkeiten sich zu finden. Je seltener sie zu finden sind, um so näher liegt die Gefahr, daß die tüchtigen Leute dieser Sphäre mit mannigfaltigen Ehrenämtern überbürdet werden, in deren keinem sie recht zu Hause sind, für deren keines sie die wünschenswerte Muße übrig haben. Man ist bei ihnen dann in einer ähnlichen Lage wie bei den berufsmäßigen Staatsbeamten, die mit einem vollen Maße tagtäglicher

Pflichten beladen sind und überhaupt nur mühsam ein Stück ihrer Zeit für ein solches nebenherlaufendes Amt frei machen können. Diese letzteren aber sind es, welche in unseren Verhältnissen — trotz allem, was man mit Recht oder mit Unrecht über „Bureaufkratie“ schelten mag — unvermeidliche und wichtige Organe auch für den uns beschäftigenden Zweck bleiben werden. Läßt sich die geschilderte Lage der Dinge nicht ändern, so muß man den ausreichenden Zeitraum, der in der Aufeinanderfolge der Tage nicht zu finden ist, in der entsprechenden Ausdehnung der Monate und Jahre zu finden suchen. Nur so ist es möglich, den Gegenstand erschöpfend zu behandeln.

Zu dem quantum gehört freilich auch ein quale. Man muß in die Kommission eine hinreichende Zahl solcher Männer setzen, welche von dem zu untersuchenden Gegenstande eine ausreichende Kenntniss haben — „praktische“ Kenntniss ohne Zweifel. Nur ist es wünschenswert, weil es doch die Aufgabe der Kommission ist, aus dem Standpunkte des Staatsganzen und für die Zwecke des Ganzen eine Gesamtansicht zu gewinnen, nicht die unvermittelten Gegensätze der privaten Interessensphären zu versammeln, sondern Männer, welche, bei aller Verschiedenheit ihrer individuellen Erlebnisse, Objektivität, staatliche Bildung, Gemeingeist genug besitzen, um als unparteiische Richter in der streitigen Angelegenheit fungieren zu können. Die Unmittelbarkeit der Interessengegensätze gehört nicht auf die Bank, auf welcher die Mitglieder der Kommission sitzen; sie wird erwartet von der Stelle, wo die zu verhörenden Zeugen ihren Platz haben — Zeugen, welche man wiederum, mit einer bemerkenswerten Vermischung des zu Trennenden, bei uns als „Sachverständige“ zu bezeichnen liebt.

Diesenigen aber, von denen in dem Beamtenstaate ein Überfluß vorhanden ist, die berufsmäßigen Vertreter des Staatsinteresses, müssen neben der achtbaren Gewöhnung für diesen Beruf und neben der formalistischen Geschäftsgewandtheit, die mit jeder Art von Akten sich abzufinden weiß, ein ausreichendes Maß von praktischer Erfahrung und zumal von staatswissenschaftlicher Bildung für die besondere Aufgabe besitzen. Vor nahezu anderthalb Jahrhunderten schrieb J. G. G. von Justi: „Die Zeiten, da die Rechtsgelehrten zu allen Bedienungen des Staats brauchbar waren, sind nicht mehr vorhanden; es sind zehnmal mehr Bedienungen, darzu eine Kenntniss in Cameral-, Commerzien- und Ökonomiefachen erfordert wird. Folgt wol hieraus, daß die Rechtsgelehrten Ursache haben, sich zu be-



klagen? Nein, sondern daß sie diejenigen Wissenschaften, die in den Bedenungen des Staats am meisten brauchbar sind, gleichfalls erlernen müssen.“ Diese Worte treffen eine heute noch offene Lücke. Ja, angesichts der so viel größeren Aufgaben der Gegenwart eine weit größere Lücke. Die Mißstände und Reformfragen der heutigen Gesellschaft mögen noch so sehr in die Einzelheiten des praktischen und technischen Stoffes sich verlieren; ihre sachliche Vertiefung, ihre erschöpfende Behandlung ist gar nicht möglich, wenn man sie nicht unter den großen Gesichtspunkten erörtert, für welche die Wissenschaft und allein die Wissenschaft die Hilfsmittel liefert. Nicht wegen irgend welcher gelehrten Zwecke, sondern aus sehr praktischen Gründen.

Ist es wirklich nicht gar so leicht, eine Anzahl qualifizierter Persönlichkeiten bei Niedersetzung einer solchen Untersuchungskommission zu finden, so handelt man doppelt unweise, bei hervorragenden Sachkennern vorbeizugehen — aus untergeordneten Rücksichten —, weil sie etwa zu weit links oder zu weit rechts im Parteiwesen stehen, von Besorgnissen geleitet, die in einem großen öffentlichen Leben zu den überwundenen Kinderkrankheiten gehören.

Und nun noch ein Wort über das Verfahren der Kommission.

Man soll sich gegenwärtig halten, daß die eigentümliche Bedeutung derartiger Untersuchungen auf dem Streite socialer Interessengegensätze beruht, dessen Schlichtung durch bessernde Maßregeln von Staatswegen herbeizuführen ist. Wo solche Interessengegensätze nicht vorhanden sind, wo es sich bloß um die Aufklärung einer sachlichen, technischen Frage, um ein wissenschaftliches Gutachten handelt, da beruft man mit Recht „Sachverständige“. Wenn z. B. die Frage der Vivisektion als eines methodischen Hilfsmittels für naturwissenschaftliche und medizinische Forschungen gegenüber allen möglichen Irrtümern und Meinungen zu erledigen ist, so verfährt man nicht empfindsame Damen und unbeschäftigte ältere Herren (wie es in England vor nicht langer Zeit geschehen ist), sondern man läßt diejenigen Männer darüber reden, die allein dazu berufen sind. Im Gegensatz zu diesen wirklichen Sachverständigen ist es ein Mißbrauch, wenn man den gleichen Charakter solchen Persönlichkeiten zuteilt, die nichts weiter sein sollen, als das Mundstück ihrer Interessensphäre. Sie zu hören ist die eigentliche Aufgabe jener Untersuchungen über sociale Streitpunkte; aber eben weil sie nur eine der streitenden Parteien sind, soll man sich hüten, ihren einseitigen Auffassungen und Forderungen den anspruchsvollen Stempel der „Sachverständig=



keit“ auszudrücken. Je gründlicher sie ihr Herz ausschütten, um so besser.<sup>1</sup> Aber zu welchen „fachverständigen“ Urteilen gelangt man, wenn man in diesen Ergießungen mehr sieht, als das ungekünstelte Abbild der Wirklichkeit mit ihren Widersprüchen und Kämpfen!

Daher ein Verfahren, welches diesen socialen Streit zum Austrage bringt, welches die Gegensätze einander ins Auge sehen läßt, welches Veranstaltungen trifft, um dieses möglich zu machen. Ungefähr das Gegenteil dieses Verfahrens ist das schematische Abhören eines Fragebogens, bei dessen Einerlei sich der Zweifel aufdrängt, ob das alles nicht kürzer und zweckmäßiger sich schriftlich erledigen ließe.

Bei diesen und verwandten Wünschen für die Zweckmäßigkeit der Veranstaltung thut man nicht recht, die Verantwortlichkeit für die etwaigen Mängel allein auf die Regierung zu wälzen. Wie überhaupt ist sie auch hier nur der Ausdruck gegebener historischer Zustände. Der beste Wille der Regierung kann nicht für den gegebenen Fall die Gefinnungen erzeugen, welche einen Mann bestimmen, öffentlich für seine Überzeugung im Kampfe mit entgegengesetzten Überzeugungen einzutreten, oder für Zwecke des Gemeinwesens die privaten Schädigungen an die Öffentlichkeit zu bringen, welche ihm an seinem Vermögen widerfahren sind. Zum Teil liegen auch die Schwierigkeiten in der Materie der Untersuchung. Wenn eine Streitfrage zwischen Arbeit und Kapital zum öffentlich-rechtlichen Austrage gebracht werden soll, so steht man heute regelmäßig Parteien gegenüber, die zum öffentlichen Streite gewöhnt und entschlossen sind. Bei anderen Gegenständen ist die Gegenüberstellung der streitenden Gruppen nicht so einfach: auf der einen Seite etwa befinden sich die Vertreter des Bestehenden, auf der anderen Seite aber eine krause Mannigfaltigkeit von Beschwerden, Vorurteilen, Instinkten, die man

<sup>1</sup> Daß hier zu viel geschehen kann, ist an sich unbestreitbar (vergl. H. v. Scheel, Die amtliche Arbeiterstatistik des Deutschen Reiches, Jahrbuch für Gesetzgebung, Verwaltung und Volkswirtschaft im Deutschen Reich, 1894, 846), aber bei Empfehlung dieses Verfahrens in Deutschland darf man annehmen, daß diese Gefahr nicht groß ist, wohl aber die entgegengesetzte Gefahr, daß der steife Rahmen herkömmlicher bureaukratischer Formen die freie Entfaltung der wechselseitigen Aussprache verkümmert. Es ist ebenso gewiß, daß erhebliche Aufgaben, die neben einer solchen mündlichen Untersuchung liegen, durch schriftliches Verfahren, insbesondere durch statistische Arbeiten zu lösen sind, und gerade hierfür dient der Apparat, mit dem sich eine englische Untersuchungskommission umgiebt, ebenso als Muster wie für das andere. Vergleichen bezweifelt man nicht, wenn man betont, was vor allem not thut.

nur mit Mühe zu bestimmten Gruppen, zu ernsthaften Zeugnissen zusammenfassen kann.

Je größer solche Lücken sind, um so mehr ist der Ersatz in der Kommission selber zu suchen, in der Vielseitigkeit ihrer Gesichtspunkte, in der Freiheit des Kreuzverhörs, damit die Einseitigkeit jener Zeugnisse über sich selbst hinausgehoben werde. Die bürokratische Schablone, die Sorge um expedita Erledigung, die präsidentielle Strammheit — sie erfüllen ihren Beruf an ihrem Plage, sie dienen der Sache und den Personen, die sich dadurch hervorthun. Aber sie sind bei allen anderen Gelegenheiten besser am Plage, als bei derartigen Untersuchungen.

#### IV.

Die Schwierigkeiten, welche hier angedeutet worden sind, und die Neuheit der Institution in unserem Staatsleben muß man sich vergegenwärtigen, um mit billigem Urtheil dasjenige zu messen, was bisher bei uns geleistet, was namentlich neuerdings in der uns beschäftigenden „Börsenenquete“ durch die jüngste Veröffentlichung vor das Auge des Publikums gebracht worden ist. Ich persönlich kann dieser Leheren gegenüber vollends wenig mehr thun, als jene Billigkeit des Urtheils befürworten, weil es mir aus naheliegenden Gründen nicht angenehm ist, sei es Lob, sei es Tadel darüber zu äußern.

Die Kommission hat ihre Arbeiten über einen Zeitraum von reichlich anderthalb Jahren ausgedehnt. Sie hat in den ersten Tagen des April 1892 begonnen und ihre letzte Sitzung am 25. November 1893 gehalten. Die Unterbrechungen der einzelnen Sitzungsperioden bedeuten nur ein relatives Einstellen der fortlaufenden Arbeiten; zum Teil, und zumal für einen engeren Kreis der Mitglieder, daneben für das Schriftführeramts, war der Fleiß ein ununterbrochener.

Das, was als Ergebnis jener Arbeiten jetzt den Reichsbehörden, dem Reichstage und der Öffentlichkeit übergeben ist, umfaßt in erster Reihe vier starke Foliobände stenographischer Aufzeichnungen über den mündlichen Gedankenaustausch zwischen den Kommissionsmitgliedern und den zahlreichen Vertretern der Interessentengruppen. Daran schließen sich schriftliche Gutachten aus ähnlichen Kreisen, statistische Zusammenstellungen über die Ausgabe von Wertpapieren, über die Kursbewegung und Verwandtes, ferner Auszüge aus der Börsengesetzgebung der verschiedenen Staaten, sowie aus der Rechtsprechung des Deutschen Reichsgerichtes. Die gesamten Materialien

erhalten ihre innere Einheit durch den Bericht der Kommission an den Reichskanzler, in welchem die Reformvorschläge dargelegt und begründet werden.

Durch eine Vervielfältigung dieses amtlichen Materials ist leidlich dafür gesorgt, daß jedes etwa vorhandene Bedürfnis, das sich auf dessen Kenntnissnahme richtet, befriedigt werden kann. Wir wünschen nach unserem Teile zu eingehenderem Studium anzuregen, indem wir auf den folgenden Blättern eine gedrängte Übersicht des Inhaltes geben.

Es liegt in der Natur der Sache und in der Beschaffenheit des Berichts, daß unsere Darstellung hie und da das Moment persönlicher Überzeugung hervortreten läßt, welches in dem Bericht selber sich verbirgt oder keinen Raum gefunden hat. Einen Anlaß derart bietet gleich der Ausgangspunkt des ganzen Verfahrens, der Fragebogen, welcher der Enquete zu Grunde gelegt worden ist. Seiner Entstehungsweise gemäß ist jede tiefergehende Frage darin unberührt geblieben. Die Masse der wirklich gestellten Fragen ist ohnehin groß genug geworden, die Mühe ihrer Beantwortung ohnehin eine erhebliche gewesen. Jedoch Grundfragen wie die nach dem Verhältnisse der „Börse“ zur heutigen Volkswirtschaft und Gesellschaft verlangen, wie schlecht sie auch bei solch einer Gelegenheit wegkommen mögen, wegen der ihnen innewohnenden Kraft ihr Recht und tauchen, je weniger sie dessen bei dem einen Anlaß teilhaftig geworden sind, um so hartnäckiger immer wieder bei jedem anderen von neuem auf. Die handgreiflichste Art, wie sich dieses Problem bemerkbar macht, möchte in dem nicht endenden Verlangen nach Börsensteuern zu finden sein. Es ist bezeichnend, daß eben von diesem Gegenstande und in solchem größeren Zusammenhange der Fragebogen nicht redet, außer in einem dunklen Winkel, wo er nicht hingehört.

Eine ungefähre Antwort auf die Hauptfrage muß man daher aus dem vorwaltenden Schweigen entnehmen. In dem ganzen Material, in welchem sich recht starke Interessengegensätze gegenüber treten, findet sich nicht ein einziges Zeugnis, welches den Bestand der Börse selber bekämpft. Es fehlt nicht an Stimmungen und Auslassungen, welche man wohl nicht mit Unrecht als börsenfeindliche bezeichnen darf; aber immer wenden sich diese nur gegen die Auswüchse der Börse und gegen das, was sie dafür halten.

Auch angesichts der gewohnten wirtschaftspolitischen Gegensätze — staatliche Regelung einerseits, sich selbst überlassene Freiheit des Verkehrslebens andererseits — erhält man den Eindruck, daß ihre

Beretreter sich nicht ebenso fern stehen, wie es nach manchen sonstigen Kundgebungen des öffentlichen Lebens heute öfter scheinen will. Auf dem Standpunkte schrankenloser Freiheit steht wohl kein einziger Vertreter der Börsenkreise, sei es unter den verhörten Interessenten, sei es unter den Mitgliedern der Kommission. Sie sind meist selber hervorragende Persönlichkeiten innerhalb der bestehenden Börsenorganisationen, welche ein, ob auch bescheidenes Maß der Ordnung innerhalb der Verkehrsfreiheit herzustellen bestimmt sind; sie sind einer Fortbildung derselben meistens nicht abgeneigt, und man muß ihre in dieser Richtung sich bewegenden Bestrebungen öfters mehr zwischen den Zeilen als in den Zeilen lesen, weil sie durch die ihnen auferlegte Stellung, durch ihre amtliche Interessenvertretung sich gebunden fühlen, ein geringeres Maß der Reformbedürftigkeit zuzugehen, als sie an sich anzuerkennen geneigt wären.

Ebenso wenig verirren sich die Vertreter der entgegengesetzten Interessengruppen zu den Extremen, von denen der Markt heute widerhallt. Unklare Forderungen, wie diejenigen nach einer „Verstaatlichung“ der Börse, sind von niemandem geäußert worden. Ein weiter Spielraum für die Erwerbsfreiheit in der Sphäre des legitimen Handels wird regelmäßig auch von diesen Gruppen zugestanden. Der Streit dreht sich nur um die Grenzen des legitimen Handels, um die Möglichkeit, solche Grenzen zu errichten.

Aber freilich in den Einzelheiten bleibt eine Menge der Meinungsverschiedenheiten übrig. Und nur mit Überwindung großer Schwierigkeiten hat sich durch dieselben hindurch eine Mittellinie feststellen lassen, in welcher sich eine Mehrheit der Kommission zusammengefunden hat — mit der Einschränkung obenein, daß bei den verschiedenen Gegenständen der Kommissionsbeschlüsse sich eine verschiedenartig zusammengesetzte Mehrheit zusammenfand.

## V.

Das Ganze der Börsenreform hat sich gemäß den Arbeiten der Kommission in sechs Teile zerlegt — die Organisation der Börse, das Emissionswesen, den Terminhandel, das Börsenspiel, die Preisfeststellung samt dem Maklerwesen, endlich das Kommissionsgeschäft.

Wir werden diese einzelnen Teile jetzt der Reihe nach erörtern und beginnen mit der Organisation der Börse.

Eine vergleichende Betrachtung der verschiedenen Börsen und Börseneinrichtungen, wie sie sich an den großen Handelsplätzen

Deutschlands und anderer Länder finden, zeigt uns den Stufengang und die Mannigfaltigkeit der historischen Entwicklung. Der mehrdeutige Sinn des Wortes „Börse“ selber tritt uns dabei entgegen. Die Börsen unserer Seeplätze, Hamburg, Bremen, Lübeck, Stettin, Danzig u. s. w., sind die täglichen Mittelpunkte des gesamten Großhandels, der an jenen Orten getrieben wird, vor allem des Seehandels. Alles, was daran Anteil nimmt, was dabei beschäftigt ist, von den Häuptionern der großen Handelshäuser bis hinab zum kleinsten Hilfspgewerbe des Handels, strömt zu gewissen Stunden des Tages hier zusammen, weil jeder sicher ist, jeden anderen hier zu finden, um geschäftlichen Gedankenaustausch, Bestellung, Abmachung, Kauf und Verkauf, Verfrachtung, Versicherung und was sonst immer, hier zu bewerkstelligen. Das großartigste Beispiel bietet seiner Größe entsprechend Hamburg, wo in den Stunden zwischen Eins und Drei das ganze Geschäftsleben der Handelsstadt in den Mauern der Börse zusammengedrückt ist, wo nach alter Gewohnheit sich alle Berufsstände, die nur irgend mit dem Handel etwas zu thun haben, hier auffuchen und treffen. Die einzige Schranke der Zulassung zur Börse besteht — neben dem, was sich von selbst versteht — in einer geringen Verspätungsbusse, die nichts anderes will, als in zweckmäßiger Weise die Gegenwart aller Beteiligten auf eine feste Zeit sicherstellen. In weniger großen Verhältnissen fehlt selbst diese kleine Schranke, fehlt sogar die Gewohnheit eines geschlossenen Versammlungsraumes; vielmehr zieht man den Platz unter freiem Himmel, so oft die Witterung es irgend gestattet, dem geschlossenen Raume vor, und in ursprünglicher Freiheit entfaltet sich hier das Bild des offenen Marktes.

Dieses ist die einfachste Form der Börsenorganisation. Sie scheint unter den entsprechenden Verhältnissen ihren Zweck zu erfüllen. Indessen die geschichtliche Entwicklung, die fortschreitende Differenzierung des Handels und seiner Verkehrsformen hat Verhältnisse geschaffen, für welche andere Organisationen zweckmäßig befunden worden sind.

Wenn wir den größten Handelsplatz der Erde mit der größten Seestadt Deutschlands vergleichen, so tritt uns folgendes entgegen. Die Periode einer einheitlichen Börse für den gesamten Großhandel von London liegt weit hinter der Gegenwart zurück. Die Arbeitsteilung kennzeichnet auch auf diesem Gebiete die höhere Stufe der volkswirtschaftlichen Entwicklung. Dieser Zug zur Sonderung der verschiedenen Handelszweige verbindet sich mit dem Streben nach

genossenschaftlicher Organisation. Seit einem Jahrhundert und länger zeigt sich das namentlich in dem Getreidehandel und dem Wertpapierhandel Londons. Für beide bestehen selbständige Organisationen, welche auf dem Grundsatz ruhen, daß nur Mitglieder die Börse besuchen dürfen, und daß die Mitgliedschaft nur durch ernsthafte Bürgschaften der Zulassung erworben wird; daß fernerhin der Vorstand der Börsengenossenschaft über die Anständigkeit des Geschäftsgewahrens wacht und die Verletzung der Vorschriften durch Strafen verfolgt. Ein Bedürfnis nach Änderung dieser Organisation scheint sich bisher nicht in der Richtung der größeren Freiheit, sondern in der Richtung der strengeren Ordnung gezeigt zu haben. In der That deuten die Londoner Vorkommnisse der neueren Zeit weit mehr auf eine Steigerung der Börsendisziplin und ihrer Hülfsmittel, als auf das Gegenteil.

Und abermals eine dritte Kategorie des Börsenwesens tritt uns in den Börsen von Berlin, Wien, Paris, Frankfurt entgegen. Wenn man von der Börse dieser Städte redet, meint man weder jene alte Börse der deutschen Seeplätze, die sich zu einem Markt des gesamten Handelslebens erweitert hat, noch die Londoner Verzweigung der sonderartigen Börsen für die verschiedenen Teile des Handels, sondern eine einzige Art, die spezifisch moderne Börse für den Wertpapierhandel und Verwandtes in eigentümlichen Geschäftsformen. Diese Börse *par excellence* ist es, um welche sich die heutigen beliebten Erörterungen der politischen Parteien, der Presse, der Parlamente drehen; sie ist es, welche den Mittelpunkt alles desjenigen bildet, was bei einer Börsenreform ins Auge gefaßt wird; sie ist es, deren eigentümliche Probleme die Börsenenquete hervorgerufen haben.

Warum das?

Der Grund liegt in der Eigentümlichkeit der Gegenstände und der Geschäftsformen, welche das Wesen dieser modernen Börse ausmachen. Er liegt in der Eigentümlichkeit des Zusammenhanges mit den Interessen weiter Kreise der heutigen wirtschaftenden Gesellschaft, welcher durch die Natur jener Gegenstände und Geschäftsformen veranlaßt wird. Das Interesse an dem, was sich täglich an der Hamburger Börse vollzieht, bleibt weit überwiegend auf die Kreise des geschäftstreibenden Publikums, ja vorzugsweise der Großhändler beschränkt; der Kursbericht der Berliner Börse berührt an jedem Tage Tausende und Abertausende von Haushaltungen, welche dem Handels- und Geschäftsleben gänzlich fern stehen, und die unmittelbare Verbindung des Kursblattes mit fast jedem nennenswerten

Tageblatte der Gegenwart beweist handgreiflich diese Bedeutung desselben für einen großen Teil der Zeitungsleser. Denn das Wertpapier ist dasjenige Objekt des Handels, welches vermöge seiner liquiden Form den Weg von den Brennpunkten des Verkehrs zu den Händen der besitzenden Klassen und von diesen wieder zurück in einem Grade abkürzt, wie das bei den sonstigen Zweigen des großen Handels nicht denkbar ist.

Dazu kommt die Eigentümlichkeit der Geschäftsformen, deren sich die Wertpapierbörse bedient, und die sie auf andere Waren überträgt, soweit dieselben sich dazu eignen. Die Formen des Terminhandels, der Differenzgeschäfte, der Prämiengeschäfte. Dieselben machen es möglich, daß die große Mehrzahl der Geschäfte sich nicht an der thatsächlichen Lieferung und dem Empfange von Wertpapieren oder Waren vollziehen, sondern auf Grund einheitlich festgestellter typischer Bedingungen und typischer Quantitäten, Kauf und Verkauf in eine Begleichung von Preisschwankungen auslaufen. Eine analoge Verfeinerung der Verkehrsformen, wie sie sich im Kreditwesen zeigt, vermöge deren große Summen des Geldumsatzes sich von dem Bedarf des baren Metalls emancipieren.

Aber eben das, was von dem Standpunkte der Handelstechnik als eine Verfeinerung ihrer Verkehrsformen erscheint, hat seine bedenklichen Rehrseiten in der Leichtigkeit, mit welcher es über die Kreise des berufsmäßigen Handels hinaus breite Schichten der Bevölkerung zur Teilnahme an diesen Geschäften heranlockt. Und von hier aus entspringen die Zweifel, ob man den Handel mit solchen Gegenständen und in solchen Geschäftsformen einfach sich selber überlassen darf, ob nicht vielmehr das Material des Wertpapierhandels, ob nicht der Terminhandel in Wertpapieren und Waren, ob nicht das Vermittlerverhältnis zwischen Börse und Publikum gewissen öffentlichen Kontrollen zu unterwerfen ist; ob nicht namentlich als Ausgangspunkt und Schlußstein der ganzen Börsenreform die Organisation der Börse zu verbessern ist.

## VI.

Bereits in dem früheren Aufsatze habe ich die Bedeutung einer strengeren Börsenordnung im besonderen Hinblick auf die Berliner Börse betont, nicht ohne zu bemerken, daß gewisse gute Regungen und kleine Fortschritte in den beteiligten Kreisen neuerdings hervorgetreten wären.



Die eben abgeschlossene Untersuchung hat das bedeutende Ergebnis gehabt, daß alle namhaften Vertreter der Berliner Börse die Reformbedürftigkeit anerkannten. Es zeigte sich besonders, daß die besseren Elemente der Börse und der Kaufmannschaft angesichts der skandalösen Vorfälle (die wir eingangs erwähnt haben) ihrem Bedauern über die Ohnmacht der Börseneinrichtungen und Börsenbehörden Ausdruck gaben, welcher es zugeschrieben wurde, daß derartige anrüchige Persönlichkeiten von der Börse erst dann entfernt werden, wenn sie dem Staatsanwalt in die Hände fallen.

Von vornherein aber trat der Reform eine eigentümliche Schwierigkeit in den Weg. Als vor bald zwanzig Jahren in England Parlament und Regierung die Mißbräuche der Effektenbörse zum Gegenstande der Untersuchung machten, da beschränkte sich dieselbe nach englischer Art auf ganz bestimmte Vorfälle und die damit verknüpften Einrichtungen des Börsenwesens; sie beschränkte sich namentlich und durfte sich beschränken auf die Einrichtungen und Mißstände der Londoner Effektenbörse. Bei unserer deutschen Reichs-Börsen-Enquete war das anders. Nicht nur die Menge und Mannigfaltigkeit der Beschwerden, die um die Börse sich gruppieren, sollte untersucht werden. „Die Börse“ war selber auch in der Mannigfaltigkeit der Erscheinung gemeint, in welcher sie in den einzelnen Staaten und Handelsplätzen Deutschlands zur Zeit vorhanden ist. Für unseren besonderen Gegenstand hier, für die Organisation der Börse, bedeutete dies, daß Mißstände, die in Berlin empfunden wurden, von seiten der Hamburger Börsenmänner nicht anerkannt wurden, daß Reformen, die dort sich empfahlen, hier als überflüssig und schädlich angesehen wurden — während doch die Aufgabe der Reichskommission darauf gerichtet war, nicht lokale, sondern gemeinsame deutsche Verbesserungen herbeizuführen, und solche Ordnungen, die nur partikuläre Gültigkeit erhielten, der Gefahr ausgesetzt waren, im geraden Gegensatz zu dem Gedanken der Reichsgesetzgebung durch die Konkurrenz der nicht regulierten Börsen ihrer eigentlichen Wirkung beraubt zu werden.

Wenn nun jemals die Verschiedenheit der Zustände in den verschiedenen Teilen des Reiches einer gemeinsamen Gesetzgebung Schwierigkeiten bereitet hat, so war es hier der Fall. Es handelte sich um Mißstände, die gerade an der Berliner Börse unter den ihr eigentümlichen Bedingungen zu heilen waren, während die Zustände der Hamburger, der Bremer, der Stettiner und Danziger Börse wohl schwerlich zu einer Reichs-Börsenreform Anlaß gegeben hätten. Gleichwohl mußten diese letzteren mit in die Untersuchung hineinge-



zogen werden, nicht nur aus dem allgemeinen Grunde, weil man die Sache im ganzen und für das Ganze des Reiches behandeln wollte, sondern auch, weil sich an allen Enden Berührungspunkte der Berliner Börse mit den anderen Börsen des Reiches ergaben, weil auch in Hamburg, auch in Bremen ein Wertpapierhandel besteht, weil dieses namentlich für die Börse von Frankfurt a. M. zutrifft, weil ein Terminhandel in Waren sich auch an den übrigen Börsen längst entwickelt hat, weil unter anderem die Hamburger Börse bereits vor mehreren Jahren das Beispiel einer Aufsehen erregenden Episode feines Kaffeeterminhandels geliefert hat.

Die dennoch große Verschiedenheit der Verfassung und Reformbedürftigkeit der Hamburger und anderer Börsen war nun geeignet, für die Zwecke einer dringenden Reform der Berliner Börse gleich bei der Untersuchung der Zustände und der Vernehmung der Interessenten die Deutlichkeit der Ansicht von der zu lösenden Aufgabe zu trüben. Es wurde gleichsam eine unrichtige Durchschnittsansicht gewonnen, dadurch, daß in die Summe des Durchschnittes eine Menge von Eindrücken hineingeworfen wurde, welche qualitativ davon zu trennen waren.

Es handelt sich andererseits bei der Reform der Berliner Börse keineswegs um etwas ganz eigenartiges; man muß das Gleichartige nur von etwas weiter herholen, als aus den anderen Börsen des Deutschen Reiches. Die Analogien sind vornehmlich in den Börsen von Paris, Wien, London zu suchen. Die Verhältnisse einer Millionenstadt der Gegenwart mit ihren zusammengewürfelten Bevölkerungen, mit ihrer Jagd nach Glück und Genuß, mit dem abenteuernden Wechsel der Erwerbsarten — hier mitten darinnen die moderne Börse mit dem verlockenden Reize des Börsenspiels, das ununterscheidbar sich mit den großen und ernsthaften Aufgaben der Börse vermischt, einem Reize, dem nachzugeben entweder die Mitgliedschaft der Börse oder die geschäftigen Hände zahlreicher Vermittler leicht machen — das sind eigentümliche Erscheinungen und Voraussetzungen der Reformbedürftigkeit, die nicht widerlegt sind durch die Thatfachen einer ganz andersartigen Umgebung, in welcher die normalen Funktionen des berufsmäßigen Handels den entscheidenden Typus bilden. Für diese mag im großen und ganzen der Grundsatz alles großen Handels passen — *laissez-faire*. Anders unter jenen besonderen Bedingungen und Umgebungen.

Das endlose Ulgernis, welches hier durch die Börse entstanden ist und sich immer wieder von neuem erzeugt, sollte es allmählich

unmöglich erscheinen lassen, daß man diese Angelegenheit mit den jahrhundertalten Schlagworten der Gewerbefreiheit zu erledigen versucht. Vielmehr ebenso wie die heutige Gesetzgebung anerkennt, daß für den Handel mit gemeingefährlichen Stoffen besondere Vorsichtsmaßregeln geboten sind, so sollte auch die Überzeugung maßgebend sein, daß der Handel in gemeingefährlichen Geschäften mit eigentümlichen Vorsichtsmaßregeln umgeben sein müsse. Es ist auch keine Rechtfertigung des Grundsatzes der Gewerbefreiheit, wenn man (wie es wiederholentlich in dem Verlaufe der Zeugenvernehmung und in dem Berichte selber geschehen) einen absurden Gegensatz zu derselben konstruiert, welchen niemand vertritt, und dessen Widerlegung daher überflüssig ist.

Der Hinweis auf die merkwürdige Entwicklung der Londoner Stockbörse, dessen die Gegner einer schrankenlosen Gewerbefreiheit sich bedienen, soll namentlich dadurch entkräftet werden, daß „es nicht gerechtfertigt sei, die Mitgliedschaft der Börse zu einem Privilegium Wohlhabender zu machen.“ Die hier behauptete Thatsache eines Privilegiums der Wohlhabenden ist irrtümlich, und daher fehlt ihr jede Beweiskraft. Wohl aber beweist es etwas, wenn in dem klassischen Lande der Gewerbefreiheit gerade auf diesem Gebiete aus der Schrankenlosigkeit der freien Konkurrenz heraus, angesichts der Verwilderung, welche die Folge derselben war, sich genossenschaftliche Ordnungen entwickelt haben, anfangend mit dem Beginne des neunzehnten Jahrhunderts, an ihrem Ziele noch keineswegs angelangt, die durch persönliche und ökonomische Bürgschaften von mäßigem Umfange die Anforderungen der guten Sitte in der Geschäftsführung der Börsenleute sicherzustellen versuchen. Nicht daß diese Einrichtungen ein Privilegium der Wohlhabenden geschaffen haben, eher das Gegenteil könnte man ihnen vorwerfen: daß die Strenge ihrer Vorschriften, die Höhe ihrer persönlichen und sachlichen Bürgschaften, der Ernst in der Handhabung der bestehenden Statuten, nicht weit genug geht, und einer weiteren Fortbildung bedarf.

Wie die Thatsache des behaupteten „Privilegiums der Wohlhabenden“ eine irrtümliche ist, so sind es die daraus gezogenen Folgerungen. Unter den „Wohlhabenden“ versteht man, wenn das Argument überhaupt etwas bedeuten soll, im Hinblick auf die Börse und ihre Größenverhältnisse offenbar die Besitzer eines größeren Vermögens, sage von mehreren Hunderttausenden oder von Millionen. Daß man von einem Kaufmanne voraussetzt, er solle ein bescheidenes Geschäftskapital — sage von einigen Tausenden — mitbringen, gilt

doch wohl als selbstverständlich, sogar für einen Krämer. Und wenn man nun Anforderungen stellt, die dieses und selbst etwas mehr für einen Börsengeschäftsmann verlangen, wenn man dazu ernsthafte persönliche Bürgschaften fügt, so ist für einen Unbefangenen nicht einzusehen, wie dieses den Kreis eines großen und wünschenswerten Wettbewerbes tüchtiger Kräfte unbillig einengen sollte. Es ist verkehrt, wenn diese Schranken für unvereinbar mit den ökonomisch-technischen Leistungen der Berliner Börse erklärt, wenn die wirklichen bisherigen Leistungen derselben aus der bisherigen Schrankenlosigkeit hergeleitet werden. Soweit die Behauptung von der größeren Regsamkeit und Leistungsfähigkeit der Berliner Börse (verglichen mit anderen Börsen) richtig ist, soweit es wahr ist, daß diese Leistungsfähigkeit in den letzten Jahrzehnten eine Bedeutung der Berliner Börse auf dem Weltmarkte errungen hat, so fehlt jeder Beweis dafür, daß jenen wünschenswerten Eigenschaften und Leistungen eine bessere Börsenordnung im Wege gestanden hätte, daß die Verminderung der schweren Mißstände auch eine Verminderung jenes wünschenswerten Fortschrittes gewesen wäre.

Daß derjenige Mensch, welcher nichts hat, weder Vermögen noch die Fürsprache einiger anerkannter Persönlichkeiten, besonders leistungsfähig sei, ist eine menschenfreundliche Hypothese, welche im achtzehnten Jahrhundert der Gegenschlag der jungen Wissenschaft war im Kampfe wider das andere Extrem der überkommenen Zustände. Wie weit aber diese Hypothese richtig ist, das kann nur durch die Beobachtung der Thatfachen entschieden werden; und die Beobachtung der Thatfachen der Berliner Börse scheint ihr nicht günstig zu sein.

## VII.

Die Mehrheit der Kommission hat eine Reform der Börsenorganisation befürwortet, welche einmal sich an die historische Entwicklung anschließt; daher den einzelnen deutschen Landesregierungen (also insbesondere Hamburg, Bremen, Lübeck) weitgehende Autonomie auf dem Gebiete ihrer Börsenordnungen läßt; dann aber (für das besonders in Betracht kommende Gebiet der preussischen Börsen, d. h. wiederum vorzugsweise Berlins) die bisherigen Bestimmungen äußerst vorsichtig fortzubilden sucht. Ich meinerseits würde zum Teil weitergehende Vorschriften gewünscht haben; ich glaube aber auch von den jetzt vorgeschlagenen, daß sie einen mäßigen Fortschritt herbeiführen können, wenn sie ernsthaft gehandhabt werden. Selbst die geringen Anforderungen, die jetzt für Zulassung und Mitgliedschaft der

Berliner Börse bestehen, hätten durch strengere Handhabung einen gewissen Nutzen stiften können.

Die Aufnahme in den Kreis der Börsenmitglieder soll künftig von einer persönlichen Empfehlung dreier Gewährsmänner abhängig gemacht werden. Um eine Aussicht dafür zu gewinnen, daß diese Gewährsmänner selber vertrauenswürdige Persönlichkeiten seien, wird die Einschränkung empfohlen, daß sie mindestens drei Jahre Mitglieder der Börse sein müssen. Die über dieses bescheidene Verlangen hinausgehenden Forderungen sind in der Minderheit geblieben, und es ist dem Gesetzentwurfe des Bundesrates, sowie dem Reichstage möglicherweise vorbehalten, an dieser wie an anderen Stellen energischere Maßregeln vorzuschreiben. So ist von einer Minderheit der Kommission angestrebt worden, daß unter den drei Gewährsmännern sich mindestens ein Mitglied aus dem Kreise der Börsenbehörden befinden solle, daß also für die Qualität der Gewährsmänner eine Garantie geschaffen werden möge, die um etwas über die dreijährige Mitgliedschaft (welche sehr wenig bedeutet) hinausgeht. Ebenso ist die Forderung einer Realkaution abgelehnt worden, aus Erwägungen heraus, die oben angedeutet worden sind. Nur in Ausnahmefällen soll es der Börsenbehörde gestattet sein, eine Realkaution zu verlangen, wie z. B. solchen Personen gegenüber, die durch eigenes Verschulden ihr Vermögen verloren haben und jetzt die Börse auffuchen, oder wieder auffuchen, um in Spekulationen ihr Glück zu erproben. Die Realkaution soll hier als Strafgeld der leichtfertigen Gewährleistung für einen wohlthätigen Zweck verwendet werden in dem Falle, da der Spekulant abermals zahlungsunfähig wird; sie soll aber womöglich als Vorkehrungsmaßregel dienen dagegen, daß solche Spekulant zu Mitgliedschaft der Börse zugelassen werden.

Der persönlichen Gewährleistung wünscht man nun, damit sie nicht, wie bisher, zu einer leeren Form wird, etwas Halt dadurch zu geben, daß der schriftlich zu stellende Antrag auf Zulassung zur Börse mit den Namen der drei Gewährsmänner eine Woche hindurch an der Börse öffentlich angeschlagen wird, damit alle Börsenmitglieder die Möglichkeit erhalten, gegen die Aufnahme des sich Bewerbenden Einspruch zu erheben. Nach Ablauf dieser Frist soll die Börsenbehörde über die Aufnahme entscheiden; es müssen aber zuvor die Gewährsmänner vor ihr zu Protokoll erklären, daß sie nach sorgfältiger Prüfung den Aufzunehmenden als einen der Achtung seiner Berufsgenossen würdigen Mann erachten. Dieser Modus soll den Gewährsmännern zum Bewußtsein bringen, daß sie mit dieser

Empfehlung eine verantwortliche Handlung vollziehen, für die sie sich durch gründliche Kenntnissnahme der Umstände des Empfohlenen auszurüsten haben. Das Gewissen soll ihnen ferner dadurch geschärft werden, daß sie bei einer späteren disciplinarischen Ausschließung der auf ihre Empfehlung hin aufgenommenen Mitglieder auch nachträglich sich vor der Börsenbehörde zu verantworten haben wegen einer sich jetzt herausstellenden Leichtfertigkeit der Empfehlung, die ihrerseits disciplinarisch geahndet werden soll, etwa durch Entziehung des Rechtes, fernerhin als Gewährsmann aufzutreten. Allerdings soll diese Verantwortlichkeit nicht länger als fünf Jahre dauern.

Mit der großen Mehrzahl der Sachverständigen hielt die Kommission eine Verschärfung der Börsendisciplin für ein dringendes Bedürfnis. Hierin liegt, nächst den Bedingungen für die Zulassung zur Börse, die wesentliche Handhabe, um das Geschäftstreiben in angemessenen Schranken zu halten, nicht nur so weit es sich in dem engeren Kreise der Börsengeschäftsleute selber abspielt, sondern namentlich auch im Hinblick auf die weiten Kreise des Publikums, welche es zur Teilnahme an diesen Geschäften heranzuziehen versteht. In einer energischen, unparteiischen, über kleinliche Interessen und Rücksichten sich erhebenden Disciplin liegt der Angelpunkt für die Besserung von vielerlei Mißständen. Ein Angelpunkt des Ehrgefühls und der Rechtschaffenheit. Es kommt darauf an, wie sie gehandhabt wird; es kommt darauf an, wer sie handhabt; es kommt aber auch darauf an, wie weit man die Sphäre der disciplinarisch zu ahndenden Vergehungen erstreckt.

Hier gelangte vor allem die Überzeugung zu erfreulicher Geltung, daß die Beschränkung der Disciplin auf die an der Börse selbst vorkommenden Verfehlungen unbefriedigend wirken muß. Zwar sollten Handlungen, die außer Beziehung zum Geschäftsbetriebe stehen, nicht unter die Börsendisciplin fallen; aber in dem Geschäftsbetriebe selber sind es oft gerade solche Vergehungen, welche außerhalb der Börse begangen werden, unehrenhafte Formen des Geschäftsbetriebes gegenüber den außerhalb stehenden Kreisen des Publikums, die der Ahndung ebenso bedürftig sind, wie das, was an der Börse vorfällt, und gleich diesem letzteren durch die Paragraphen des Strafgesetzbuches nicht erfaßt werden können. Als erfahrungsmäßig festgestellte Beispiele derart erschienen die folgenden: arglistige Beeinflussung der Preise durch Scheingeschäfte und durch Verbreitung falscher Gerüchte; Gewährung und Annahme von Geschenken in der Absicht, Äußerungen in der Presse zu Gunsten oder zum Nachteil gewisser Unternehmungen

herbeizuführen oder zu unterdrücken; die Anwendung von Geschäftsbedingungen im Verkehr mit dem außerhalb der Börse stehenden Publikum, welche gegen den kaufmännischen Anstand verstoßen; gravierende Fälle von Emissionen unsolider Wertpapiere; Anreizungen zu Börsenspekulationen, die in einer des ehrbaren Kaufmanns unwürdigen Weise geschehen (Reklamen u. s. w.); Abschluß von Spekulationsgeschäften mit Handelsangestellten und anderen unselbstständigen Personen; wiederholte Benützung lieferungsunfähiger Ware zur Kündigung im Warenterminhandel.

Von besonderem Interesse unter diesen mannigfaltigen Mißbräuchen war dasjenige, was über das Verhalten der Presse zur Börse erörtert wurde. In dem Zeugenverhör hat es im einzelnen an erfreulichen Beispielen und Eindrücken nicht gefehlt, denen zufolge man annehmen darf, daß es in der Börsenpresse Männer giebt, welche ihren ernststen Beruf ernst auffassen und ihr Urteil durch nichts anderes bestimmen lassen als durch ihre sachkundige Kenntnis, welche daher, zumal den Schichten des Kapital anlegenden Publikums, ein Berater und ein Warner sind, der Vertrauen verdient. Die Mehrzahl der Aussagen und zum Teil gerade derjenigen, welche aus autoritativem Munde das Bestehende in Schutz nehmen, macht freilich einen ganz anderen Eindruck. Wenn etwa ein hervorragender Vertreter der großen Emissionsinstitute die eingestandenen Geldzumenwendungen an die Zeitungen dadurch verteidigen will, daß hiermit ja nichts anderes geschehe, als was durch die Schriftstellerhonorare wissenschaftlicher Arbeiten auch sonst geschehe und von niemandem beanstandet werde, so hinkt dieser Vergleich so auffallend, daß er die verteidigten Mißbräuche nur desto greller beleuchtet. Es ist kaum der Mühe wert, ihm die Gegenfrage entgegenzuhalten, ob das Emissionsinstitut seine Schriftstellerhonorare für diese „wissenschaftlichen Arbeiten“ zu zahlen fortfährt, wenn die wissenschaftliche Methode des honorierten Gelehrten dahin gelangt, die emittierten Papiere ungünstig zu beurteilen, während bekanntlich bei sonstigen wissenschaftlichen Arbeiten es für ihren inneren und äußeren Wert vollkommen gleichgültig ist, was darin gelobt oder getadelt wird. Indessen nicht in der begriffsmäßigen Klarlegung der bestehenden Ausartungen ist die Schwierigkeit zu suchen; diese zeigt sich vielmehr darin, daß weit verbreitete Unsitten sich eingenistet und in den beteiligten Kreisen die Deutlichkeit der sittlichen Unterscheidung verwirrt haben, wie es das eben gewählte Beispiel beweist; daß daher die zu wünschende Kraft der neuen disciplinarischen Maßregeln durch den Druck dieser herkömm-



lichen Atmosphäre gelähmt werden wird. Formell dagegen schien es unbedenklich, die Vertreter der Presse an der Börse gleich den Kaufleuten der Börsendisziplin zu unterwerfen. „Die Presse,“ sagt der Kommissionsbericht, „verlegt in gröblichster Weise ihre Pflicht gegen die Allgemeinheit, wenn sie ihre Äußerungen zu Gunsten oder zum Nachteil gewisser Unternehmungen, sowie ihr Schweigen über gewisse Unternehmungen sich bezahlen läßt.“

Hierfür wie für die anderen Aufgaben der Börsendisziplin drängt sich die Frage auf: wie soll die Disziplinarbehörde und ihr Verfahren beschaffen sein?

Die Mehrheit der Kommission war der Ansicht, daß die Entscheidung darüber, ob ein Mitglied der Börse durch sein Verhalten die kaufmännische Ehre verletzt oder sich der Achtung seiner Berufsgenossen unwürdig gezeigt habe, ausschließlich durch seine Berufsgenossen, durch die aus ihrem Kreise gewählten Persönlichkeiten, zu treffen ist. Die Kommission, heißt es in dem Bericht, glaubt zu der Unparteilichkeit und Sachkenntnis dieser Börsenorgane volles Vertrauen hegen zu dürfen, und ist überzeugt, daß dieselben alle Ausschreitungen energisch ahnden werden.

Der Ausdruck dieses Vertrauens ist indessen mehr als ein Weckruf an die anständigen Kreise der Börsenwelt und als Bekundung der Überzeugung von dem Vorhandensein einer Anzahl höchst achtbarer Persönlichkeiten, an die man solche Zumutung richten könne, aufzufassen, denn als die positive Zuversicht zur Erfüllung der hier ausgesprochenen Erwartung. Die bisherigen Erfahrungen gerade der Berliner Börse würden eine solche Zuversicht nicht bestätigen, sie würden im Gegenteil das Bedenken nahe legen, ob nicht nach wie vor auch in den besseren Kreisen der Börse eine vorherrschende Neigung zur Nachsicht mit den einmal zur Gewohnheit gewordenen Mißbräuchen sich behaupten werde.

Es lag daher der Gedanke nahe, bewährten Beispielen in den Einrichtungen von Staat und Gesellschaft folgend, der neuen Disziplinarbehörde der Börse ein festes Rückgrat zu geben durch die Institution eines Staatskommissars, dessen Aufgabe es sein müßte, gegenüber dem natürlichen Zuge einer Interessengruppe und ihrer Selbstverwaltung, den festen sittlichen Punkt der für das Staatsganze gültigen Verpflichtungen darzustellen. Die Einwendungen gegen eine solche Institution gehen weit über den besonderen Fall hinaus und finden in dem Vergleiche mit analogen Gebilden des heutigen Behördenwesens die Schranken ihrer Beweiskraft. Denn jedesmal, wo

es im Staate der Gegenwart darauf ankommt, die Vermittlung zwischen Staatsverwaltung und Selbstverwaltung zu finden, indem die Organisation der Berufsinteressen mit staatlichen Organen kombiniert wird, handelt es sich um die allerdings nicht leichte Aufgabe, nach der einen Seite hin die Vertretung der Berufsinteressen als die vorzugsweise fachkundigen Elemente für gewisse öffentliche Zwecke zu verwenden, zugleich aber nach der anderen Seite hin eine Bürgschaft für ihre Pflichterfüllung in besonderen Staatsbeamten zu suchen. Unvollkommenheiten, Reibungen, Hintansetzung des einen der beiden hierbei mit einander ringenden Interessen — derartiges ist überhaupt unvermeidlich. Selbst wo langjährige Übung dazu gedient haben sollte, das wünschenswerte Gleichgewicht herzustellen, ist man weit davon entfernt, dasselbe immer oder auch nur in der Mehrzahl der Fälle zu erreichen. Ein klassisches Beispiel ist das preussische Landratsamt im Zusammenhang mit dem staatlichen Steuereinschätzungswesen und den verwandten Pflichten. Nach der bisherigen Erfahrung hat die Mittelstellung dieses Amtes dahin geführt, das erforderliche Gleichgewicht nach der Seite der lokalen Interessen hin zu Ungunsten des Staatsinteresses zu verschieben. Daraus ist nun mit Recht nichts anderes gefolgert worden, als daß die Staatsverwaltung für die Wahrnehmung ihrer Interessen stärkere Stützen hinzuthun müsse.

Geeignete Persönlichkeiten werden immer in solchen Fällen erforderlich sein; es wird immer ein glücklicher Takt dazu gehören, das *suaviter in modo* — die freundlichen Umgangsformen des Staatsbeamten mit den Berufskreisen — mit dem *fortiter in re* — der ernsthaften Vertretung der öffentlichen Pflichten — zu vereinigen. Wir sehen es als keinen principiellen Grund zur Aufhebung eines Staatsamtes an, wenn die *suavitas in modo* öfters stärker ist als die *fortitudo in re*. Wir verbessern nur die Auswahl der Persönlichkeiten oder die Einrichtung des Amtes. Es ist auch kein Beweis gegen die Schaffung eines neuen Amtes, daß die Erfahrungen für dasselbe und in demselben erst zu machen sind. Wäre es ein Beweis, so dürfte niemals ein neues Behördenwesen geschaffen werden, was, so viel man über Bureaukratie und grünen Tisch schelten mag, den Bedürfnissen des heutigen Staates widersprechen würde. Eine lehrreiche Parallele bietet die Entwicklung desjenigen Staatsbeamtentums welches für die Zwecke des Arbeiterschutzes (Fabrikgesetzgebung) als Aufsichtspersonal sich als unentbehrlich erwiesen hat. Die Arbeiterschutzgesetze blieben im Lande der Selbstverwaltung ein toter Buchstabe, so lange ihre Überwachung den Organen der Selbstverwaltung



anvertraut blieb. Erst ein centralistischer Behördenapparat der Staatsverwaltung brachte jene Gesetze zur Wirksamkeit. Ähnlich wie in England, so auch in Deutschland, Frankreich u. s. w. Eben jetzt ist man bei uns mit einer planmäßigen Ausbildung der Fabrikinspektion beschäftigt. Das hierfür nötige Personal mußte hier wie dort, weil es neu war, ohne Anknüpfung an vorangegangene Gewöhnung, tastend, experimentierend gewonnen werden. Mißgriffe sind im einzelnen gewiß nicht ausgeblieben; im ganzen wagt heut zu Tage niemand, die Lösung dieser großen Aufgabe aus jenem Grunde in Frage zu stellen.

Die Aufgabe, ein wirksames Staatskommissariat für die Börsen zu schaffen, ist eine analoge. Die Einwände zerfallen angesichts jener analogen Entwicklungen. Die Börsen-Enquetekommission schlägt als wesentlichen Bestandteil der Disciplinarbehörde vor: „Die Landesbehörde hat einen Kommissar zu bestellen, welchem von allen die Einleitung oder Ablehnung einer Untersuchung betreffenden Entscheidungen Mitteilung zu machen ist; der Kommissar kann die Einleitung einer Untersuchung verlangen und diesem Verlangen sowie allen von demselben gestellten Beweisansprüchen muß statt gegeben werden.“

Die Kommission war der Ansicht, das Publikum werde in dieser Mitwirkung eine Gewähr für die pflichtgetreue Verfolgung aller dazu geeigneten Fälle erkennen, die Börsenorgane aber dadurch vor dem Verdachte der Vertuschung von unliebsamen Vorkommnissen geschützt werden.

Es wird zunächst sehr viel auf die glückliche Auswahl von Männern für dieses neue Amt ankommen, welche den großen Beruf zu erfüllen haben, jene lebhaftere Empfindlichkeit für die zahlreichen und schlimmen Auswüchse der Börse den Börsenbehörden mitzuteilen, die derjenige hat, welcher unbefangen diese Dinge beobachtet, und die derjenige nicht hat, welcher täglich darin gelebt und sich daran gewöhnt hat, daß man dergleichen eben hinnehmen müsse. Zum Teil sind es Mißbräuche, die sich gar nicht verstecken, die offen zu Tage liegen, deren Öffentlichkeit gerade das Ärgernis erzeugt. Wie etwa das Reklamewesen in den Zeitungen und in manchen anderen Formen.

Das Verfahren vor dem Disciplinarhof soll sich in ähnlicher Weise gestalten, wie das Verfahren vor den bestehenden Ehrengerichten der Anwälte. Insbesondere soll der Disciplinarhof befugt sein, eine Vervollständigung der Untersuchung zu beschließen, sowie Zeugen und Sachverständige direkt vorzuladen und eidlich zu vernehmen. Die

Öffentlichkeit soll stattfinden, wenn sie entweder von dem Staatskommissar oder von dem Angeeschuldigten beantragt wird. Der Staatskommissar hat das Recht, allen Verhandlungen beizuwohnen; die öffentlichen Behörden sind berechtigt, die Aufsichtsorgane der Börse sind verpflichtet, Handlungen der Börsenbesucher, die einer disciplinarischen Abhandlung unterliegen, zur Kenntniß des Staatskommissars zu bringen. Die Strafen sind Verwarnung, Verweis, zeitweilige und dauernde Ausschließung von der Börse.

Wir endigen diesen Teil unserer Betrachtung mit dem Ausdruck der Hoffnung, daß die beteiligten Reichs- und Staatsbehörden den hier wiedergegebenen Anträgen der Kommission ein bereitwilliges und energisches Verständnis entgegenbringen werden.

## VIII.

Das zweite Gebiet der Börsenreform, mit dem sich die Kommission und ihr Bericht beschäftigt, ist die Kontrolle des Emissionswesens, d. h. die Zulassung von Wertpapieren zur Ausgabe, zum Börsenhandel und zur Börsennotierung<sup>1</sup>.

Das Emissionswesen schließt die Veranstaltungen in sich, vermöge deren das Material der Wertpapiere dem kapitalbesitzenden Publikum und der Börse zugeführt wird; auf seine ökonomische, rechtliche, technische Gestaltung kommt es an, welche Massen und welche Gattungen von Wertpapieren in einem Lande Kurs haben.

An der Berliner Effektenbörse sind gegenwärtig zur täglichen Kursnotierung zugelassen etwa tausend verschiedene Wertpapiere. Hiervon fällt etwa der sechste Teil (der Summe nach etwa die Hälfte) auf inländische und ausländische Staatsanleihen; die große Mehrzahl fällt auf die Mannigfaltigkeit privater Unternehmungen, deren Aktien und Obligationen — Eisenbahnen, Banken, Bergwerke, Brauereien, Zuckfabriken, Gas- und Wasserwerke, Maschinenbauanstalten, chemische Fabriken, Spinnereien und Färbereien, Bau- und Bergbau-Gesellschaften, Versicherungsgesellschaften. Doppelt so groß etwa ist

<sup>1</sup> In diesem Sinne pflegt man in Deutschland das Wort zu verstehen. Anders die übliche Bedeutung in Frankreich, zumal Italien, über dessen „Emissionsbanken“ neuerdings Aufsehen erregende Mitteilungen in die Tagesblätter gelangt sind: hier sind die „Notenbanken“ gemeint (emissione di biglietti). Wogegen man in Deutschland solche Institute als Emissionsbanken bezeichnet, welche Wertpapiere von Dritten (Staaten, Unternehmungen) in das Publikum bringen zum Zwecke der Kapitalanlage, und sich hierfür regelmäßig der Börse als des centralen Kapitalmarktes bedienen.

das Material der Londoner Effektenbörse, schon nach der Anzahl seiner Wertpapiere, aber noch weit mehr nach den Summen, welche sie darstellen. Allein etwa 650 verschiedene Eisenbahnpapiere sind darunter.

Die Summe, welche hier und dort die Wertpapiere darstellen, ist schwer zu berechnen; denn es ist schwer zu ermitteln, welcher Teil von jeder Wertpapiersorte sich in dem bestimmten Lande befindet. Es mag für unseren Zweck genügen, wenn das Ergebnis einer sachkundigen Berechnung für die Berliner Börse in Höhe von 55 Milliarden Mark erwähnt wird, um eine ungefähre Vorstellung von der Bedeutung des Gegenstandes zu geben.

In dieser Menge und Manigfaltigkeit, in deren Vermehrung durch die neu hinzutretenden Emissionen, liegt die Auswahl für die weiten Kreise der kapitalbesitzenden Bevölkerung, welche in der börsenmäßigen Form ihr Kapital zinsbar anlegen. Die wachsende Masse dieser Anlagegelegenheit geht Hand in Hand mit der wachsenden Neigung für die Vorzüge derselben. Denn in der Beweglichkeit des heutigen Lebens ist (sofern die übrigen Umstände die gleichen sind) diejenige Besitzform die zweckmäßigste, welche ihres Marktpreises täglich sicher ist, und zwar eines Marktpreises, der durch die Größe des täglichen Marktes in sich selber möglichst fest ist.

Aber freilich ist dieses nicht das einzige Interesse, welches der Börse aus immer breiteren Schichten die Früchte der sich mehrenden Kapitalanhäufungen zuführt. In der Fülle der Anlagegelegenheiten, von der wir vorhin nur eine ungefähre Andeutung gegeben haben, steckt auch der Reiz höheren Zinsertrages und wachsenden Kapitalwertes. Im Leihverkehr, der in den älteren Formen, außerhalb der Börse, vor sich geht, giebt es Mittel, um ähnliches zu erreichen: der Darlehnsverkehr der Hypotheken in seinen verschiedenen Stufen und Ausartungen bis herab zum ordinären Alltagswucher dient diesem Zwecke. Indessen die Börse bietet eine so viel reichere Auswahl, so viel reizvoller, so viel bequemer, daß sie naturgemäß immer größere Eroberungen macht.

Und innerhalb vernünftiger Grenzen mit vollem Recht. Zunächst ist es von der Seite der kapitalbedürftigen Zwecke klar, daß ein ansehnlicher Teil der volkswirtschaftlichen Produktivität und des weltwirtschaftlichen Verkehrs darauf beruht, daß größere Kapitalmassen verfügbar bleiben über dasjenige hinaus, was die Anleihen des eigenen Staates und Reiches verlangen. Das Aktienwesen hat (bei manchen Mißbräuchen und Fährlichkeiten) doch eine wichtige Aufgabe zu

erfüllen; es hat für große Unternehmungen im Gebiete der Industrie und des Handels Kapitalmassen zu sammeln, deren ökonomische Konzentration ein sozialpolitisches Gegengewicht erhält in der großen Zahl der Anteilbesitzer, während es gegenüber der zunehmenden Zweckmäßigkeit großer Unternehmungen den Ersatz bildet für das Vorhandensein zahlreicher großer Vermögenskräfte. Das Ausleihen heimischer Kapitalien an die Volkswirtschaften des Auslandes, an deren Unternehmungen und zumal an deren Staatsbedarf ist eine Parallelererscheinung zu der Auswanderung von Bevölkerungsteilen, die ihr nur scheinbar widerspricht, die vielmehr dieselben Aufgaben erfüllt, wenn sie richtig geleitet wird. Diese internationalen Kapitalbeziehungen schlingen ein Band des Weltverkehrs, welches für jede große Volkswirtschaft auf der Höhe dieses Zeitalters unentbehrlich ist. Sie dienen dem Abfaze der heimischen Erzeugnisse auf den Märkten des Auslandes; sie sind ein Weltgeld zur Ausgleichung der Zahlungsbilanzen von Land zu Land.

Es ist dann auf der Seite des kapitalanlegenden Publikums an sich gerechtfertigt, in der Auswahl der Wertpapiere denjenigen den Vorzug zu geben, welche das Interesse des höheren Ertrages und des Kapitalgewinnes mit dem Wagnis verknüpfen. Wollte man das bestreiten, so müßte man in der Konsequenz dieses Standpunktes Forderungen stellen, die dem gesamten Wesen unserer Volkswirtschaft und unserer Gesellschaft widersprechen. Die Konsequenz wird man gewöhnlich nicht ziehen wollen; man wird eher (durch manche bittere Erfahrungen scheinbar gerechtfertigt) diese besondere Form der Kapitalanlage beanstanden. Nur wird es dann wiederum neben dem Mangel an Folgerichtigkeit schwerfallen, eine Grenze abzustecken, um Gut und Böse zu scheiden.

Die Grenze ist gleichwohl vorhanden; sie muß nur nicht in den Sachen, sondern in den Personen gesucht werden. Schauen wir die heutige Gesellschaft an, so enthalten die Schichten, welche zwar an den Kapitalanlagen der Börse teilnehmen, aber lieber nicht daran teilnehmen sollten — eine Menge kleiner Leute, deren flüssiges Kapital nirgendwo anders als in der Sparkasse angelegt werden sollte, die am besten niemals erfahren sollten, daß es Börsenpapiere giebt. Über diesen liegt eine schon viel schmalere, aber an sich immer noch recht breite Schicht von solchen Kapitalbesitzern, für deren beschränkte Vermögensgröße das Interesse der Sicherheit der Anlage das ausschlaggebende ist. Jeder Reiz zur Erhöhung der Rente und des Kapitalwertes ist die Verführung zu einer ökonomischen Verkehrtheit. Denn

die Gefahr des Verlustes bedroht sie mit einem viel größeren Übel als der Vorteil ist, auf den sie hoffen.

Erst über diesen beiden Stufen der kapitalbesitzenden Klassen erhebt sich diejenige schmalere Schicht, für welche jene gefährlicheren Kapitalanlagen überhaupt geeignet sind. Sie umfaßt die Leute von größerem Besitz, von geschäftlicher Intelligenz, Leute, welche die Tragweite eines riskanten Unternehmens übersehen und ihre Beteiligung an demselben mit ihren Vermögensverhältnissen und mit verständiger Verwaltung ihres Vermögens in Einklang zu bringen wissen, während in jenen anderen breiteren Schichten teils der ganz kleine Besitz und der völlige Mangel an Urteilsfähigkeit über Kapitalanlagen sich findet, teils ein mittlerer, ja selbst größerer Besitz mit einer Urteilslosigkeit verbunden ist, um deretwillen auch diese wohlhabenderen (und gebildeteren) Kreise, wenn es irgend möglich wäre, zur Einschränkung auf die allein sicheren und allgemein bekannten Wertpapiere angehalten werden müßten.

Es ist die hauptsächliche Schwierigkeit des Emissionswesens und der hierbei in Betracht zu ziehenden Vorsichtsmaßregeln, daß es unmöglich ist, dieser an sich erwünschten Unterscheidung Genüge zu leisten. Was in diesem Sinne zu thun möglich ist, muß mit anderen Mitteln an anderen Enden der Börsenreform geschehen, und wir werden davon zu reden haben. Indessen werden die Erwägungen, welche bei der Zulassung riskanter Wertpapiere maßgebend sind, nicht unbeeinflusst durch die Erkenntnis bleiben, daß neben den geschäftsfundigen, kapitalkräftigen, rationellen Kapitalisten eine Mehrzahl von anderen Persönlichkeiten vorhanden ist, die sich dieser Eigenschaften nicht rühmen kann und den Versuchungen der riskanten Papiere ausgesetzt ist. Dadurch entsteht das Bedürfnis, einen Versuch mit verbesserten Maßregeln für das Emissionswesen zu machen.

## IX.

Für das Gebiet des deutschen Aktienwesens ist bereits durch die Aktiengesetz-Novelle vom 18. Juli 1884 Vorkehr getroffen. Nach dessen Bestimmungen haften neben Gründern und Gründergenossen solidarisch das Emissionshaus, d. h. derjenige, welcher vor dem Haupteintrag oder in den ersten zwei Jahren nach demselben eine öffentliche Ankündigung erläßt, um Aktien in den Verkehr zu bringen, und zwar bei Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der Angaben, welche die Gründer rücksichtlich der Zeichnung und Einzahlung oder der

Festsetzungen über Sacheinlagen behufs Eintrags gemacht haben, sowie bei bösslicher Schädigung der Aktiengesellschaft durch Sacheinlagen oder Übernahmen, sofern ihm nachgewiesen wird, daß er den Fehler gekannt hat oder als ordentlicher Geschäftsmann hat kennen müssen.

Die Einzelheiten dieser geltenden Vorschriften, ihre Wirksamkeit und etwaige weitere Reformbedürftigkeit zu erörtern, ist hier nicht beabsichtigt. Es genügt, auf den merkwürdigen Rechtszustand des Deutschen Reiches hinzuweisen, der durch die selbständige gesetzgeberische Behandlung des Aktienwesens entstanden ist, daß gegenüber dem deutschen Unternehmungsgeiste, so weit er sich in Form von einheimischen Aktien Kapital sucht, strengere Schutzmaßregeln gelten als gegenüber ausländischen Aktien, ausländischen Obligationen. Dieses allein war Anlaß genug, eine Reform des deutschen Emissionswesens anzustreben.

Aber man vergegenwärtige sich die principiellen Schwierigkeiten eines weitergehenden Schutzes für das Publikum.

Die Schutzmaßregeln können einerseits nicht, wie das durch die vorausgehenden Bemerkungen begründet ist, drakonische sein wollen. Das an sich sehr einfache, weil radikale Verfahren, mit Feuer und Schwert gegen die ausländischen Wertpapiere (und womöglich gegen die entsprechenden inländischen desgleichen) loszuziehen, ist außer Frage. Auch die weitestgehenden Fürsprecher eines öffentlichen Schutzes gegen gefährliche Wertpapiere wollen so weit nicht gehen, wenn wir uns im Kreise der Persönlichkeiten umsehen, welche als Sachverständige oder Mitglieder unserer Kommission sich geäußert haben. Unsere grundsätzliche Feststellung, daß es sich um riskante Papiere handelt, die zugelassen sein sollen, schließt auch die Möglichkeit aus, irgend welche Bürgschaften zu verlangen für die Eigenschaft des Gegenteils, d. h. daß ihnen eine Sicherheit zugesprochen werden soll wie den besten Wertpapieren des Inlandes (deutschen Reichs- und Staatsanleihen u. s. w.). Ferner treibt jedes Verlangen nach einer Grenzziehung der Solidität durch öffentliche Organe, sei es der Staatsbehörden oder der Börsenbehörden, zu der Konsequenz, daß diese Organe eine schwere Verantwortlichkeit übernehmen für etwas, was dem Sinne der Sache widerspricht. Ein ausländisches Staatspapier, welches 6 Prozent Rente bringt, ist eben darum so hoch verzinslich, weil es so viel gefährlicher ist als die einheimische Staatsrente. Dies kann keine Behörde ändern, noch weniger kann sie eine Verantwortlichkeit für das Gegenteil übernehmen.

Und trotz alledem muß versucht werden, irgend welche Schutz-



maßregeln zu gewähren oder, angesichts mancher neuester Erfahrungen, die bestehenden Schutzmaßregeln fortzubilden. Ja und Nein ist eine schlechte Theologie, sagt Shakespeare; Ja und Nein ist auch eine schlechte Socialpolitik.

Der von der Kommission empfohlene Weg besteht darin, daß durch zweckentsprechende Organisation der über die Zulassung der Wertpapiere zum Börsenhandel entscheidenden Börsenbehörden, durch Verschärfung der Verantwortlichkeit der Emissionshäuser (in privatrechtlicher und disciplinarischer Richtung) die beteiligten Emissionsinstitute durch das eigene Interesse genötigt werden, sich von der Emission unsolider Papiere fern zu halten. Es lag dabei nahe, einheitliche Grundsätze für das Reichsganze anzustreben. Es knüpfte sich ferner daran die Folgerung, behufs Wirksamkeit solcher Vorschriften die nicht zugelassenen Wertpapiere von den Vorteilen der Börseneinrichtungen auszuschließen.

Früher unterlag die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel gar keiner Kontrolle der Börsenorgane. Dann sind die größeren Börsen, voran die Berliner Börse, dazu übergegangen, die Zulassung von der Genehmigung einer besonderen Börsenbehörde (Börsenkommissariat) abhängig zu machen. Ein fernerer Schritt wird jetzt empfohlen, weil in den bestehenden Behörden die Börseninteressen ausschließlich oder doch vorherrschend vertreten sind; sie entstehen aus den Wahlen der dem Bankierstande angehörenden Börsenbesucher. Es soll eine Vertretung der gegenüberstehenden Interessen des kapitalanlegenden Publikums, der am internationalen Handel beteiligten Großindustrie, es sollen unbeteiligte, aber sachkundige Persönlichkeiten herangezogen werden, die über Volkswirtschaft und Finanzzustände der fremden Staaten ein ebenso gut oder besser begründetes Urteil haben als die Geschäftsleute und Beamtenkreise. Trotz der schon in der bisherigen Praxis hervorgetretenen Schwierigkeit, geeignete Persönlichkeiten zum Behuf einer derartigen Ergänzung der Emissionsbehörde zu finden, hielt die Kommission es für ebenso durchführbar wie höchst erstrebenswert, daß „auch die Interessen der Gesamtheit“ vertreten sind und zwar durch Männer, die von der Staatsregierung für dieses Amt bestätigt werden — von der Überzeugung ausgehend, daß es bei ernstem Willen möglich werden wird, die Schwierigkeiten zu überwinden.

Die also ergänzte Emissionsbehörde soll, wie bisher, ihre Pflicht darin sehen, daß sie die Urkunden, die den neuen Papieren zu Grunde liegen, prüft; daß sie für eine ausreichende Information des Publi-

kums über alle thatsächlichen und rechtlichen Umstände der Papiere sorgt; daß sie solche Papiere ablehnt, die erhebliche allgemeine Interessen schädigen oder offenbar zu einer Übervorteilung des Publikums führen.

Der Antrag auf Zulassung soll an der Börse veröffentlicht und nach Verlauf von sechs Tagen, unter Würdigung der dagegen erhobenen Einwände, der Entscheidung unterworfen werden. Neu ist namentlich die Forderung der Kommission, daß die Emissionsbehörde berechtigt sein soll zu dem Einblick in die Verträge, die zwischen dem Emissionshause und dem Anleiheschuldner abgeschlossen sind. Sie erachtete diese Befugniß für nothwendig, damit die Emissionsbehörde sich in zweifelhaften Fällen darüber Gewißheit verschaffen kann, ob alle wesentlichen Thatsachen im Prospekte angegeben sind, ob nicht die Zulassung zu einer offenbaren Übervorteilung des Publikums führt.

Mit Übergehung von manchen Einzelheiten, die minder erheblich oder an sich kontrovers, erwähnen wir schließlich die Haftung der Emissionshäuser.

Diese Frage ist darum so interessant, weil in ihr die uns bekannten großen Gegensätze aufeinanderstoßen. Scharfe Maßregeln der Haftpflicht sind geeignet, entweder das Emissionsgeschäft ganz lahm zu legen und damit Erfolge herbeizuführen, die zwar (wie wir oben gesehen haben) für gewisse Kreise der Bevölkerung erwünscht, aber für andere Kreise und für die ganze Volkswirtschaft vermieden werden müssen; oder es mindestens den anständigeren Instituten zu verleiden und es den minder achtbaren allein zuzuführen. Schon die Vorschriften der Aktiennovelle vom Jahre 1884 haben mehrere achtbare Bankhäuser veranlaßt, sich aller Aktienemissionen zu enthalten. Solchen Erfolg herbeizuführen, ist eine gewisse radikale Socialpolitik von links oder rechts bereit; die Kommission durfte sich dazu nicht hinreißen lassen.

Auf der anderen Seite sind doch immer wieder Erfahrungen gemacht worden, welche den bequemen freihändlerischen Grundsatz von der Harmonie der Interessen (hier: des Publikums und der Emissionshäuser) erschüttern mußten. Daß solche großen Geschäftshäuser ihre eigene Ehre, ihren eigenen Emissionskredit, ihre eigene Gefahr an ihre Emissionen ketten und dadurch zur Vorsicht angehalten werden, ist glaubhaft, als eine mitbeteiligte Reihe von Motiven. Aber auch andere Motive haben erfahrungsgemäß mitgewirkt — Kühnheit der Unternehmungslust, einseitiger Optimismus, leichtherzige Beurteilung der drohenden Gefahren, zumal in der Zuversicht, daß



diese Gefahren auf die Schultern anderer Personen abgeladen werden würden. In den Aussagen der Vertreter großer Emissionshäuser, welche vor der Kommission gemacht wurden, mußte in dieser Beziehung das Bestreben auffallen, die gleichviel wie nichtsagenden Dokumente erotischer Staatsregierungen als bindende Autorität hinzustellen — sehr im Widerspruche mit den gewohnten Neigungen und Grundsätzen des großen Handels, der vielmehr strenge Kritik an der angebotenen Ware übt, ehe er sie erwirbt. Diese Anomalie erklärt sich einfach dadurch, daß die Emissionshäuser die Andern drohende Gefahr mit Gleichmut tragen.

Unter den Juristen neigt die Mehrzahl dahin, die Emittenten nur für Vorsatz (dolus), höchstens für grobe Fahrlässigkeit haftbar zu machen. Die Kommission ist nach eingehender Beratung zu der Überzeugung gelangt, daß die Streitfrage durch die Gesetzgebung gelöst werden müsse. Sie will nicht die Erwerber der Wertpapiere von der Verpflichtung zur eigenen Aufmerksamkeit befreien; aber sie glaubt doch in ihrer großen Mehrheit, daß auch der Betrieb des Emissionsgeschäfts die Verpflichtung zu einer gewissen Aufmerksamkeit mit sich bringe, und daß die Prospekte für das anlagebedürftige Publikum nur dann einen wirklichen Wert haben, wenn die Emissionshäuser über den dolus hinaus für den Inhalt eine gewisse Haftung übernehmen. Wie weit soll diese gehen? Man fand die Grenzlinie in der Mitte zwischen Arglist und Fahrlässigkeit, in dem, was bereits das deutsche Handelsgesetzbuch als „Böslichkeit“ bezeichnet. Es sollen die Emissionshäuser haftbar gemacht werden, wenn sie die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der Angaben des Prospektes gekannt haben, oder nur darum nicht gekannt haben, weil sie böslich eine ausreichende Prüfung der Angaben verabsäumt haben. Eine Einschränkung dieser Verpflichtung liegt einmal in der fünfjährigen Verjährungsfrist des Anspruches, dann in der Ausschließung solcher Ansprüche, welche aus Erwerbungen entstehen könnten, die erst nach Bekanntwerden der verschlechterten Umstände des Wertpapiers gemacht worden sind; endlich in dem Recht des Emissionshauses, den Ertrag durch Übernahme des Wertpapiers gegen Erstattung des vom Erwerber dafür gezahlten Betrages zu leisten.

Dieses sind nur die Hauptpunkte aus einem überwiegend juristischen Gebiete, das hier nicht eingehender behandelt werden kann.

## X.

An den Verkehrsformen, die sich der Handel schafft, wiederholt sich im einzelnen, was uns die Geschichte im ganzen lehrt. Das dem naiven Anblick neu Erscheinende erweist sich demjenigen, der in die Jahrhunderte zurückgeht, als ein Erzeugnis langer Vergangenheit. Dies bedeutet, daß Einrichtungen des gegenwärtigen Zeitalters, deren Wurzeln so weit zurückreichen, nicht aus der Willkür des Augenblicks entstanden und durch eben solche Willkür zu beseitigen sind, sondern erst in ihrem historischen Zusammenhange und am Maßstabe einer durch lange Zeiträume bewährten Zweckmäßigkeit verstanden werden können.

Mannigfaltige Verfeinerungen des großen Geschäftsverkehrs, deren sich die fortgeschrittensten Volkswirtschaften der Gegenwart bedienen, haben trotz ihres modernen Aussehens ein Alter, dessen Höhe in die Anfänge aller Kultur hinaufreicht. Ein Beispiel ist das Geldzahlungs- und Abrechnungswesen, durch dessen Entwicklung Großbritannien in so bezeichnender Weise dem Festlande, zumal Deutschland, vorausgeeilt ist und Merkmale seines volkswirtschaftlichen Reifegrades zeigt. Nicht nur, daß die Römer des Altertums etwas ähnliches hatten, sie sind auch, wie in so vielen anderen Dingen, den Völkern des Orients dafür verpflichtet, oder diese haben es doch um ein oder mehrere Jahrtausende vor ihnen gehabt.

Eine Betrachtung dieser Art verlangt auch die Verkehrsform des Terminhandels.

Es fehlen uns noch gründlichere Untersuchungen über seine Anfänge, über die Stufen seiner Entwicklung, über die Gründe seines Zurücktretens und Wiederauftauchens; selbst das Bild des heute vor sich gehenden Terminhandels an den verschiedenen Handelsplätzen der Erde ist noch ein recht unvollkommenes, und unsere neueste Reichs-Enquete-Kommission mußte nach ihrer Weise weit davon entfernt sein, in dieser Richtung zu arbeiten. Indessen das wissen wir, daß seit dem Anfange des siebzehnten Jahrhunderts auf dem größten Welt-handelsplatze jener Zeit, in Amsterdam, Termingeschäfte und Differenzgeschäfte in den Anteilen der holländisch-ostindischen und holländisch-westindischen Handelskompagnien abgeschlossen wurden. Denn bereits am 27. Februar 1610 und abermals am 15. Juli 1621 ist durch die Generalstaaten ein Gesetz erlassen, welches zum Schutze des Kredits jener großen Handelskompagnien sich dagegen wendet, daß „viele Leute große Partien jener Aktien verkauft haben, ohne eine einzige

Aktie zu besitzen, lediglich in der Absicht, ihren Preis zu drücken durch unwürdige Mittel, und auf diese Weise einen Gewinn zu machen beim Rücklauf zum Lieferungstermine, zum großen Schaden der Kompagnien, des Staatswohls, der Witwen und Waisen und sonstigen Anteilsbesitzer der genannten Kompagnien.“ Diese Gesetze sind dann im Laufe der nächsten Jahrzehnte und Menschenalter zu öfteren Malen wiederholt worden; es hat sich auch damals bereits eine Litteratur entwickelt, welche dieselben Fragen erörtert, die sich heutigen Tages an diese Dinge zu knüpfen pflegen, und dieselben Vorschläge macht, die heute gemacht werden, dadurch aber wiederum dieselben Kontroversen hervorruft, die uns aus den heutigen Debatten bekannt sind<sup>1</sup>. So will eine holländische Schrift, die 1657 erschien, statt der in jenen Gesetzen ausgesprochenen Unklagbarkeit der Differenzgeschäfte, die sich als unwirksam erwiesen habe, die Besteuerung derselben (neben der Steuerfreiheit der reellen Käufe, bei denen durch Deposition der Aktien der Besitz derselben nachgewiesen sei). Dieser Vorschlag rief zwei heftige Gegenschriften hervor, die den Untergang des Aktienhandels, des letzten blühenden Handelszweiges von Holland, als Folge der Besteuerung prophezeihen. Das Differenz- und Prämiengeschäft sei nur eine Versicherung der Aktien, um, wie es bei jedem andren Geschäft auch vorkomme, den Verlust in gewisse Grenzen zu bannen. Die Kenntniss von politischen Begebenheiten werde in anderen Geschäften gerade so gut gebraucht oder gemißbraucht; die Differenzgeschäfte allein könne man nicht besteuern, die Steuer könne umgangen werden, und es würden am Ende nur die reellen Käufe besteuert u. s. w.

Auch beschränkte sich schon damals der Terminhandel nicht auf Wertpapiere. Eine epochemachende Erscheinung war der Tulpenhandel in derselben Zeit, der nicht nur sich dieser Geschäftsform, gleich dem Aktienhandel, bediente, sondern auch eine wilde Spekulation zeitweilig (1636—37) vermittelt derselben entfesselte. Für die Zeit um die Wende des siebzehnten zum achtzehnten Jahrhundert und den Verlauf des achtzehnten Jahrhunderts liegt ein ausgiebiges Material in den holländischen Werken über den Handel Amsterdams vor, welches für die Blüte des Warenterminhandels (in allen möglichen Kolonialwaren), besonders in Kaffee, dann in Getreide, Zeugnis ablegt.

<sup>1</sup> Geschichte der volkswirtschaftlichen Anschauungen der Niederländer und ihrer Litteratur zur Zeit der Republik. Von Etienne Laspèyres. Gekrönte Preisschrift der kais. Zablunowskischen Gesellschaft zu Leipzig. 1863. S. 270 ff.

Dieses Material harret noch des kundigen Forschers, um die Wirkungen und den Verlauf dieses Handels klar zu legen, um die Gründe aufzudecken, wegen deren sich bei dem Emporsteigen des Londoner Weltmarktes gleichartige Erscheinungen nicht entwickelt oder sich doch auf einzelne Teile des Handels (den Wertpapierhandel) beschränkt haben; wie ferner auf anderen großen Märkten — so seit dem letzten Menschenalter in den Vereinigten Staaten von Amerika — sich diese Geschäftsform herausgebildet; wie hier und dort die Gesetzgebung des Landes eingewirkt habe; wie sich alles das mit denjenigen Erscheinungen in Zusammenhang bringen läßt, die uns am nächsten liegen und Gegenstand unserer Reformthätigkeit sind.

Eine derartige historische und vergleichende Betrachtung wird dazu dienen, die merkwürdige Verkehrsform in ihrer technischen Feinheit zu würdigen, die vielfältigen und oft wiederholten Versuche der Gesetzgebung, dieselbe auf einen berechtigten Spielraum einzuschränken oder zu zerstören, kennen zu lernen und daraus die Lehren für die neuesten Versuche zu ziehen.

Jedoch nach allen Fortschritten dieser Erkenntnis wird die Schwierigkeit übrig bleiben, die den ältesten und den neuesten Erscheinungen des Terminhandels gemeinsam ist: die eng in einander verschlungenen Fasern einer verfeinerten Verkehrstechnik und unerkennbarer Mißbräuche derselben mit sicherer Hand auseinander zu lösen.

Die Schwierigkeit wäre gelöst, wenn der glückliche Wahn heutzutage noch mächtig wäre wie vor dreißig Jahren — der Wahn, den unsre Apostel des freien Wettbewerbes verbreiteten, indem sie den Individualismus der alten Doktrin durch die neuesten Lehren Darwins ergänzten. Der Wahn ist heute zerrissen. Wir glauben es nicht mehr (und die Vertreter der deutschen Wissenschaft haben es schon damals nicht geglaubt), daß über solche Mißbräuche, von so großem und so wachsendem Argerniß, ein naturwissenschaftlicher Grundsatz hinweghülfe, der uns sagt, diese Übel seien der naturnotwendige Preis des Guten, das der Gesellschaft daraus entspringt. Die grundsätzliche Überzeugung von der Notwendigkeit sozialer Reformen auf allen Gebieten der Gesellschaft ist in die Lücke getreten, die jener Wahn gelassen hat. Die Schwierigkeiten der Reform sind allenthalben vorhanden, und so auch bei unsrem Gegenstande. Sie dürfen nicht davon zurückhalten, es mit immer neuen Versuchen zu wagen, und der Erfolg der

Versuche wird am Ende groß genug sein, um vernünftigen Ansprüchen zu genügen.

## XI.

Welches sind nun die Mißstände, die sich an den Terminhandel knüpfen und in der Gegenwart Anlaß zu Reformversuchen geben?

Sie sind mannigfaltige und berühren sehr verschiedene Interessen. Sie fallen unter so verschiedene Gesichtspunkte, daß mehrere derselben, weil der Fragebogen sie nicht umfaßte und weil die ordnungsmäßige Erlebigung des Fragebogens den Leitstern wie die Schranke für die Führung der Enquete bildete, den Verhandlungen der Kommission so gut wie gänzlich fern geblieben sind. Gesichtspunkte der letzteren Art sind diejenigen, welche den Erwägungen des socialpolitischen Ebenmaßes entspringen, die nicht an diesem Ende allein, aber doch vorzugsweise hier hervorspringen, indem nämlich die Frage entsteht, welche eigentümliche Stellung in den Erwerbsweisen des großen Handels das Termin- und Differenzgeschäft einnimmt, welche Erleichterungen die besond'ere Technik derselben für die Steigerung des aleatorischen Charakters der heutigen Einkommens- und Vermögensverteilung herbeiführt, wie sie die Gegensätze von Gewinn und Verlust, von Erfolg und Mißerfolg, von Reichtum und Armut verschärft? oder die andere Frage, welchen Einfluß die schon vorhandene Überlegenheit der großen Kapitalkraft, der großen Unternehmung im Bank- und Börsenwesen auf die Sicherheit des wachsenden Gewinnes im Gegensatz zu den kleineren mitwerbenden Kräften ausübt, inwieweit auf diesem Gebiete die allgemeine Beobachtung oder Behauptung zutreffend sei, daß die großen immer größer, die kleinen immer kleiner werden, welche Konstanz des Erfolges, welch' Auf und Niederschwanke zwischen Sieg und Niederlage an der Börse festzustellen sei?

An diese Fragen würden sich dann weiterhin Erörterungen über Reformmaßregeln geknüpft haben, die auf der socialpolitischen Höhe des ganzen Gegenstandes gestanden hätten; erst von hier aus wäre ein angemessener Standpunkt zu dem Problem der „Börsensteuer“ zu finden gewesen — wie nun auch immer die Entscheidung für bestimmte Reformvorschläge gelaute haben möchte.

Thatsächlich hat in dem Gedankenaustausche mit den beteiligten Persönlichkeiten selbst an solchen Stellen, die (trotz der Enge des Fragebogens) Gelegenheit zu ähnlichen Erörterungen geboten hätten, teils die Besorgnis für die geschäftsmäßige Promptheit, teils die

Scheu vor tieferen, daher unliebsamen<sup>1</sup> Fragen die wirkliche Diskussion auf vorwiegend technische Gegenstände einzuschränken gewußt.

Neben diesen Problemen des Terminhandels, die man hätte behandeln sollen, aber nicht behandelt hat, giebt es andere, die unter anderen Umständen und in anderen Zeiten Bedeutung gehabt haben, heutzutage und jedenfalls in dem vorliegenden Falle als bedeutungslos in den Hintergrund getreten sind. Jene alten Gesetze der niderländischen Generalstaaten, die wir vorhin erwähnt haben, richten sich gegen den Terminhandel in Aktien der ostindischen und westindischen Kompagnien aus einem Grunde, der für uns heute, wenigstens sofern es sich um Wertpapiere handelt, so ziemlich alle Kraft verloren hat. Sie verfolgen nicht den Terminhandel oder Differenzhandel als solchen; sie nehmen nur gegen Baissespekulationen (gegen den Verkauf in blanco) das Interesse der Anteilsbesitzer, der Kompagnien, des Staatskredits in Schutz.

Diese Intention (auch abgesehen von den ihr anhaftenden Irrthümern) tritt selbst in den populären, sachunkundigen Agitationen für eine Börsenreform, wie wir sie heute gewohnt sind, um dessentwillen zurück, weil die Höhe unsres Staats- und Reichskredits keinen zulänglichen Tummelplatz für die Terminspekulationen in den hauptsächlichlichen Staats- und Reichspapieren gewährt, weil die thatsächlich denselben bietenden „Spielpapiere“ aber eine ähnliche Empfindung der Schutzbedürftigkeit weder in den Kreisen des Publikums noch bei den Staatsbehörden wachrufen.

Nach diesen und manchen andren Fragen, die nicht erörtert

---

<sup>1</sup> „Der gewöhnliche Kopf“ — sagt Georg Christoph Lichtenberg — „ist immer der herrschenden Meinung und der herrschenden Mode konform; er hält den Zustand, in dem sich alles jetzt befindet, für den einzig möglichen, und verhält sich leidend bei allem. Ihm fällt nicht ein, daß alles, von der Form der Möbeln bis zur feinsten Hypothese hinauf, in dem großen Räte der Menschen beschlossen worden, dessen Mitglied er ist. Er trägt dünne Sohlen an seinen Schuhen, wenn ihm gleich die spitzen Steine die Füße wund drücken; er läßt die Schuhschnallen sich durch die Mode bis an die Zehen rücken, wenn ihm gleich der Schuh öfters stecken bleibt; er denkt nicht daran, daß die Form des Schuhes so gut von ihm abhängt als von dem Narren, der sie auf elendem Pflaster zuerst dünne trug. — Dem denkenden Kopfe fällt überall ein: könnte dieses nicht auch falsch sein? Er giebt seine Stimme nie ohne Überlegung . . . er denkt: so hat man ohne mich beschlossen, daß es sein soll; vielleicht hätte man anders beschlossen, wenn ich dabei gewesen wäre . . . Dank sei es diesen Männern, daß sie zuweilen wenigstens einmal schütteln, wenn es sich setzen will. Chinesen dürfen wir noch nicht werden.“

worden sind oder nicht erörtert zu werden brauchen, bleiben einige andere übrig, an denen die Kommission unmöglich vorbeigehen konnte, weil sie im Wege lagen. Es ist die Teilnahme der außerhalb der Börse stehenden Kreise der Bevölkerung an den Börsenspekulationen, eine Teilnahme, die durch die Technik des Terminhandels in verführerischer Weise erleichtert wird. Es ist zweitens der Einfluß des Terminhandels auf die Preisgestaltung, nicht sowohl im Gebiete der Wertpapiere, als vielmehr im Gebiete des Warenhandels und hier wiederum vorzugsweise im Hinblick auf die Erzeugnisse der Landwirtschaft.

Der zweite Punkt in seiner Komplikation mit dem ersten hat in Wahrheit das centrale Interesse der Enquete-Kommission in Anspruch genommen, soweit sie sich mit dem Wesen des Terminhandels, seinen Vorteilen und Nachteilen, beschäftigte. Das lag freilich nicht allein in der Sache selbst begründet, die eigentümlich erregte Stimmung trug dazu bei, welche seit einiger Zeit (und wie es scheint, jetzt von Tage zu Tage mehr) alles in ihren Wellenschlag hineinzieht, was mit den Interessen der Landwirtschaft sich berührt.

Zweierlei Momente sind es, die in dem Terminhandel sich kreuzen, um die Schwierigkeiten hervorzubringen, mit denen manche Bemühungen der Gesetzgebung und neuerdings die Arbeiten der Reichs-Enquete-Kommission gerungen haben.

Das eine ist der Dienst einer verfeinerten Geschäftsform für die Zwecke des Großhandels und für die damit unauflöslich verbundene Spekulation. Das andere ist die gerade durch diese Verfeinerung veranlaßte Beteiligung an den Börsenspekulationen für solche Kreise der Gesellschaft, die niemals daran teilnehmen sollten.

Hier entsteht die Aufgabe einer Grenzziehung durch öffentliche Ordnungen, deren Lösung nur mit vorsichtiger Hand unternommen werden kann. Denn wenn die Ausartung der „Börsenspekulation“ zum „Börsenspiel“ wesentlich darin begründet ist, daß die beteiligten Persönlichkeiten über die Schranken des berufsmäßigen Geschäftsbetriebes hinausgehen, so ist die Schwierigkeit die, den Punkt zu bestimmen, an dem jene Schranken tatsächlich überschritten werden. Dieses zumal auf dem Gebiete der Wertpapiere, deren Besitz und Umsatz sich weit über die Kreise der berufsmäßigen Geschäftsleute hinaus erstrecken und mit wachsendem Wohlstande, mit den typischen Fortschritten der heutigen Wirtschaftsstufe immer mehr sich darüber hinaus erstrecken müssen.



## XII.

Die Verhandlungen der Reichs-Enquete-Kommission mit den Vertretern der verschiedenen Interessentenkreise, sowie in ihrem eigenen Schoße haben einen großen Teil der Zeit und Mühe auf diesen Gegenstand gewendet.

Es zeigten sich erhebliche Verschiedenheiten in dem Wesen und den Mißständen des Terminhandels je nach den Gegenständen, auf die er sich erstreckt. Aber gewisse gemeinsame Charakterzüge kennzeichnen den Terminhandel als solchen. Der börsemäßige Terminhandel hat sich aus dem Lieferungshandel als eine eigentümliche Geschäftsform entwickelt. Bei dem gewöhnlichen Lieferungshandel, auch wenn er auf eine festbestimmte Lieferungszeit gerichtet ist, bleibt der Inhalt des Vertrags der Festsetzung in dem einzelnen Falle überlassen. Bei dem börsemäßigen Terminhandel dagegen werden an einer Börse bestimmte Lieferungsfristen, feste Mengeneinheiten, gemeinsame Bestimmungen über Qualität u. s. w. vorweg festgestellt, so daß die einzelnen Geschäfte einen typischen Vertragsinhalt haben, mit einziger Ausnahme des wechselnden Preises, und an der betreffenden Börse fortdauernd für diese Geschäfte Terminpreise durch öffentliche Organe bekannt gemacht werden. Zufolge dieser Fürsorge für die Gleichartigkeit der Geschäfte und für das Bestehen eines offenkundigen Marktpreises erleichtert der Terminhandel den Beteiligten die Gelegenheit, sich durch neue Geschäftsabschlüsse für bereits schwebende Verträge zu decken. Auch bringt die geschilderte typische Gleichartigkeit es mit sich, daß die Erfüllung des Terminvertrages (die versprochene Lieferung oder der Empfang der Ware) in vielen Fällen durch einen Dritten auf Anweisung des Gegenkontrahenten geleistet wird.

Die hierdurch gewonnene Leichtigkeit der Geschäftsabschlüsse dient der Entfaltung der Spekulation, welche aus vergangenen und gegenwärtigen Thatfachen auf die Wertentwicklung der Zukunft Schlüsse zieht. Die Spekulation bewegt, weit über das Gebiet der modernen Börse und ihrer Geschäftsformen hinaus, die wirtschaftliche Thätigkeit; aber in diesen Geschäftsformen hat sie ihr zweckmäßigstes, ihr bereitetes Werkzeug gefunden. Durch die Masse der Geschäftsabschlüsse und den großen Kreis der Teilnehmer wird der Markt erweitert, werden die Wertschwankungen vermindert, wird die Größe der Schwankungen durch die Häufigkeit kleinerer Schwankungen ersetzt,



wird eine zutreffendere Bewertung erzeugt. Der Beweis dafür liegt am nächsten in dem Vergleiche der verschiedenen Wertpapiere, den scharfen Kursschwankungen der nicht im Terminhandel befindlichen und den meist leisen Schwankungen der anderen Papiere.

Insbesondere aber dient der Terminhandel (und zwar unter allseitigerer Anerkennung als in der eben betonten Richtung) der Erleichterung internationaler Zahlungsverbindlichkeiten durch das Mittel solcher Wertpapiere, welche im Inlande und Auslande gemeinsam einen Terminmarkt haben. Er dient ferner dem internationalen Verkehr mit Ländern, welche eine unterwertige und darum schwankende Valuta haben, dadurch, daß der Industrielle, der Kaufmann, den Preis der nach dem Auslande verkauften oder vom Auslande bezogenen Waren gegen die Valutaschwankungen sicherstellen kann, vermöge eines Termingeschäfts in der fremden Valuta, das er gleichzeitig mit dem Warenkauf oder -Verkauf abschließt. Er dient auf diese Art geradezu der größeren Solidität der Geschäfte in der Weise einer Versicherung gegen unwillkommenes Risiko.

Die Bedenken gegen die geschilderte nützliche Wirkung des Terminhandels entspringen der Beobachtung, daß die Zahl der Personen, die sich an den Terminspekulationen ohne irgend welche Sachkenntnis oder Urteilsfähigkeit beteiligen, eine unerlaubt große ist. Dadurch wird das Element der Intelligenz, welches den geistigen Inhalt jeder spekulativen Thätigkeit bilden soll, in das Unbestimmte verflüchtigt, und an die Stelle einer denkenden Beherrschung des blinden Zufalls in den Bewegungen des Marktes tritt der Zufall selber und das Spielen mit dem Zufall. Aus der Spekulation wird das Spiel, aus der wirtschaftlichen Unternehmung ein Versuch mit dem Ungefähr des Glückes.

Dieselben Bedenken treten aber nach der Meinung einer Mehrheit der Kommission mit verstärkter Macht hervor im Hinblick auf die Mißbräuche des Warenterminhandels. Nicht nur, daß die Beteiligung weiter Kreise der außerhalb der Börse stehenden Bevölkerung in neuester Zeit teils durch die Aussagen der sachkundigen Zeugen, teils durch die Akten vieler gerichtlicher Prozesse festgestellt ist, nicht nur, daß auf diesem Gebiete die Lücke einer sachlichen Legitimation zum Terminhandel handgreiflicher aufgedeckt ist als bei dem Wertpapierhandel, während die zeitliche Ausdehnung der Spekulationsfristen den Warenterminhandel um so viel verführerischer macht als die Wertpapierpekulationen — was die Bedenken wachrief, ist namentlich die Verbindung dieser Kategorie von Erscheinungen mit

den verbreiteten agrarischen Beschwerden über den schädlichen Einfluß, den die Spekulation in den Erzeugnissen der Landwirtschaft auf die Preise derselben angeblich ausübt. Unbeschadet der unverkennbaren Vorteile, welche der Terminhandel in Waren analog dem Terminhandel in Wertpapieren mit sich führt, Vorteile, die besonders deutlich in der Richtung der Versicherung gegen Preisschwankungen liegen (wenn beispielsweise der Mehlfabrikant ein Weltgeschäft in großem Umfange ohne wesentliches Risiko nur dadurch machen kann, daß er die zu vermahlenden Getreidemassen sich bei Abschluß der Mehilverkaufsgeschäfte im Terminhandel einkauft, oder wenn der Spiritusraffineur gleichzeitig mit dem Verkauf des Feinspirits sich den Rohspiritus auf Terminlieferung einkauft und dadurch seinen sicheren Fabrikationsgewinn im voraus gegen die Schwankungen des Markts feststellt) — unbeschadet solcher Vorteile treten hier Zweifel auf, welche die Kommission in hohem Maße beschäftigen mußten.

Indem nun dieselbe zu der Überzeugung gelangte, daß der börsenmäßige Terminhandel in Wertpapieren wie in Waren erhebliche Vorteile bietet, und als eine berechtigte Verkehrsform anzuerkennen ist, betrachtete sie es als ihre Aufgabe, den damit verknüpften Ausartungen, zumal im Hinblick auf die Beteiligung des außenstehenden Publikums, und diese abermals vorzugsweise an dem Warenterminhandel, durch Reformvorschläge entgegenzutreten. Als kleinere Mittel sind hier zu nennen die Beschlüsse der Kommission, welche die Zulassung von Wertpapieren und Waren zum Terminhandel und zur amtlichen Notierung der Terminkurse von gewissen einheitlichen Vorschriften oder von der Genehmigung des Bundesrats für das ganze Deutsche Reich abhängig machen wollen. So soll künftig die Zulassung von Wertpapieren zum Terminhandel an allen deutschen Börsen von einem Mindestkapital von zwanzig Millionen des zuzulassenden Wertpapiers bedingt sein, damit die Gefahr von Spekulationsringen vermindert werde. So sollen Waren zum Terminhandel erst dann zugelassen werden, wenn eine von dem Reichskanzler für den einzelnen Fall zu berufende Kommission von Vertretern der beteiligten Gewerbezeige und der allgemeinen Interessen gutachtlich gehört worden ist. Ein größeres Mittel der Abhülfe sucht die Kommission in der Einrichtung eines öffentlichen Personal-Registers für Warentermingeschäfte als rechtlicher Bedingung für die Gültigkeit der Warentermingeschäfte.

## XIII.

Indem hier der Versuch gemacht wird mit einer Einrichtung, die bisher nirgendwo erprobt worden, die aus dem Kreise der Kommission, ihrer Persönlichkeiten, ihrer Sachverständigen, ihrer Verhandlungen hervorgegangen ist, deren Nutzen für die beabsichtigte Reform in keiner Weise verbürgt ist, bleibt eins als sicher bestehen. Die Maßregel faßt den unzweifelhaften, von keiner Seite bestrittenen schweren Mißstand ins Auge, daß zahlreiche unberufene Existenzen in die Spekulationen des Terminhandels hineintreten oder sich hinein verwickeln lassen. Daneben bleibt es eine für diese Absicht unerhebliche Erörterung, ob die Anklagen begründet sind, die von agrarischer Seite erhoben werden, und die dahin gehen, daß die Terminspekulationen überhaupt eine schädliche Wirkung auf die Preisbildung der Waren ausüben. Die Unerheblichkeit dieser Erörterung für den vorliegenden Gegenstand ist um so erwünschter, weil die Anklagen in dem heut zu Tag sattfam bekannten Zusammenhange von Verstimmungen auftreten, die eine nüchterne Auseinandersetzung erschweren, die zuletzt jede Beweisführung unmöglich machen. Mit einem Dilettantismus, welchem die ordentliche Schule volkswirtschaftlicher Logik und wissenschaftlichen Beweisverfahrens fehlt, welchem ein Bewußtsein dieser Lücke niemals beizubringen ist, weil an deren Stelle ein Überfluß von Entrüstung Platz genommen hat, — mit einem solchen Dilettantismus ist nicht zu diskutieren. Ich habe in dem früheren Aufsatze einige Worte gesagt, die auf dieses Ziel gerichtet sind, die den Standpunkt darlegen, welchen die heutige Wissenschaft — mit gleichmäßiger Kühle gegen jedes praktische Interesse links oder rechts — einnimmt, gestützt auf ihre Theorie der Wertbildung, gestützt auf die empirischen Beweise. Wenn dem die sachverständigen Müller und Landwirte oder ihre Verbandsanwälte unzugänglich sind, so hat das ungefähr gerade so viel zu bedeuten, wie der hartnäckige Glaube an die Bauernregeln für die Erkenntnisse der physikalischen Wissenschaft. Ich bin übrigens weit entfernt davon, diesen Mangel gegen jene Seite ausschließlich hervorzuheben. Im Vorausgehenden habe ich verständlich genug mich nach anderen Seiten hin über die gleiche Lücke geäußert. Es giebt in der That außer Müllern und Landwirten noch ganz andere Kreise im preussischen Staate, denen eine ernsthafte staatswissenschaftliche Schulung aufrichtig zu wünschen ist.

Doch zum Warenterminregister.

Wenn die (in einem der früheren Abschnitte dieser Abhandlung erörterte) Entwicklung der Börsendisziplin bei ernsthafter Handhabung eine segensreiche Wirkung zu üben berufen ist, insbesondere gegenüber den Mißbräuchen, die sich an die Beteiligung des außerhalb der Börse stehenden Publikums knüpfen, so kann diese Disziplin doch nur solche Fälle in ihren Bereich ziehen, welche die kaufmännische Ehre verletzen, also gröbere Ausschreitungen des Reklamewesens, der Verleitung u. s. w. darstellen. Vollends sind die (weiter unten ins Auge zu fassenden) Maßregeln strafrechtlicher Art gegen Ausbeutung des Leichtsinnes und der Unerfahrenheit gegen die äußersten Ausläufer jener Mißstände gerichtet. Die große Masse derselben wird durch beide Kategorien nicht erfaßt. Um dieses zu leisten, hat man zunächst daran gedacht, die Eintragung in das Handelsregister behufs Rechtsgültigkeit der Termingeschäfte zu fordern, um dadurch, vermittelt der daran sich knüpfenden Öffentlichkeit, alle diejenigen Persönlichkeiten auszuschließen, welche einen Grund haben, diese Öffentlichkeit zu scheuen — von der Erwartung geleitet, daß die Rechtsungültigkeit der Verträge die Teilnahme der außerhalb des Registers stehenden Personen unterdrücken werde. Der Vorschlag des Handelsregisters wurde dann aber wieder preisgegeben, angesichts der Erwägung, daß im Handelsregister viele Leute, kleinere Kaufleute, Kramhändler u. dgl., eingetragen stehen, denen man nach den Erfahrungen der neuesten Zeit den Schutz des neuen Gesetzes gerade so sehr zuzuwenden Anlaß habe, wie irgend welchen nicht im Handelsregister eingetragenen Personen.

Hierdurch gelangte man zu dem Vorschlage eines besonderen Registers, in welches eingetragen zu sein erst die rechtliche Fähigkeit zum Abschluß von Börsentermingeschäften geben solle. Zur Unterstützung dieses Vorschlages führt der Bericht der Kommission namentlich Folgendes an.

Wenn schon jetzt von zahlreichen Personen der Einwand des Spiels und der Wette, d. h. der Rechtsungültigkeit ihrer Termingeschäfte gegen die daraus entstandenen Forderungen vor den deutschen Gerichten erhoben werde, so ist die Wirkungslosigkeit der neuen Maßregel um dessentwillen, weil niemand gehindert werden könne, ein rechtsungültiges Geschäft zu erfüllen, nicht zuzugestehen. Es ist vielmehr anzunehmen, daß die Börsengeschäftsleute, welche gegenwärtig das Privatpublikum zu Börsengeschäften veranlassen, fürderhin Bedenken tragen werden, solche Geschäfte mit ihnen abzuschließen, wenn sie gemäß einem völlig klaren Rechtszustande (verschieden von dem

bisherigen schwankenden Rechtszustande zufolge der Unsicherheit der Judikatur über den Einwand von Spiel und Wette) allein auf den guten Willen der Kontrahenten für die Erfüllung des Vertrages angewiesen sind. Andererseits würden durch die Kundmachung der in das Börsenregister eingetragenen Namen viele Personen, ja ganze sociale Kategorien aus mannigfachen Rücksichten (auf Beruf, Stellung, öffentliche Meinung, Stand, Sitte, Verwandtschaft, Geschäftskredit) von der Eintragung sich abhalten lassen. Und eben diese, welche sich scheuen, sich öffentlich zum Betriebe der Börsenspekulationen zu bekennen, sind dieselben, welche man von jenen ausschließen will, weil sie keinen Beruf dafür haben.

Diese Regelung greift in das freie Vertragsrecht nicht ein, weil jedem, der solche Geschäfte abschließen will, die dazu gehörigen rechtlichen Qualifikationen zu erwerben freisteht. Sie entspricht andererseits den berechtigten Interessen der Kaufmannschaft dadurch, daß die bisherige Unsicherheit des Rechtszustandes aufgehoben wird, indem für die in das Börsenregister eingetragenen Personen der Einwand von Spiel und Wette gesetzlich ausgeschlossen wird; während in den letzten Jahren die deutschen Gerichte unter dem Eindruck der großen Schädigungen, welche für viele Familien durch die Börsenspekulationen herbeigeführt wurden, häufiger geneigt waren, den Einwand von Spiel und Wette zuzulassen.

Jedoch wünschte die Kommission, diese neue Einrichtung auf die Warentermingeschäfte zu beschränken. Sie lehnte es ab, die gleichen Bestimmungen für Wertpapiere zu treffen, obwohl sie die Möglichkeit nicht verkannte, daß infolge dieser verschiedenen gesetzlichen Behandlung von Waren und von Wertpapieren die Spekulationen des Privatpublicums sich noch mehr als bisher dem Wertpapiermarkt zuwenden könnten. Ihre Erwägungen waren diese. Erstens seien die öffentlichen Interessen, welche gegenüber der mißbräuchlichen Börsenspekulation in Schutz zu nehmen sind, bei Wertpapieren nicht so groß wie bei Waren, weil der schädliche Einfluß auf die Preisschwankungen der Waren größer ist als der analoge Einfluß auf die Kurse der Wertpapiere. Zweitens sei der Kreis der berufsmäßigen, an Warentermingeschäften beteiligten Leute ein viel engerer als jener weite Kreis der größeren und kleineren Kapitalisten, welche Anlagen und Umsätze in Wertpapieren machen und berechtigtermaßen in die Lage kommen, auch Termingeschäfte abzuschließen. Der Zwang zur Eintragung in das Börsenregister auf die Wertpapiere erstreckt, könnte leicht die Folge haben, daß statt einer Verschärfung die Unwirksamkeit

der neuen Maßregel einträte, weil die Ausdehnung auf so weite Kreise gleichsam die Schärfe der Scheidelinie abstumpfen müßte. — Übrigens darf nicht verschwiegen werden (wie es die gleichfalls der Öffentlichkeit überantworteten Sitzungsprotokolle ausweisen), daß die Kommission mit nur geringer Mehrheit die Einschränkung des Börsenregisters auf die Warentermingeschäfte empfohlen hat, daß auch innerhalb dieser Mehrheit hier und da die Meinung vorhanden war, es solle nach etwaigem Gelingen dieses ersten Versuches eine Ausdehnung des Börsenregisters auf die Wertpapiertermingeschäfte beliebt werden.

Um einen Überblick über die in das Börsenregister eingetragenen Personen zu gewähren, sollen am Anfange jedes Jahres sämtliche Handelsgerichte des Deutschen Reiches die Liste der bei ihnen Eingetragenen an das Berliner Handelsgericht einsenden, und auf Grund derselben soll eine Gesamtliste aufgestellt werden, die durch den Deutschen Reichsanzeiger bekannt zu machen ist.

Für die Eintragung in das Register soll eine einmalige „Gebühr“ von fünfhundert Mark, dann während der Dauer der Eintragung eine jährliche „Gebühr“ von hundert Mark entrichtet werden. Sie ist in Wahrheit zum größeren Teile eine Steuer, von welcher indessen anzunehmen ist, daß sie ebenso wenig das legitime Warentermingeschäft schädigen wird, wie das Register eine Ehrenkränkung für die demselben unterworfenen Geschäftsleute sein kann — wiewohl solche Besorgnisse bei der Lebhaftigkeit, mit der heutzutage die Interessengruppen sich zu äußern pflegen, alsbald an die Öffentlichkeit getreten sind. Das Warenterminregister ist ein Experiment — von guter Absicht eingegeben, aber von unsicherem Erfolge. Die Unsicherheit scheint mir weit mehr in der Richtung der Unwirksamkeit als der Beeinträchtigung des legitimen Geschäftsbetriebes zu liegen. Um so weniger soll die Kritik ihm zum Vorwurf machen, daß es einen Zweck nicht erreichen wird, den es gar nicht kann erreichen wollen. So kann es offenbar nichts leisten zur Beseitigung der Ausartungen der berufsmäßigen Börsenspekulation. Hierfür begnügt es sich neutral zu bleiben.

#### XIV.

Mit diesem neuen Versuche ist das, was die Kommission zur Abhülfe der Ausartungen des Terminhandels vorzuschlagen hat, nicht erschöpft. Sie faßt außerdem disciplinarische und strafrechtliche Vorschriften ins Auge, deren Zweckmäßigkeit sich ihr aufgedrängt hat in



dem Grade, als sie sich mit den eingerissenen Mißbräuchen bekannt machte. Eine verheerende Wirkung, sagt der Bericht der Kommission, ist der von manchen Börsenhändlern geübten Praxis zuzuschreiben, daß sie Kunden für Termingeschäfte durch Agenten zu gewinnen suchen, die sie theils in bestimmten Bezirken umherreisen lassen, theils in vielen Städten, auch solchen von untergeordneter Bedeutung, ständig unterhalten. Im Effektenhandel wird diese Praxis, soweit bekannt geworden, nur von Häusern geringeren Ranges geübt; im Produkthandel haben auch bedeutendere Häuser Unterhändler zu diesem Zweck. So sind thatsächlich kleine Händler in den Provinzen dem Terminhandel zugeführt worden durch hervorragende Kommissionshäuser und sind dadurch zu Grunde gegangen, während sie nach Art und Umfang ihres Geschäftsbetriebes gar keinen Anlaß hatten, Ware auf Termin zu kaufen, oder doch den Terminspekulationen hätten fern bleiben müssen. — Die Verteidigung dieser Praxis durch die Bedürfnisse des legitimen Handels, daß es an allen Orten im Lande Produzenten, gewerbmäßige Verarbeiter und Großhändler gebe, die zu Terminspekulationen berechtigten Anlaß haben, die daher durch ständige Agenten mit den großen Mittelpunkten des Handels in Verbindung gehalten werden müssen, daß eine Unterscheidung anderer Terminspekulanten von diesen dem örtlich entrückten Kommissionshause nicht zugemutet werden könne — diese Verteidigung der Praxis wird von dem Berichte der Kommission durch die Erklärung zurückgewiesen, die Gewährung der Gelegenheit zu Terminhandel sei kein Geschäftszweig, für den man sich Kunden durch Zureden solle erobern dürfen: die Verwendung von Agenten für diesen Zweck sei verwerflich. Es sei schon sehr übel, wenn an vielen Orten solche Agenten nur die Verbindung mit den vorhandenen Kunden zu unterhalten haben; denn diese Schranke werde erfahrungsgemäß nicht eingehalten. In der That ergeben sich aus Prozeßakten die äußerst abfälligen Urtheile der amtlichen Handelsvorstände über diese Hereinziehung von kleineren Geschäftsleuten in die Rege der Spekulation — Leuten, bei denen für jeden verständigen ortskundigen Kaufmann kein Zweifel über den Widerspruch ihrer wirtschaftlichen Umstände zu diesen Termingeschäften aufkommen konnte.

Nun hat, wie wir bereits vorhin bemerkten, der Eindruck dieser Mißbräuche in den letzten Jahren die deutsche Rechtsprechung, insbesondere diejenige des Reichsgerichts, beeinflusst. Es ging hier, wie es auch sonst zu gehen pflegt: das Bedürfnis einer Reaktion gegen die unverkennbaren Ausartungen der Börsenspekulation und deren

Opfer führte dazu, daß man mit den verfügbaren Mitteln Abhülfe zu bringen suchte. Aber eben, daß diese und keine anderen Mittel verfügbar waren, das war eine Lücke der Gesetzgebung. Denn die jetzt entstandene oder wenigstens mehr in den Vordergrund getretene Unsicherheit der Rechtsprechung war dasjenige, was niemand zufriedenstellen konnte. Dieses nachzuweisen macht sich der Bericht unserer Kommission zur Aufgabe.

Nach den in Deutschland geltenden Gesetzen ist das Spiel unflagbar und dem Spiel wird das sogenannte „reine Differenzgeschäft“ gleichgestellt. Aber was ist ein „reines Differenzgeschäft“? Nach der herrschenden Rechtsansicht, und zumal der den obersten deutschen Gerichtshof beherrschenden Ansicht, ist es nicht ein reines Differenzgeschäft, wenn bei einem Kaufgeschäft über börsengängige Waren oder Wertpapiere der Zweck einer oder beider Parteien auf unmittelbare Erlangung der Differenz des Preises gerichtet ist. Vielmehr wird zur Annahme des reinen Differenzgeschäfts gefordert, daß die Differenz der unmittelbare Gegenstand des Vertrages ist, daß der Inhalt des Vertrages nichts anderes ist, als das Versprechen der Differenzzahlung. Dagegen genügt zur Annahme des reinen Differenzgeschäfts nicht, daß die Absicht besteht, es zur Lieferung oder Abnahme der Ware nicht kommen zu lassen. Das Reichsgericht hat auch in neuester Zeit, obwohl es nicht unempfindlich geblieben für die Ausartungen der Börsenspekulation, insbesondere für die Hereinziehung des Privatpublikums, diesen Rechtsstandpunkt aufrecht erhalten. Im Gegensatz zu dem Urteil eines Oberlandesgerichts hat es noch kürzlich entschieden, daß die Absicht eines der beiden Vertragsschließenden, nicht effektiv zu erfüllen, sondern am Stichtage statt der effektiven Erfüllung die Differenzausgleichung eintreten zu lassen, auch dann, wenn diese von vornherein vorhanden und dem Gegenkontrahenten bei Eingehung des Geschäftes bekannt gewesen, nicht gleichbedeutend sei mit dem für das reine Differenzgeschäft erforderlichen Willen, daß keinem der Vertragsschließenden ein Anspruch auf effektive Erfüllung zustehen solle. Die Rechtsprechung hat es niemals als reines Differenzgeschäft anerkannt, wenn die Absicht sich in der That auf Erfüllung richtet, obschon im Wege der Übertragung an einen Dritten. Der Umstand, daß in solchem Falle sich Käufer und Verkäufer, weil der von dem Dritten oder an den Dritten gezahlte Preis ein anderer als ihr Vertragspreis ist, durch eine Differenzauszahlung ausgleichen müssen, kann die Annahme eines reinen Differenzgeschäftes nicht begründen. Ware geht hier aus der einen Hand in die andere, und wenn diese auch



nicht die Hände der Kontrahenten sind, so ist es doch ihr Rechtsgeschäft, welches diese Bewegung hervorbringt.

Hieraus folgt, daß die um des Differenzgewinnes willen geschlossenen Geschäfte der an der Börse verkehrenden Spekulanten, auch wenn diese keine Effektivhändler sind, unter den Rechtsbegriff des reinen Differenzgeschäfts nicht fallen. Ebenso wenig die gleichartigen Geschäfte von Personen, die außerhalb der Börse stehen, wenn diese zur Zeit der Auftragserteilung sich in guten Vermögensverhältnissen befinden. Die an der Börse verkehrenden Spekulanten haben hinreichende Verbindungen, um Personen zu finden, die mit ihnen Geschäfte schließen, welche der Übertragung der Lieferung oder Abnahme der Ware dienen. Von den außerhalb der Börse stehenden wohlhabenden Spekulanten darf der Kommissionär annehmen, daß sie eintretenden Falls in der Lage sein werden, sei es selbst, sei es durch andere, die Ware zu liefern oder abzunehmen.

In diesen Rechtszustand haben die Entscheidungen des Reichsgerichts während der letztverflossenen Jahre insofern ein neues Moment eingeführt, als sie die Tatsache eines reinen Differenzgeschäfts in solchen Fällen angenommen haben, in denen der eine der beiden Vertragsschließenden gewußt hat, daß die zu beziehenden oder zu liefernden Waren (Wertpapiere) das Vermögen des anderen Vertragsschließenden übersteigen. Ist hiermit schon die Reihe derjenigen Fälle ausgeschlossen, da diese unzureichende Vermögenslage dem Gegenkontrahenten unbekannt geblieben war, so kommt auch bei dieser Einschränkung die Schwierigkeit in Frage, daß nicht nur das Vermögen, sondern daneben der Kredit der betreffenden Persönlichkeit in Rechnung zu stellen ist, wodurch den Entscheidungen der Gerichtshöfe große Schwierigkeiten entstehen. Auf der anderen Seite, selbst wenn es ihnen gelänge, dies zu überwinden, würde die Praxis zeigen, daß man mit solchen Mitteln civilrechtlichen Scharfsinnes auf den eigentlichen Sitz des Übels nicht losgeht. Man will im Ernst nicht nur diese Leute in Schutz nehmen, sondern ebenso gut jene, die in günstigeren Vermögensverhältnissen sich befinden und vor der Zerrüttung derselben durch die Börsenspekulation bewahrt werden sollen. Und wiederum gibt es Fälle, wo kleine Leute, die durchaus schutzbedürftig sind, trotz der Dürftigkeit ihrer Vermögensverhältnisse in die Lage kommen, zur effektiven Erfüllung sich bereit zu erklären, und hiermit die Anwendbarkeit des civilrechtlichen Schutzes unmöglich zu machen.

Ja mehr als dieses! Die Rechtsprechung des Reichsgerichtes ist

in den verschiedenen Senaten selber eine verschiedene. Es haben die Entscheidungen eines der wichtigsten deutschen Oberlandesgerichte, desjenigen von Hamburg, jenes Moment beständig als für ihre Erwägungen unerheblich zurückgewiesen, und derjenige Senat des Reichsgerichts, welcher zur Zeit über die Ansprüche gegen die Nichtkaufleute aus dem Bezirke des Oberlandesgerichts zu Hamburg entscheidet, läßt die Auffassung des letzteren unangefochten, entweder weil er sie teilt, oder weil er seinem Rechte der Nachprüfung in der Revisionsinstanz engere Grenzen zieht als der andere Senat, der wegen ähnlicher Erwägungen die Urteile von Oberlandesgerichten aufgehoben hat.

Die Unsicherheit in der Judikatur des höchsten deutschen Gerichtshofes spiegelt sich aber in dem schwankenden und höchst unbefriedigenden Zustande der Rechtsprechung der Landgerichte und Oberlandesgerichte. Es ist, wie mit herbem Spott neuerdings richtig bemerkt worden, die Geltendmachung des Spieleinwandes vor deutschen Gerichtshöfen selber ein Spiel.

Über diese Schwierigkeiten der Rechtsprechung hinaus brach sich aber in der Kommission die Überzeugung Bahn, die sonst schon hier und da — zumal in wissenschaftlichen Erörterungen — sich geltend gemacht hat, daß das Wesen des „Börsenspiels“ mit dem Begriffe des Differenzgeschäfts nicht richtig gefaßt werden könne. Einerseits giebt es durchaus legitime Funktionen des reinen Differenzgeschäfts, um derentwillen von einer Identität des letzteren mit dem „Spiel“ nicht die Rede sein dürfe. Wenn z. B. ein Königsberger Mehlfabrikant an der Berliner Börse Getreide auf Termin kauft, um sich für die auf Termin abgeschlossenen Mehilverkäufe zu decken, so kann er nicht die Absicht haben, das Getreide in Berlin seiner Zeit abzunehmen. Aber er hat gerade dadurch die Absicht eines sehr vorsichtigen und soliden Geschäftsmannes; denn er will sich gegen die Preisschwankungen des Marktes sicherstellen und nichts anderes erreichen, als einen von den Marktschwankungen unabhängigen Fabrikationsgewinn für sein Mühlenunternehmen.

Andererseits sind sehr wilde, spielermäßige Spekulationen möglich ohne die Form des Differenzgeschäftes, teils durch das Mittel eigener Barkapitalien, teils durch die Anspannung eines weitgehenden Kredits. Obschon nicht zu leugnen ist, daß die Form der Differenzgeschäfte eine große Erleichterung für denselben Zweck gewährt.

Es giebt daher keine feste Scheidelinie, vermöge deren das Börsenspiel im Wege eines rechtzungültigen Geschäftes durch die Judikatur ausgetrieben werden könnte. Auf die persönlichen Eigenschaften der

Vertragsschließenden, auf ihre Lebensstellung, auf das Maß ihrer Einsicht in die Preisbewegung, auf die Bethätigung dieser Einsicht im Gegensatz zu einem bloßen Wagnis auf den Zufall, auf den Grad ihrer Kapitalkraft im Verhältnis zu der übernommenen Verlustgefahr kommt es an, um zu entscheiden, ob berechnete Spekulation oder Spiel im gegebenen Falle vorliegt.

## XV.

Wenn hiernach der civilrechtliche Schutz versagt, so fragt es sich, in welchen anderen Mitteln der Schutz zu suchen ist. Man gelangte zu der Überzeugung, daß in der Verführung der mittleren Schichten der Gesellschaft zu Börsenspekulationen und in ihrer Ausbeutung durch die überlegene Geschäftskennntnis das Hauptübel läge — daß für diese Verführung und Ausbeutung wohl die Form der Termin- und Differenzgeschäfte die hauptsächlichste, aber keineswegs die ausschließliche sei. Jenes Hauptübel zu bekämpfen, und zwar durch eine Ergänzung des Strafgesetzbuches, ist die Aufgabe. Die Schiefheit des bisherigen Rechtszustandes besteht darin, daß man mit unzureichenden Distinktionen des Privatrechts einen Ersatz hat schaffen wollen für die Lücken des Strafrechts.

Es ist sehr bemerkenswert, daß die große Mehrzahl der gehörten Vertreter des Börsen- und Handelsstandes ein Strafgesetz gegen die Verleitung zu Börsenspekulationen befürwortet hat, mit dem natürlichen Vorbehalte, daß ein solches Gesetz vorsichtig gefaßt sei, um nicht den legitimen Geschäftsverkehr einzuschränken. Es ist allerdings auch geltend gemacht worden, daß folgerichtiger Weise eine Strafvorschrift gegen Verleitung zu gefährlichen Spekulationen nicht auf die Börsengeschäfte beschränkt werden dürfe. Indessen ist mit Recht erwidert worden, daß eine Strafvorschrift allein gegen das größere Übel und gegen die dringendere Gefahr wohl gerechtfertigt sei, während die Verleitung zu Spekulationen, etwa in großstädtischen Baustellen, zwar an sich denkbar, aber thatsächlich einen gleichen Anlaß zum Einschreiten nicht gegeben hat, weil der Charakter der Börsengeschäfte in viel höherem Maße geeignet sei, eine solche Verleitung zu unterstützen.

Nach der empfohlenen Strafbestimmung soll im Sinne unserer Kommission bestraft werden derjenige, welcher um eigenen Vorteils willen sich bewußt der Unerfahrenheit oder des Leichtsinnes eines anderen bedient, um denselben zu Börsengeschäften in einem ihn mit

Ruin bedrohenden Umfange zu veranlassen. Es muß sich also um eine Beeinflussung handeln, bei welcher bewußt auf den Mangel der Einsicht oder des Charakters gerechnet wird. Der Rat zum Abschlusse von Geschäften, welcher einer Persönlichkeit erteilt wird, die bei vorhandenem Überblick über die Bedeutung der Börsenspekulationsgeschäfte zu deren Abschluß und zu deren Übertreibung über die vorhandenen Vermögenskräfte hinaus entschlossen ist, soll nicht unter die neue Strafvorschrift fallen. Der Begriff der Verleitung gehört im übrigen zu denjenigen, deren Handhabung man der richterlichen Einsicht mit Ruhe überlassen kann. Das zur Kenntniß der Kommission gelangte Prozeßmaterial enthält zahlreiche Fälle, in denen die Verleitung klar auf der Hand liegt, ohne daß von feinen Unterscheidungen die Rede zu sein braucht<sup>1</sup>.

Man erwartet von der neuen Vorschrift, daß sie auf der einen Seite dem soliden Börsenhandel keine wesentlichen Hindernisse bereiten werde, daß sie aber auf der anderen Seite nicht wirkungslos bleiben werde. Schon von der Thatsache, daß eine solche Strafvorschrift besteht, darf man sich eine Wirkung versprechen, und zwar die, daß viele Börsengeschäftsleute aus Vorsicht im Verkehr mit dem Privatpublikum, um mit dem Gesetz nicht in Konflikt zu kommen, eher zu viel als zu wenig thun werden. Es handelt sich hier nicht, wie beim Wucher (der durch das Reichsgesetz vom Jahre 1880 einer ähnlichen Strafvorschrift und zwar mit Erfolg unterworfen worden ist) um lichtscheue Elemente, sondern um einen öffentlichen Geschäftsbetrieb von einer gewissen äußeren Ansehnlichkeit. Solchen Personen

<sup>1</sup> Die empfohlene Strafbestimmung lautet:

„Wer in gewinnjüchtiger Absicht unter Benutzung des Leichtsinnes oder der Unerfahrenheit eines Anderen denselben in Bezug auf Börsenpapiere zum Abschluß von Geschäften, welche nicht zum Gewerbebetriebe desselben gehören, verleitet, obwohl er weiß oder nach den Umständen annehmen muß, daß der Umfang der Geschäfte die wirtschaftliche Existenz des Verleiteten gefährdet, wird mit Gefängnis bis zu sechs Monaten und zugleich mit Geldstrafe bis zu zehntausend Mark bestraft.

„Die gleiche Strafe trifft Denjenigen, welcher in gewinnjüchtiger Absicht unter Benutzung der Unerfahrenheit eines Anderen solche Geschäfte für sich oder für Dritte abschließt, obwohl er weiß, oder nach den Umständen annehmen muß, daß der Umfang der Geschäfte die wirtschaftliche Existenz des Gegenkontrahenten gefährdet.

„Wird die Verleitung gewohnheitsmäßig betrieben, so tritt Gefängnis nicht unter einem Monat und Geldstrafe bis zu zwanzigtausend Mark ein. Auch kann auf Verlust der bürgerlichen Ehrenrechte erkannt werden.

ist die Erhaltung ihres Rufes gegenüber der Gefahr eines Strafprozesses nicht gleichgültig. Sie werden auch ein Interesse haben, die Thätigkeit der für sie wirkenden Agenten einzuschränken.

Auf die Wertpapiere allein ist die Wertbestimmung und nicht auch auf die Waren erstreckt. Denn man ging davon aus, daß von Leichtfinn oder Unerfahrenheit nicht mehr die Rede sein könne, wenn jemand sich öffentlich durch Eintragung in das Register als zu Termingeschäften fähig bekennet. Verbindet man mit der Einführung des neuen Börsenregisters für Warentermingeschäfte die Erwartung einer ernsthaften Wirksamkeit so folgt auch diese Voraussetzung von selber. Allerdings ist bei dem experimentellen Charakter dieser neuen Maßregel nicht unmöglich, daß der erwartete Erfolg derselben nicht eintritt; es ist denkbar etwa, daß die abschreckende Wirkung der öffentlichen Eintragung für die von den Börsenspekulationen auszuschließenden Kreise nicht zur Wahrheit wird, daß vielmehr angesichts der guten Gesellschaft derjenigen, welche sich in das Börsenregister berufenermaßen eintragen lassen und eintragen lassen sollen, auch die übrigen keinen Anstand nehmen, solchem Beispiele zu folgen. Jedoch diese denkbare Wirkung ist nicht diejenige, welche für die Einführung der neuen Maßregel spricht, sondern man würde auf die letztere verzichtet haben, wenn man diese bloß denkbare Wirkung für die wahrscheinliche oder notwendige gehalten hätte. Weil man das Gegenteil dieser Wirkung hofft, empfiehlt man das Börsenregister.

Sollte sich aber späterhin durch die Erfahrung zeigen, daß die Hoffnung der Kommission getäuscht worden, dann wäre die Zeit gekommen, den neuen Paragraphen des Strafgesetzbuches auch auf die Warentermingeschäfte auszudehnen. Während auf der anderen Seite kaum die Möglichkeit ins Auge zu fassen wäre, daß ein starker Erfolg des Börsenregisters und dessen daherige Ausdehnung auf die Effektermingeschäfte zur Aufhebung des neuen Strafrechtsparagraphen führen könnte, weil im Gebiete der Effektspekulationen die Sphäre der Verleitung und Ausbeutung des Leichtsinnes und der Unerfahrenheit sich keineswegs auf die Geschäftsform der Termingeschäfte beschränkt, sondern gerade in der Form des Kassaverkehrs große und verbreitete Mißbräuche vorkommen, die durch das Börsenregister nicht erfaßt werden können, da eine Eintragung aller Wertpapiere besitzenden Persönlichkeiten in das Register nicht nur eine maßlose Belästigung, sondern (noch weit schlimmer) die völlige Wirkungslosigkeit des Registers zur Folge haben müßte.

Übrigens darf nicht verschwiegen werden (die Einzelheiten gehören gleich den übrigen Materialien der Enquete der Öffentlichkeit an, nachdem der Reichskanzler auf Antrag der Kommission auch für die Protokolle der Abstimmungen diese Entscheidung getroffen hat), daß eine Minderheit für die Ausdehnung des neuen Strafrechtsparagraphen auf die Warentermingeschäfte gestimmt hat, und zwar derart, daß extrem entgegengesetzte Standpunkte sich dabei vereinigten, indem aus dem Interesse der Wertpapierbörse heraus dieser Antrag gestellt wurde, mehrere agrarische Mitglieder der Kommission aber zum Zwecke möglichst wirksamer Maßregeln dem beistimmten.

Die Worte „in Bezug auf Börsenpapiere“ in dem vorgeschlagenen Paragraphen sind nach eingehender Überlegung so allgemein gehalten, damit bei der Handhabung des Gesetzes Unterscheidungen vermieden werden, welche eine Reihe von strafbaren Fällen außerhalb des Bereiches der Strafe setzen können. Gerade die skandalösen Ereignisse, welche vorzugsweise dazu beigetragen haben, daß die Börsenreform durch die Niederlegung der Enquete-Kommission von der Reichsregierung in die Hand genommen wurde, gerade jene Ereignisse haben ein Beispiel von der Größe und Menge der Mißbräuche gegeben, die sich in dem Wertpapierhandel mit den weiteren Kreisen des Publikums eingenistet haben, ohne die Form der Termingeschäfte, der Differenzgeschäfte, der im engeren Sinne sogenannten Spekulationsgeschäfte anzunehmen. Dieses aber würde in weit größerem Umfange so sein, wenn das Gesetz es versuchte, eine scharfe Scheidelinie zu ziehen, und durch diese Scheidelinie den leicht beweglichen Börsenhandel reizte, Surrogatformen einzuführen, für welche die Muster im Auslande bereits erfunden sind (Newyork) und die bloße Nachahmung genügen würde.

## XVI.

Schon von anderen Enden unserer bisherigen Betrachtungen und der erwähnten Kommissionsvorschläge ergibt sich ein Standpunkt der empfohlenen Reformmaßregeln, der sich darauf stützt, daß bei den Schwierigkeiten der Materie, bei der Neuheit und daher Unsicherheit der einzelnen Abhülfsmittel, bei dem Zweifel an dem bereitwilligen Entgegenkommen der für das Gelingen in erster Reihe wichtigen Kreise, man von verschiedenen Seiten her auf das Übel losgehen, daß man für jede einzelne Maßregel eine Stütze in daneben stehenden anderen Maßregeln suchen müsse. So auch hier.



Die Ergänzung des Strafgesetzbuches soll gleichsam die äußersten Entartungen der bestehenden Zustände fassen; das Börsenregister für Warentermingeschäfte versucht es mit einem Mechanismus, welcher prophylaktisch etwas ähnliches erreichen will, wie das Strafgesetz auf repressivem Wege. Neben diesen beiden Maßregeln der öffentlichen Rechtspflege soll die gelindere Gewalt der Börsendisziplin eine Wirksamkeit entfalten, um nach ihrem Teile auf gleiche oder verwandte Ziele hinarbeiten.

Neben dem Gebiete der Verleitung und der Ausbeutung auf der einen Seite, neben dem Leichtfinn und der Unerfahrenheit auf der anderen Seite, liegt dasjenige, was die Kommission als „Anreizung“ zu Börsenspekulationen bezeichnet. Es wird dabei vorwiegend an das gesamte Gebiet der heutigen Reklame gedacht, sofern dasselbe der Anlockung zum Börsenspiel dienstbar gemacht wird — Briefe, Circulare, Offerten, Zeitungsannoncen, Aushänge in den Schaufenstern und ähnliches mehr, dessen Überhandnehmen zu den unerfreulichsten und unanständigsten Erscheinungen des neuesten Börsenwesens gehört.

Für denjenigen, der imstande ist, sich über die Lebens- und Verkehrsformen der nächsten zeitlichen und räumlichen Umgebung hinweg zu einer freieren Ansicht von der Notwendigkeit und dem Werte derselben zu erheben, muß das ganze Reklamewesen als ein höchst problematisches Stück der modernen Volkswirtschaft erscheinen. Schon rein ökonomisch betrachtet, erscheint es als eine wunderliche Sache, daß der Wettbewerb der Geschäftsleute, und zwar nicht nur in den großen Mittelpunkten und den großen Verhältnissen des Handels, sondern ebenso allmählich in jeder kleinen Stadt, ein Kirchturnrennen erzeugt, dessen Erfolge vermeintlich von dem großen Aufwande für Reklame abhängen, dessen Erfolge in Wirklichkeit vor allem demjenigen zu Gute kommen, welcher den Preis für die seitengroßen Anzeigen in seine Tasche steckt. Es giebt keine größere Karrikatur auf die neuesten Klagen des ladenhaltenden „Mittelstandes“ als der Unsinn dieser tagtäglichen Reklamen, für den schwerere Opfer gebracht werden als für alle alten und neuen Steuern zusammen genommen.

Dabei hat die Sache aber keineswegs ihr Bewenden. Ein gewisser Erfolg im Sinne der gebrachten Opfer mag teilweise eintreten. Zwar nicht dadurch, daß mit seitengroßen Anzeigen gekämpft wird, statt mit dem hundertsten Teil dieses Aufwandes. Aber die Konstanz und die Ausbreitung dieses Kostenaufwandes läßt darauf schließen, daß die Opfer wenigstens in einer Anzahl von Fällen ihr Ziel erreichen. Dann entsteht die Aufgabe, den Gegenstand von einer



anderen Seite anzusehen, von derjenigen, welche im sittlichen Sinne die ernsthaftere ist.

Wir pflegen, wenn wir die Entwicklungen der heutigen Volkswirtschaft unter dem Einflusse der wirtschaftlichen Freiheit betrachten, auf das Beispiel Englands zu blicken. In der That ist durch eigene Anschauung und durch mancherlei Anekdoten das Reklamewesen Englands mit seinen ungeheuerlichen Übertreibungen und Geschmacklosigkeiten bekannt geworden. Indessen auch an diesem Ende scheint die wirtschaftliche Freiheit jenes Landes ihren Gipfelpunkt überschritten zu haben und eine Reaktion hervorzurufen, welche mit den dort gewohnten Mitteln gegen die eingerissenen Mißbräuche anzukämpfen sucht. Es hat sich eine in den besten Kreisen des englischen Volkes wurzelnde gemeinnützige Gesellschaft gebildet, deren Ziel es ist, das Reklamewesen zu unterdrücken und zwar mit der in den englischen Rechtszuständen wurzelnden Formulierung, den gemeinrechtlichen Begriff der nuisance auf die Reklamen auszudehnen. Die neue Gesellschaft giebt eine eigene Zeitschrift heraus, die man für einen Jahresbeitrag von drittelhalb Schillingen oder für einen einmaligen Beitrag von einer Guinee erhält, mit dem Titel „A beautiful world“ (d. h. eine schöne Welt, diejenige, in der es keine Reklame mehr giebt<sup>1</sup>).

Bekanntlich ist auch inmitten der heimischen Mißbräuche eine deutlich erkennbare Reaktion der sittlichen Empfindung zu bemerken, indem die anständigeren Geschäftsleute entweder nur mit Widerstreben dem Zuge dieser Unsitte nachgeben, oder ganz und gar davon abstehen. Geleitet durch das natürliche Anstandsgefühl, das die Anpreisung eigener Leistungen verbietet. Dabei wieder Abstufungen des Zartgefühls im einzelnen bis hinauf zu den liberalen Berufsarten, deren Angehörige es für unfein halten, nur durch große Lettern auf ihre Wohnung aufmerksam zu machen.

Jene Unsitten in ihrer Anwendung auf die Börsenspekulation haben eine besondere Tragweite, die uns im Zusammenhange der voraufgegangenen Erörterungen verständlich ist. Es kennzeichnet die Londoner Stocksbörse, daß ihr Vorstand den Mitgliedern verbietet, durch irgend welche Anzeigen ihre Dienste dem Publikum anzubieten, und dieses in periodischer Wiederkehr amtlich bekannt macht. Das ist nicht das „Privilegium der Wohlhabenden“, sondern das Privilegium des Anstandes, um welches die Berliner Börse die Londoner Börse zu beneiden hat. Hier liegt die Aufgabe vor, durch die neue Ein-

<sup>1</sup> The Saturday Review, December 2, 1893. p. 614.

richtung der Börsendisziplin etwas ähnliches zu erreichen. Hier aber ist ein hervorragendes Beispiel für jene Erscheinung, daß eingerissene Mißbräuche eines Interessentenkreises den dazu Gehörigen, und selbst den Besseren unter ihnen, leicht als etwas nicht zu änderndes erscheinen, daß unbefangene Elemente hinzugezogen werden müssen, staatliche Organe.

Neben dem Gebiete der Reklame soll der Börsendisziplin ein anderes Stück allseitig anerkannter Mißbräuche unterworfen werden, wodurch die Börsenspekulation herkömmlich in Kreise getragen ist, die zwar räumlich meist der Börse nahe stehen, aber nach ihrer Berufsstellung durchaus davon entfernt gehalten werden sollten. Es ist die Teilnahme der Handelsangestellten an den Börsengeschäften.

Hier verbinden sich mehrere Beweggründe, um auf diese Mißbräuche die Aufmerksamkeit der neuen Disziplinarbehörde zu lenken. Am nächsten liegt das, was dem eignen Interesse der Börsengeschäftsleute am meisten einleuchtet — die Verlockung zu Veruntreuungen, welche die Folge von unglücklichen Spekulationen sind. Dann die frühzeitige Korruption unreifer, junger Menschen, die in ihrer ganzen Lebensauffassung, ihrem Pflichtgefühl, ihrer Arbeitsfreudigkeit, ihrem Maßstabe für Erwerb und Genuß, verdorben werden. Es ist nicht ausgeschlossen, daß bisweilen damit die Saat zu großen Erfolgen gelegt wird, hie und da sind Magnaten der Börse daraus erwachsen. Der Mehrzahl nach werden daraus unglückliche Existenzen, die innerhalb oder außerhalb der Börse bald zu Grunde gehen.

Es giebt ferner eine Reihe von Persönlichkeiten, die durch ihre Stellung der Börse ferngerückt sind, ja die es gilt, um ihrer Stellung willen von der Börse fern zu halten, damit die Nähe derselben nicht zu Konflikten mit ihrer Berufspflicht führe. Dieses sind namentlich die Kassenbeamten öffentlicher Behörden. Auch bei diesen schien eine disciplinarische Ahndung des Abschlusses von Spekulationsgeschäften gegenüber den Mitgliedern der Börse angemessen. Jedoch nicht mehr als eine disciplinarische Ahndung. Zu einer strafrechtlichen Behandlung eignen sich diese Kategorien von Fällen deshalb nicht, weil die Präcision eines Strafparagraphen dafür schwer zu finden ist. Einmal ist der Begriff der Börsenspekulationsgeschäfte ein zu weiter; dann fallen unter den Begriff der Handelsangestellten auch die Prokuristen, Direktoren, Generaldirektoren großer Unternehmungen, Banken u. s. w., Männer von großer Reife des Urteils, umfassendem Vermögensbesitz und hohem Ansehen. Jeder Handelsangestellte aber,

wenigstens der von einem gewissen Alter und einer gewissen Stellung, kann den gerechtesten Anlaß zum Abschluß eines Geschäftes über ein Wertpapier haben. Die neben diesen berechtigten Erscheinungen für das kundige Auge sehr wohl zu scheidenden Mißbräuche zu ahnden, muß daher der Börsendisziplin überlassen bleiben.

## XVII.

Derjenige Teil der Kommissionsvorschläge, welcher sich mit dem Terminhandel und dem Börsenspiel beschäftigt, findet seinen Abschluß in dem Paragraphen, der die einfache Folgerung aus der neuen Behandlung des Gegenstandes zieht.

Wir überzeugten uns davon, daß die neuere Rechtsprechung der deutschen Gerichtshöfe gleichsam in einem Notstande gehandelt hat, indem sie, mangels besserer Handhaben der Gesetzgebung, den Einwand von Spiel und Wette zugelassen hat, in Fällen, da offenbare Mißbräuche des Börsenspiels vorzuliegen schienen, um ihn als Schutzwehr gegen dieselben zu brauchen. Das Unbefriedigende und Widerspruchsvolle dieses Rechtszustandes haben wir kennen gelernt. Wir wissen auch, mit welchen neuen Mitteln die Kommission einen besseren Rechtszustand schaffen will. Für Warentermingeschäfte als Bedingung der Rechtsgültigkeit die Eintragung der Kontrahenten in das neue Register, für Wertpapiergeschäfte, und nicht nur diejenigen in Form des Terminhandels, die neue Strafrechtsbestimmung. Diese beiden neuen Einrichtungen haben die Aufgabe, die materiellen Schäden zu treffen, gegen welche bisher in unsicherer, ungeschickter, unwirksamer Weise die Rechtsprechung zu reagieren suchte durch spitzfindige Anwendungen des Begriffes von Spiel und Wette. Es folgt also aus der Annahme der neuen Verbesserungen des Rechtszustandes die Beseitigung dieses ungeeigneten Aushilfsmittels. Die Beschlüsse der Kommission haben dies folgendermaßen formuliert:

„Gegen Differenzansprüche aus Zeitgeschäften über Börsenpapiere sowie aus börsenmäßigen Termingeschäften über Waren kann ein Einwand nicht darauf gegründet werden, daß die durch Lieferung der Papiere oder Waren zu leistende Erfüllung von den Kontrahenten ausgeschlossen worden ist.“

Dem gegenüber hat man auf das Bedürfnis hingewiesen, an dem Einwand von Spiel und Wette festzuhalten, um den Forderungen des

„Volksgefühl“ zu genügen. Man hat damit im Angesichte der Segnungen unseres allgemeinen gleichen Reichswahlrechts ja eine sehr beachtenswerte Instanz angerufen. Indessen unter Umständen, in denen es darauf abgesehen ist, die unklaren Instinkte des Volksgefühls vermöge der Gedankenarbeit sachkundiger Männer über ihren eigentlichen Inhalt aufzuklären und die sicheren Linien der Logik an die Stelle dunkler Wünsche zu setzen, gerät jener Standpunkt in Gefahr, die Vernunft der Dinge auf den Kopf zu stellen. Gerade im Gebiete der Börsenreform erlebt man es jeden Tag, wie keineswegs bloß in den breiten Schichten der Volksmehrheit, sondern auch in den Kreisen der höher Gebildeten ein Maß von Unwissenheit herrschend ist, eine Neigung zur sittlichen Entrüstung im allgemeinen, verbunden mit grundsätzlicher Abneigung gegen Sachkenntnis im besonderen, daß hier so sehr wie irgendwo das Wort des alten Göttingers gilt „Neun Zehnteile des menschlichen Geschlechts glauben, daß die Erde stille steht, und es ist doch nicht wahr“. Nur daß im vorliegenden Falle auch der Glaube von neunundneunzig hundertstel des menschlichen Geschlechts nichts beweist.

Die an früherer Stelle gegebenen Auseinandersetzungen haben das Nötige bereits gesagt. Die vorsichtige Formulierung des von der Kommission vorgeschlagenen Paragraphen will nichts anderes, als innerhalb der neuerdings aufgerichteten Schranken Rechtsicherheit, erzwingbare Treue zum gegebenen Wort wiederherstellen. Das Durcheinander des Spielbegriffs mit den Erscheinungen der Spekulation in der heutigen (und nicht bloß der heutigen) Volkswirtschaft erzeugt eine Dunkelheit wirtschaftlicher, sittlicher, juristischer Vorstellungen, in die nur die höchste Anstrengung sachmäßig geschulter Logik Licht zu bringen vermag. Das Volksgefühl, die öffentliche Meinung u. s. w., sie sind von sittlichen Vorstellungen bewegt; sie sind hilflos, sobald sie sagen sollen, wie diese sittlichen Vorstellungen mit der Volkswirtschaft und dem Recht in Einklang zu bringen seien. Die sittlichen Vorstellungen selber sind stark in der Negative, schwach in der positiven Gestaltung. Welches ist das Volksgefühl gegenüber dem Spiel? Neulich hat man sich auf die Zeugnisse des Tacitus über den Spieltrieb der Germanen berufen, um die Staatslotterien zu verteidigen. Das deutsche Volksgefühl ist ihnen in der That immer noch recht günstig. Es ist verständlich, obwohl für ein ernsteres sittliches Urteil bedenklich, daß die Nachsicht für das eigene Spiel sich in Entrüstung verwandelt gegen das Börsenspiel. Und hält wiederum diese Entrüstung Stich bei dem eignen Gewinne am Börsenspiel? oder gilt die Ent-

rüstung nicht vielmehr dem eignen Verluste, dem fremden Gewinne? Indem aber die Sphäre des Börsenspiels berührt wird, entstehen Fragen, denen dieses an sich schon unsichere moralische Empfinden gar nicht gewachsen ist, Fragen nach dem Verhältnis unserer ganzen durch Gewinn gespornten Volkswirtschaft zu der Macht des Zufalls. Das Problem der Scheidung zwischen Spekulation und Spiel geht so tief in die Principienfragen unserer wirtschaftenden Gesellschaft hinab, daß eine positivrechtliche Antwort darauf ebenso wenig zu geben ist, wie eine gemeinverständliche sittliche Scheidelinie sich ziehen läßt. Das einzige, was man suchen kann, ist die Errichtung von Rechtschranken für die berufsmäßige Spekulation, und dies ist geschehen.

## XVIII.

In die Zweifel über das angemessene Verhältnis der Börse zu den außerhalb derselben stehenden Kreisen der Bevölkerung und zu der gesamten Volkswirtschaft gehört die Frage der Preis- und Kursfeststellung und des enge damit verknüpften Maklerwesens hinein.

Die Bedeutung der Frage erhellt aus der Erwägung, daß die täglichen Umsätze von Wertpapieren und Waren, die auf den großen Börsen vor sich gehen, wie hoch man immer das Interesse des engeren Kreises der Börsenspekulanten dabei veranschlagen mag, doch zum erheblichen Teile kommissionsweise, für Rechnung der außerhalb stehenden Auftraggeber, abgeschlossen werden, daher der amtliche Ausweis über den Preis, zu dem diese Aufträge ausgeführt worden, ein über den Kreis der Börsenmitglieder weit hinausgehendes Interesse hat, daher auch die Fürsorge für die amtliche Preisfeststellung nicht einfach den Börsenkreisen überlassen werden kann in dem Vertrauen, daß sie allein ein Interesse daran haben und für dasselbe einzutreten wissen werden. Es kommt hier namentlich ein Interesse des Produkthandels hinzu, der die Gewöhnung angenommen hat, die Preisnotizen der großen Börsen für seine Abschlüsse zu Grunde zu legen. So bildet beim Getreide die Preisnotiz der Berliner Börse die Grundlage für die in den Provinzen zwischen Landwirten und Kaufleuten abgeschlossenen Verträge. So ist die Berliner Notiz für Spiritus die Grundlage für den größten Teil der von den Brennereien über ihre Spirituslieferungen abgeschlossenen Verträge; ähnlich die Stettiner, Breslauer, Danziger Notiz für die Abschlüsse in ihrem Marktgebiet.

Die Bedenken, die hier entstehen, richten sich theils gegen die technischen, theils gegen die moralischen Schwierigkeiten einer befriedigenden Preisfeststellung. In technischer Hinsicht kommt es darauf an, in dem täglich festgestellten Preise von Waren oder Wertpapieren amtlich zu verkündigen, welches der gemeine Wert der bestimmten Ware, des bestimmten Papiers an diesem Tage ist. Wer an diesem Tage börsenmäßige Waren oder Wertpapiere kauft oder verkauft, wer nach der Norm dieser Börse Getreide, Spiritus u. s. w. kauft oder verkauft, will einen sicheren Anzeiger haben, der ihm sagt, daß aus der Entwicklung von Angebot und Nachfrage, aus ihrem Umfange und ihrer Intensität sich heute als Ausdruck der Marktlage eine bestimmte Werthöhe ergeben habe. Diese Anforderung wird nicht erfüllt, wenn eine Reihe verschiedener, im Laufe zweier Börsenstunden gezahlter Preise notiert wird, deren Bedeutung für die Feststellung des gemeinen Wertes daran scheitert, daß erstens die Quantitäten nicht bekannt gemacht werden, auf welche sich diese Preise beziehen, daß zweitens die qualitative Seite der zu diesen Preisen abgeschlossenen Geschäfte (Beschaffenheit der Ware, Kreditwürdigkeit der im Terminhandel miteinander Kontrahierenden) eine schwankende und einheitlich gar nicht zu bezeichnende ist.

Am besten wird die Anforderung (nach Ausweis der vor der Kommission gemachten Mittheilungen) erfüllt bei dem sogenannten Einheitskurs der Berliner Wertpapierbörse in deren Einrichtungen für die Kassageschäfte. Hier gelten die Geschäfte als zu demjenigen Kurse abgeschlossen, zu welchem auf Grund der vorliegenden Kauf- und Verkaufsaufträge und mit Berücksichtigung der an diese geknüpften Kurslimiten die Mehrzahl der Geschäfte zustande kommen kann; während diejenigen Geschäfte nicht zustande kommen, deren Limite außerhalb des Einheitskurses liegt. Hieran hat man wirklich den Ausdruck von dem Werte des Gegenstandes an diesem Tage als den Ausdruck der Ansichten der meisten Käufer und Verkäufer. Schwieriger ist es bei dem Warenhandel und bei dem Terminhandel in Wertpapieren. Hier spielen jene oben bezeichneten qualitativen Momente hinein und stören die Darstellung des Einheitskurses.

Dann die moralischen Schwierigkeiten — die Frage, wie eine objektive Pflichterfüllung in der wahrheitsgemäßen Feststellung der wirklich gezahlten Preise sich erreichen läßt inmitten der privaten Interessen, die darauf Einfluß üben. Die öffentliche Bedeutung der Frage und die Notwendigkeit, amtliche Bürgschaften für deren befriedigende Lösung zu suchen, wird durch die bestehenden Ein-



richtungen der Börsen anerkannt, wenn beispielsweise für die Berliner Börse, sowohl für deren Wertpapierhandel wie für deren Warenhandel, aus der Mitte der Börsenbehörden Kommissare zu dem besonderen Zwecke ernannt sind, die tägliche Kurs- und Preisfeststellung zu überwachen.

Indessen einmal ist diese Aufgabe eine so mühselige, so anspannende und so verantwortliche, daß sie überhaupt eine starke Zumutung an die ehrenamtliche Pflichterfüllung eines im übrigen durch eigene Geschäfte in Anspruch genommenen Mannes einschließt. Dann aber ist bei aller Anstrengung des Kommissars seine Wirksamkeit zum großen Teile nur die einer Berufungsinstanz im Falle von Streitigkeiten; für die große Masse der Geschäfte ist er auf die Angaben der Geschäftsvermittler (der Makler) angewiesen: für vieles, so namentlich für die Wertpapiere, ist wegen der Weitständigkeit der Aufgabe die Arbeit einer selbständigen Kursfeststellung durch den Kommissar, wegen der großen Zahl der täglich umgesetzten Papiere, außer Frage — ist selbst dann außer Frage, wenn die ehrenamtlichen Kräfte für diesen Zweck vermehrt werden.

Das Element der öffentlichen Pflichterfüllung verschiebt sich daher von diesen Spitzen abwärts in die Sphäre der Makler selber. Wenn die Einrichtung von vereideten Maklern, von Männern, die in öffentliche Pflicht genommen sind behufs Vermittlung und Bezeugung der Geschäftsabschlüsse, nicht längst vorhanden gewesen wäre, so müßte sie in jenem Zusammenhange immer wieder neu erfunden werden. Und wirklich hat in den Verhandlungen der Kommission die Erörterung jenes Punktes eine hervorragende Rolle gespielt.

Hier ist nun zunächst der heutige Rechtszustand sehr lehrreich. Das Allgemeine deutsche Handelsgesetzbuch erklärt in seinem siebenten Titel (von den Handelsmäklern oder Senjalen): „die Handelsmäkler sind amtlich bestellte Vermittler für Handelsgeschäfte; sie leisten vor Antritt ihres Amtes den Eid, daß sie die ihnen obliegenden Pflichten getreu erfüllen wollen“ — und nennt als die erste ihrer Pflichten, „sie dürfen für eigene Rechnung keine Handelsgeschäfte machen, weder unmittelbar noch mittelbar.“

Diese Verpflichtung, an sich die einfache Konsequenz aus dem Wesen eines amtlich bestellten Vermittlers, ist mit dem Zustande des Börsenverkehrs der Gegenwart in Widerspruch getreten. Der heutige Makler behauptet, er könne ein wirksamer Vermittler für die Börsengeschäfte nur dadurch sein, daß er bereit sei, selber als Käufer und Verkäufer einzuspringen. Ohne durch eine rechtliche Schranke beengt



zu sein, ist diese Praxis die herrschende geworden in der Hand der nicht amtlich bestellten, nicht vereideten, freien Geschäftsvermittler. Um den Konflikt zu beseitigen, hat man in Hamburg thatsächlich das Institut der vereideten Makler aufgehoben. An anderen Börsen, und namentlich an der Berliner Börse, hat man äußerlich daran festgehalten, während fast allseitig bezeugt wird, daß die gewissenhafte Erfüllung jener Pflicht sich nicht vereinigen lasse mit den heutigen Anforderungen des Geschäftslebens. Sowie aber die Verpflichtung zur Nichtbeteiligung an Kauf und Verkauf fortfällt, sei es ausgesprochenermaßen wie in Hamburg, oder thatsächlich wie in Berlin, so entsteht der Zweifel, ob ein solcher Makler noch dasjenige Maß von Objektivität besitze, um ihn und seinesgleichen als zuverlässiges Organ für die Preisfeststellung brauchen zu können?

Die Kommission ist dahin gelangt, durch diese Gegensätze hindurch einen Standpunkt zu gewinnen, der möglichst die Widersprüche versöhnt.

Vor allem hält sie an der Notwendigkeit einer Kontrolle der Preis- und Kursfeststellung durch die Börsenkommissare fest und will dieselbe weiter ausgebildet haben. Teils soll die übergroße Last, die denselben bisher zugemutet worden, erleichtert werden, so im Wertpapierhandel, in welchem es sehr wohl möglich ist, die Zahl der täglich zur Notierung gelangenden Papiere zu vermindern. Teils soll die Zahl der Börsenkommissare vermehrt werden, so beim Warenhandel, um der Aufgabe in höherem Maße als bisher gewachsen zu sein.

Dann soll das nach dem Wortlaut des Allgemeinen deutschen Handelsgesetzbuchs äußerlich noch fortbestehende Institut der vereideten Makler umgestaltet werden. Und zwar soll an Stelle der Vorschrift, welche den Maklern eigene Geschäfte schlechthin verbietet, eine mildere Schranke treten, durch die ihnen eigene Geschäfte in soweit gestattet werden, als sie zur Ausführung der ihnen erteilten Aufträge nötig sind. Indem hiermit dem legitimen Bedürfnis des heutigen Maklers Genüge geschieht, will man auf der anderen Seite eine ernsthaftere Kontrolle als die bisherige über ihre Pflichterfüllung einführen. Zu diesem Zwecke wird empfohlen, statt der Anstellung auf Lebenszeit, die sich als ein Übelstand erwiesen hat, eine Anstellung auf kürzere Fristen zu gewähren. Dadurch wird es leichter, Persönlichkeiten, die sich für das Amt nicht eignen, oder sich Verstöße zu Schulden kommen lassen, bei Ablauf der Frist durch geeignetere zu ersetzen. Eine fernere Bürgschaft für die Tüchtigkeit der gewählten Makler sucht man darin, daß man der Börsenbehörde nur das Vorschlagsrecht, der

Staatsbehörde das Ernennungsrecht giebt. Die Vereidigung der Makler hat sich in so üblen Ruf gebracht, daß man geneigt war, sie aufzuheben; gleichwohl fand sich eine Mehrheit, die daran festhalten wollte.

Eine Ergänzung dessen aber, was die amtlich bestellten Makler („Kursmakler“ — wie man sie jetzt nennen will) leisten, muß angesichts der Entwicklung, welche das Vermittlerwesen an der heutigen Börse, zumal an der Berliner, genommen hat, in der Hinzuziehung der sonstigen Makler zur Kursfeststellung gesucht werden. Nur wird, im Gegensatz zu dem bisherigen Brauch, jetzt verlangt, es sollen diejenigen Börsenmitglieder, welche die Berücksichtigung ihrer Geschäfte bei der Kursfeststellung wünschen, dies sogleich bei dem Abschluß der Geschäfte kund thun, indem sie die Eintragung derselben in ein an der Börse zu führendes Buch bewirken.

Da die Reformvorschläge der Kommission auf diese Weise eine milde Vermittlung im Anschlusse an das Bestehende anzubahnen gesucht haben, bietet sich abermals ein Gebiet, auf welchem eine strenge Börsendisziplin am besten den eingekisteten Mißbräuchen abzuhelpen geeignet ist.

## XIX.

Bei dem berufsmäßigen Betriebe von Handelsgeschäften entsteht durch die räumliche Entfernung von dem Orte des Einkaufs oder Verkaufs für den Kaufmann Veranlassung, sich eines auf dem anderen Handelsplatze thätigen Kaufmannes zu bedienen, der in seinem Auftrage gegen Provision Handelsgeschäfte abschließt. Was für den Handel im allgemeinen geschieht, das geschieht auch für den börsenmäßigen Handel in Wertpapieren oder Waren. Es würde kaum ein besonderer Grund vorliegen, die Reform der bestehenden Verhältnisse in dieser Richtung zu erörtern, wenn es sich nur um die Geschäftsbeziehungen zwischen Kaufleuten derselben Branche handelte. Die eigentümliche Aufgabe entsteht dadurch, daß in zahlreichen Fällen das Verhältnis zwischen Auftraggeber und Auftragempfänger ein anderes ist. Es sind diejenigen Fälle, in denen Personen, die nicht die Eigenschaft von berufsmäßigen Händlern haben, den Auftrag erteilen, in denen daher nicht der Geschäftsmann dem Geschäftsmann, der Fachmann dem Fachmann gegenübersteht, sondern der Urteilsunfähige, der Urteilschwache dem Sachkundigen. Das Mißverhältnis, welches hierdurch entsteht, die Gefahr der Ausbeutung der Unerfahrenheit durch

überlegene Klugheit und Gewissenlosigkeit, die Ungeschicklichkeit gleich in der Auswahl des für Aufträge ausersehenen Geschäftsmannes, dem Geschäftsmänner mit kundigem Auge auszuweichen wissen — das ist der Grund, woraus mannigfaltige Mißstände und dringende Anlässe zur Reform entstehen.

Wir wissen, daß es Aufsehen erregende Erscheinungen gerade auf diesem Gebiete waren, die vornehmlich zu der uns beschäftigenden Reichs-Enquete-Kommission führten. Sie waren ein eklatantes Beispiel oder eine Reihe von Beispielen für das, was in dieser Richtung möglich, für das, was seit lange und in breiter Entfaltung, ob auch nicht immer in so krasser Weise, an Mißbräuchen vorhanden ist. Der erste Schritt, welchen die Reichsregierung unter dem Eindrucke dieser Ereignisse gethan hat, die Vorbereitung für die Regelung des Depotwesens durch einen neuen Akt der Gesetzgebung, trifft nicht in den Mittelpunkt dieser Mißstände hinein; er streift nur ihre Oberfläche, er dient der größeren Deutlichkeit der privatrechtlichen Beziehungen, die in dem Verhältnis der Aufbewahrung von Wertpapieren aus fremdem Eigentum in den Händen einer Bank, eines Bankiers u. s. w. entstehen. Er ist bezeichnender Weise durch kommissarische Beratung einiger Räte aus Reichsämtern und Ministerien entstanden und soll demnächst dem Reichstage vorgelegt werden.

Die Hauptsache bleibt danach übrig. Diese besteht in dem Schutze, welchen man durch öffentliche Einrichtungen zu gewähren hat für die Unerfahrenheit und den Leichtsinne des mit den Börsengeschäftskreisen in Beziehung tretenden Publikums. Hier ist es also, wo der uns bekannte Vorschlag eines neuen Strafrechtsparagraphen hinzielt; hier ist es, wo die neue Entwicklung einer Börsendisciplinargewalt einzugreifen hat, um für die von dem Strafrichter nicht zu fassenden Vergehungen Abhülfe zu schaffen, oder vielmehr in häufigen Fällen mit wachsamem Auge denjenigen Ausartungen vorzubeugen, die erst der Strafrichter erfassen kann.

Aber weil die Maßregel neue, ihre Erfolge unsichere sind, wird man sich erst von dem Zusammenwirken mehrerer Kräfte etwas versprechen können. Ich möchte an dieser Stelle daher auf eine andere Bahn der Reform die Aufmerksamkeit lenken — diejenige, welche bei den Verhandlungen und den Beschlüssen der Kommission nach meiner Überzeugung zu kurz gekommen ist.

Bei der Erörterung des Emissionswesens habe ich darauf hingedeutet, daß von dieser Seite her das Wesentliche der beklagten Mißstände überhaupt nicht geändert werden kann. Es ist wohl mög-

lich, gewisse Extreme in der Unsicherheit der Kapitalanlagen auszuschließen, indem man über die Zulassung von gefährlichen Wertpapieren zum Börsenhandel wacht. Die Gefährlichkeit der Anlage auszuschließen ist nicht möglich, oder man muß jede Art von Aktien, man muß die Mehrzahl der ausländischen Anleihen und Obligationen ausschließen. Derjenige Kapitalist, der diese Wertpapiere als Anlagegelegenheit sucht, will ein gefährliches Papier haben, weil er die Vorteile seiner Gefährlichkeit haben will. Wenn er unverständlich genug ist, das nicht zu begreifen, so kann um dessentwillen der Markt für ausländische Wertpapiere u. s. w. nicht geschlossen werden. Jedoch, daß es nun einmal thatsächlich viele Leute giebt, die so unverständlich sind, erzeugt eine andere Aufgabe der Reform. Nicht mit mechanischen Verboten gegen diese große Kategorie der Wertpapiere, und freilich noch weniger mit mechanischen Verboten gegen den Erwerb derselben durch gewisse Kategorien der Kapitalbesitzer, ist hier zu helfen. Nicht durch Zwang, sondern durch Gewöhnungen, durch den Einfluß gemeinnütziger Einrichtungen, durch die Zugänglichkeit solcher Organe für die Kapitalanlage, welche für die breiten Schichten allein oder vorzugsweise die richtigen sind.

Man wird nicht leugnen können, daß die vorhandenen Neigungen des Publikums nur teilweise bestimmte, selbständige, sich selbst bestimmende sind; für einen großen Teil handelt es sich um eine bestimmbare, verleitbare Masse von unklaren Wünschen, denen gegenüber sehr viel davon abhängt, in welche Hände sie geraten. Diese bestimmbare Masse zum Vernünftigen zu lenken durch den sanften Druck, den die Thatsache nützlicher Veranstaltungen, die Sitte ihres Gebrauchs ausübt — das ist die Aufgabe. Es kommt gewiß immer wieder vor, daß thörichte Spekulationen gemacht werden nach dem eigensten Willen des einzelnen Privaten, ohne Verlockung des Bankiers, ja unter Widerspruch eines rechtschaffenen Bankiers. Hier kann nicht geholfen werden; hier steht das unverrückbare Maß persönlicher Freiheit im Wege, welches der Mensch im heutigen Staate fordert, und die Gesetzgebung muß sagen: sibi habeat. Aber so ist es wohl nicht in der Mehrzahl der Fälle. Für diese soll man es mit positiven Veranstaltungen versuchen.

## XX.

Wir haben früher gesehen: die unterste und breiteste Schicht der besitzenden Bevölkerung soll überhaupt vor börsenmäßigen Wertpapieren bewahrt werden. Sie bildet das Publikum der Spar-

fassen. Sie dazu zu zwingen, giebt es kein vernünftiges Mittel; sie von den Börsenpapieren und Börsenspekulationen durch Zwang abzuhalten, ebenso wenig. Aber eben weil hier nur mit gelinderen Maßregeln eingegriffen werden kann, soll man auf die eine oder die andere allein sich nicht verlassen. Strafparagraphen gegen Ausbeutung der Unerfahrenheit und des Leichtsinns, Börsendisziplinarstrafen gegen Verleitung, Reklame, Agenten u. dgl. sind gern zu empfehlen. Was sie leisten werden, wie weit sie reichen werden, ist zunächst ganz ungewiß. Eine Ergänzung durch vorbeugende Maßregeln, welche ihrerseits darauf ausgehen, daß jenen repressiven Mitteln möglichst wenig Gelegenheit zur Wirksamkeit gegeben werde, ist jedenfalls dringend zu wünschen.

Und da darf wohl die Behauptung aufgestellt werden, daß die erste Aufgabe ist, eine möglichst große Zahl von kleinen Kapitalbesitzern an die Sparkassen zu fesseln. Es muß einleuchten, daß die Größe dieser Zahl durch die Anstrengungen beeinflusst wird, die für die Ausbildung des Sparkassenwesens gemacht werden. Je bereiter, entgegenkommender, allgegenwärtiger die Sparkassen eingerichtet sind, um so größer wird ihre Anziehungskraft sein. Vor einer Reihe von Jahren (1885) hat bekanntlich unsere Reichsregierung die Reform des deutschen Sparkassenwesens in die Hand genommen. Der damalige Entwurf blieb liegen angesichts des Widerstandes mancher ökonomischer und politischer Schwierigkeiten. Es ist keineswegs ausgeschlossen, daß er in absehbarer Zeit wieder aufgenommen werden wird. Es mag wahr sein, daß die bestehenden Einrichtungen des deutschen Sparkassenwesens nicht ebenso reformbedürftig wie diejenigen sind, welche in den anderen Ländern zur Einführung der Postsparkassen geführt haben (Großbritannien 1861, Belgien 1870, Italien 1876, Niederlande 1880, Frankreich 1882, Österreich 1882, Ungarn 1885, Rumänien 1880, Schweden 1884, Japan 1875) — eine Reform von so großem internationalen Einklange pflegt für jedes einzelne Land der heutigen Völkerfamilie und ihrer Kulturaufgaben einige typische Bedeutung zu haben.

Jedoch wenn ihre gänzliche Bedeutungslosigkeit für das Sparkassenwesen Deutschlands bewiesen wäre, die Reformbedürftigkeit desselben ist von niemandem widerlegt, auch nicht einmal geleugnet worden. Zu den verschiedenen Punkten der Reform gehört derjenige, der uns hier vorzugsweise angeht. Die Einrichtungen der meisten deutschen Sparkassen gehen darauf aus, nur die kleinsten Summen anzuziehen und festzuhalten; etwas größere Beträge wollen sie nicht haben

und verweisen sie auf anderweitige Anlagegelegenheit. So waren unter den 436 623 Einlagen, welche im Jahre 1888 bei den städtischen Sparkassen von Berlin gemacht wurden, nur 1172, welche über 300 Mark hinausgingen<sup>1</sup>. Es ist eine Minderzahl von Sparkassen, welche größere Kapitaleinlagen aufzunehmen bereit und gewohnt ist. Ein Beispiel ist die Sparkasse des (vormaligen) Amtes Göttingen, bei welcher der durchschnittliche Betrag des Guthabens im Jahre 1892 sich auf 849 Mark belief. Diese Sparkasse, gleich mancher anderen, zieht thatsächlich gar keine Schranke. Die entgegengesetzte Einrichtung bei der Mehrzahl der Sparkassen entspringt der Absicht, die Wohlthat des relativ hohen Zinsfußes auf die eigentliche Sphäre der kleineren Spareinlagen zu beschränken. Man bleibt im Einklange mit dieser Absicht, wenn für größere Einlagen der Zinsfuß dem Darlehnsmarkte entsprechend niedriger normiert wird.

Dicht daneben liegt der Weg, der mehrfach schon durch die Praxis einzelner Sparkassen (gleich dem eben genannten) betreten ist, der aber auch bereits abführt von der strengen Grenze des eigentlichen Sparkassenwesens — es werden Wertpapiere von erster Sicherheit für Rechnung des Sparkassengläubigers angekauft, sobald die Höhe des Guthabens die vorgeschriebene Schranke überschreitet. Hier ist eben zu unterscheiden zwischen den verschiedenen Schichten, um die es sich handelt. Die große Mehrzahl derer, die einige tausend Mark, und weniger, zinsbar anzulegen haben, also die weitaus breiteste Schicht derer, die etwas besitzen, soll man am liebsten von dem Wertpapierbesitz, selbst dem allersolidesten, fern halten. Es ist gewiß nicht die Aufgabe von Sparkassen und ähnlichen gemeinnützigen Instituten, sie damit bekannt zu machen. Auch das beste Wertpapier ist Kurschwankungen, zeitweise großen Kurschwankungen, unterworfen. Diese Erscheinung allein (an sich ja nur die Manifestation dessen, was in anderen Formen immer da sein muß) in ihren unmittelbaren und mittelbaren Wirkungen, macht diese Art der Kapitalanlage für die kleinsten und der Mehrzahl nach urteilslosesten Kapitalisten ungeeignet.

Die viel engere Schicht des mittleren Kapitalbesitzes, von etlichen tausend zu hunderttausend Mark und weiter hinauf, lehnt sich an gesellschaftliche Verhältnisse an, die im ganzen mit größerer Einsicht von diesen Dingen ausgestattet sind. Sie birgt die Mehrzahl der

<sup>1</sup> Bericht über die Gemeindeverwaltung der Stadt Berlin in den Jahren 1882—1888. Dritter Teil. Berlin 1890. S. 91.



Gläubigerschaft des heimischen Staatskredits, der ländlichen und städtischen Pfandbriefinstitute, der üblichen börsenmäßigen und hypothekariſchen Kapitalanlagen, die mit leichter Überſehbarkeit die Eigenschaft der beſten Sicherheit verbinden. Sie hat in unſerer Zeit eine ausgebreitete Gewöhnung für Wertpapiere, und was damit zuſammenhängt, erworben. Dieſe Gewöhnung hat die nahe liegenden Gefahren im Gefolge gehabt. Man erzählt von dem holſteinischen Bauern, der ſo viele Jahre ſein Geld im Strumpf oder beim Rentmeister verwahrt gehalten hatte, kaum aber daß er Börsenpapiere kennen lernte, auch gleich die allergefährlichſten bevorzugte. Das iſt nicht die Regel geweſen; ſo plötzlich iſt es nicht gekommen; aber unter dem Einfluß der Verlockungen und Anpreisungen iſt das allmählich immer öfter geſchehen. Einzelne Beiſpiele des Kapitalgewinnes, zumal aber der Reiz höherer Zinsrente, obenein der Rückgang des Zinſes für ſichere Kapitalanlagen, haben immer häufiger Anlaß gegeben, die ſicheren Wertpapiere mit unſicheren zu vertauſchen, oder richtiger ausgedrückt, die kleinere Gefahr des Kapitalverlustes gegen die größere Gefahr einzutauſchen, um die höhere Verſicherungsprämie zu genießen.

Es iſt unmöglich, ſie davon durch öffentliche Einrichtungen abzuhalten. Es iſt ebenſo verkehrt zu behaupten, daß aus dieſem Grunde ſich gar nichts für ſie thun laſſe. Es werden immer Mißbräuche auch von dieſer Gattung übrig bleiben; wie groß ſie ſind, wie weit ſie überwiegen, wird weſentlich davon abhängen, ob es gelingt, ob man ſich die Mühe giebt, die große beſtimmbare Maſſe der thörichten Neigungen zu beeinflussen. Neben dem, was wir kennen, gehört hierzu die planmäßige Fürſorge für reine Zwiſchenhände, welche den Verkehr in Wertpapieren mit dem Publikum beſorgen.

Die Vorſchläge der Kommiſſion beſchränken ſich darauf, zu empfehlen, „daß an denjenigen Orten, an welchen durch das Bankgewerbe für die rechtſchaffene Vermittlung der Kapitalsbelegung nicht ausreichend geſorgt iſt, durch öffentliche Kaſſen (Sparkaſſen, Poſtanſtalten) eine ergänzende Thätigkeit entwickelt werde.“ Den weitergehenden Wünſchen einer Minderheit ſchwebte das Ziel vor, die Wirksamkeit öffentlicher Inſtitute, die biſher ſchon in teilweise erfreulichen Anfängen beſteht, für den gedachten Zweck weiter auszubilden, um für die große Zahl urteilsloſer Kapitaliſten eine zuverlässige Gelegenheit zur Vermittlung ihrer Geſchäfte zu gewähren.

Für Perſonen, die nicht im ſtande ſind, die Vertrauenswürdigkeit der verſchiedenen Handelshäuſer zu beurteilen, die blind in die Falle



laufen, welche ihnen gelegt wird, ist es eine Wohlthat, wenn sie daran gewöhnt werden, daß ihnen innewohnende und bewährte Vertrauen zu dem Reichs- und Staatswappen auch für diese Geschäfte zu brauchen. Wie sie ohne Bedenken der Reichspost jede Beforgung zumuten dürfen und zumuten gewohnt sind, wie diese große öffentliche Anstalt für sie das Schutzmittel gegen allerhand Täuschungen und Veruntreuungen ist, die sie im privaten Verkehr erleben würden — so soll etwas analoges auch für dieses Gebiet geschaffen werden. Nur, daß an ein Monopol öffentlicher Anstalten für unsren Zweck nicht gedacht wird.

Wenn das private Bankgewerbe darin eine Gefahr für seine eigne Existenzfähigkeit sieht<sup>1</sup>, so soll es Recht haben in dieser Beforgnis, sofern die existenzunwürdigen Unternehmungen dadurch bedroht werden. Denn es soll sich um einen Kampf streng rechtlicher Geschäftsgrundsätze gegen die vertrauensunwürdigen Praktiken handeln, die — wie im Grunde niemand bezweifelt — heutzutage weit verbreitet sind. Die nicht geringe Zahl anständiger Geschäftsleute wird kaum etwas von der neuen Konkurrenz zu fürchten haben. Soweit es dennoch der Fall ist, muß (wie so oft in anderen Verhältnissen) das kleinere Interesse dem größeren Interesse weichen. Inzwischen ist die Gefahr viel größer, daß die eigentümlichen Vorzüge des privaten Bankgewerbes im guten und im schlimmen den öffentlichen Instituten die Konkurrenz erschweren. Wenigstens so lange mit diesem letzteren bureaukratische Steifheit und Ungeschicklichkeit als wesentliche Eigenschaft verknüpft ist. Ein principieller Gegensatz ist allerdings durchaus nicht anzuerkennen. Insbesondere auch in dem Verhalten nicht, welches die öffentlichen Beamten einerseits, die privaten Bankiers und ihre Angestellten andererseits bei den Ratschlägen für ihre Kunden befolgen. Was ein vorsichtiger, gewissenhafter, taktvoller Bankier in dieser Hinsicht zu verantworten und was er segensreiches durch Warnung und Belehrung zu leisten vermag, das kann ein öffentlicher Beamter auch. Aber der Eispunkt der bureau-

<sup>1</sup> Ein Mann, welcher nicht geneigt ist, die Sphäre öffentlicher Thätigkeit unnötig zu erweitern, der vielmehr als ein hauptsächlichlicher Vertreter der individualistischen Wirtschaftspolitik gilt, Ludwig Bamberger, erklärte in einem der Börsenreform gewidmeten Aufsätze der Wochenschrift „Nation“ (17. September 1892) im Sinne meiner obigen Ausführungen, die bereits in dem früheren Aufsätze (zuerst in der Deutschen Rundschau, Jahrgang 1891) angedeutet waren: „öffentliche Anstalten, die Reichsbank, können hier abhelfen.“ Er sagt das da, wo er von dem Vertrauensmißbrauch der privaten Bankhäuser redet.

kratischen Schablone, der bloße Nullpunkt des Verhaltens zum Publikum ist freilich leichter zu bestimmen und leichter einzuhalten.

Auch ist das alte Schlagwort, womit man die Entfaltung staatlicher Tätigkeit zu widerlegen gewohnt ist, von der Verantwortlichkeit, die der Staat nicht auf sich nehmen dürfe, ebenso wohl principiell wie thatsächlich für den gegebenen Fall nichts beweisend. Principiell — weil ohne Übernahme von Verantwortlichkeit es überhaupt keine staatliche Thätigkeit gäbe: nur daß man die Verantwortlichkeit für die gewohnte Sphäre staatlicher Thätigkeit, mag sie noch so schwer sein, oft mit sehr leichtem Herzen trägt. Ich deute etwa auf die herkömmliche Thätigkeit unseres Beamtentums in Gericht und Verwaltung und auf die unerschütterliche Gleichgültigkeit, mit der alle Mahnungen an die Verbesserung seiner Qualifikation entscheidenden Orts hingenommen werden. Aber auch in dem besonderen Gebiet ist das Schlagwort thatsächlich widerlegt. Eine große Verantwortlichkeit hat vor Jahren die Reichsbank und die Reichsregierung auf sich genommen, als sie die Beleihungsfähigkeit der russischen Staatsanleihen aufhob; sie hat einen schweren Schaden den inländischen Gläubigern zugefügt — die Verantwortlichkeit dafür ist weder vorher noch nachher in Frage gestellt worden. Diese war etwas selbstverständliches, zumal für die äußere Geschäftsroutine; denn sie erfolgte in den Formen des bürokratischen Mechanismus. Aber das viel Kleinere, weil es diesen mechanischen Charakter nicht hat, erregt Besorgnis.

Bei der Frage, welche jener Institute es sein sollen, denen die hier angeregte Wirksamkeit zu übertragen ist, entstehen manche Zweifel. Den Sparkassen gegenüber möchte eine öffentliche Einwirkung schwierig sein, die sie zur Entwicklung des neuen Geschäftszweiges veranlaßt, daneben würden die sachlichen Bedenken aufsteigen, von denen oben die Rede gewesen ist. Eine örtliche Unterscheidung, ob ein Bedürfnis zur Ergänzung des Bankgewerbes vorhanden ist oder nicht, dürfte ihre eignen Schwierigkeiten haben. Das letztere gilt auch für eine Entwicklung der Reichspostanstalten im Dienste des neuen Geschäftszweiges. Andererseits deuten die Erfahrungen der andren europäischen Staaten (und grade Großbritanniens) darauf hin, wie die Post immer mehr Spar- und Bankgeschäfte an sich zieht. Es kommt wesentlich darauf an, ob und wann das Beispiel des Auslandes im Deutschen Reich Nachfolge finden wird.

Das wichtigste Institut in Deutschland, welches sich bereits auf unfrem Wege befindet, ist die Reichsbank. Vom Standpunkte derjenigen Arbeitsteilung des Bankwesens, welche in England längst

sich durchgesetzt hat, müßte man es beanstanden, daß ein Central-Zettelbankinstitut zugleich für diesen Zweig des Bankgeschäfts dienen soll. Thatsächlich dient sie ihm zufolge den Bestimmungen des Gesetzes über die Reichsbank. Und weil man bei einer Reform immer am besten an das Gegebene anknüpft, so würde eine weitere Ausbildung der vorhandenen Thätigkeit ins Auge zu fassen sein. Wie das zu machen ist, was hier zu geschehen hat, das würde sich sehr bald finden, sobald der gute Wille dafür vorhanden wäre.

## XXI.

Die Aussagen der Geschäftsleute über die wünschenswerte Gestaltung des Kommissionsgeschäfts und die dazu dienenden Vorichtsmaßregeln pflegen zu betonen, daß die Hauptsache die richtige Auswahl eines rechtschaffenen Bankhauses sei, daß man diese und andere Eigenschaften erfahrungsmäßig erproben müsse an dem Vergleiche ihrer Leistungen und danach seine Wahl treffen.

In seinen Grenzen ist das gewiß richtig, es ist ebenso richtig wie die allgemeine Behauptung, daß die Wachsamkeit des eignen Interesses im wirtschaftlichen Verkehr die beste Schutzmaßregel sei. Die Grenzen liegen hier wie sonst in der Voraussetzung, daß die erforderliche Wachsamkeit im gegebenen Falle vorhanden sei. Für die eigentlichen Geschäftstreibenden, für die berufsmäßigen Kaufleute trifft es zu. Nur wird auch für diese — neben jener hauptsächlich Schutzmaßregel — ein hinzutretender Schutz der Gesetzgebung zu wünschen sein, weil die Fälle des Vertrauensmißbrauchs, welche gleichsam die Unkosten der zu erwerbenden Erfahrung bilden, möglichst eingeschränkt werden sollen, weil die Qualität der die Aufträge ausführenden Geschäftshäuser in mannigfachen Abstufungen der Zuverlässigkeit namentlich eine Mittelschicht von solchen Persönlichkeiten enthält, denen eine Stütze ihrer Gewissenhaftigkeit nützlich ist. Hierzu kommt, daß für eine große Zahl von Aufträgen nicht die Wachsamkeit und die Urteilsfähigkeit vorhanden ist, sondern die Vertrauensseligkeit und Urteilschwäche von geschäftsunkundigen Menschen.

Hier tritt uns eine allgemeinere Schwierigkeit entgegen, die wir schon kennen gelernt haben, — die eigenartige Entwicklung des deutschen Bankgewerbes. Ihr Grundzug und ihr Grundfehler ist der Mangel an Teilung der Geschäftszweige. Der Name selber beweist das. In Deutschland versteht man unter „Bankier“ und

„Bankgeschäft“ alles mögliche (selbst wenn man nicht so weit geht, wie der Berliner Sprachgebrauch, der daraus einen Titel macht für alle Geschäftsleute, die noch nicht Kommerzienrat sind). In England ist schon der Name „Bank“ auf einen ganz besondern Geschäftsbetrieb eingeschränkt — Zettelbank, Depositenbank. Ein Emissionsinstitut ist keine Bank, die Vermittlung für Ein- und Verkauf von Wertpapieren hat ebenso wenig diesen Namen. In der That ist der Geschäftsbetrieb dieser drei Kategorien ebenso von einander getrennt wie deren Namen. Ein Londoner Emissionsinstitut kommt nicht in die Lage (wie ein Berliner Emissionsinstitut es zu thun gewohnt ist), daß es zum Ankauf seiner neu emittierten Wertpapiere seine gesamte Kundschaft durch Rundschreiben anreizt; das Londoner Institut hat solche Kundschaft gar nicht. In Deutschland ist die Verbindung des Kommissionshandels mit dem Eigenhandel so herkömmlich und, wie es zur Zeit noch scheint, so unauflöslich, daß sowohl das Allgemeine deutsche Handelsgesetzbuch das Recht des „Selbsteintritts“ statuiert, wie auch die neueste Reform daran festzuhalten sich genötigt sieht.

Damit ist die Wurzel verdorben. In fremdem Auftrage handeln und im selben Augenblick für das eigne Interesse handeln, so daß der Auftraggeber der Gegenpart ist — das ist eine Verkoppelung von zweierlei, was nicht zusammengehört. Das ist aber bei uns der tatsächliche Untergrund, auf dem die Gesetzgebung ihr Heil versuchen muß.

Die Vorschläge der Reichs-Enquete-Kommission unternehmen den Versuch; sie wollen die Ausführung von Börsenaufträgen festeren Schranken unterwerfen, indem sie die Pflichten des Kommissionärs verschärfen. Dem Kommittenten soll der Anspruch auf die Berechnung eines günstigeren Preises als des in Rechnung gestellten zustehen, wenn er nachweist, daß der Auftrag zu einem solchen günstigeren Preise hätte ausgeführt werden können, oder daß der Kommissionär selber zu einem solchen günstigeren Preise mit einem Dritten abgeschlossen hat. Namentlich aber soll der Kommissionär verpflichtet werden, ein besonderes Buch zu führen, in welches die einzelnen Aufträge und die behufs Ausführung derselben abgeschlossenen Geschäfte mit Angabe des Preises und des dritten Kontrahenten einzutragen sind. Aus diesem Buche soll zu ersehen sein, welche Geschäfte für Rechnung der Auftraggeber abgeschlossen sind, welche Geschäfte durch Kompensation mit anderen Aufträgen erledigt sind, zu welchem Preise bei den einzelnen Geschäften der Selbsteintritt stattgefunden hat. Die Vorlegung dieses Buches darf der Auftraggeber als Beweismittel im Falle eines Rechtsstreites verlangen.

Die Kommission ging davon aus, daß die Scheidung der Geschäftszweige, die in England sich thatsächlich entwickelt hat, sich bei uns nicht durch Gesetz erzwingen lasse<sup>1</sup>. Eben deshalb sei es des Versuches wert, auf eine Einschränkung jener mißbräuchlichen Vermischung von eignen Spekulationen und der Ausführung fremder Aufträge hinzuwirken dadurch, daß die Gesetzgebung den Kommissionär nötige, sich täglich Selbstzeugnisse auszustellen über das Verhältnis dieser beiden Hälften seines Geschäftsbetriebes — Selbstzeugnisse, die er bereit sein müsse, als Beweismittel vorzulegen.

Es ist außerdem eine Ergänzung des Strafgesetzbuchs beantragt, welche den Begriff der „Untreue“ auch auf dieses Verhältnis ausdehnt<sup>2</sup>.

## XXII.

Hiermit glaube ich den wesentlichen Inhalt des Berichts und der Vorschläge der Reichskommission für die Börsenreform erörtert zu haben. Ich habe mich thunlichster Kürze beflissen, habe auch

<sup>1</sup> Sehr bemerkenswerte Vorschläge in dieser Richtung von dem Rechtsanwalt Dr. Julian Goldschmidt, Zur Reform des Bank-Depot-Wesens. Veröffentlichungen des Berliner Anwalt-Vereins. Heft 1, 1892. Ferner von demselben: Gutachten für die Verhandlungen des XXII. Deutschen Juristentages. Bd. I, 401—430. Dr. Goldschmidt will das Geld-Depositengeschäft an gewisse Normalbedingungen binden; wer sich öffentlich als Geld-Depositenempfänger geriert, soll verpflichtet sein, periodisch seinen Vermögensstatus zu veröffentlichen, d. h. das zu thun, was heute schon die Notenbanken thun, was jährlich alle Aktiengesellschaften thun. Die Folge würde sein, daß die lichtscheuen Existenzen im Bankgewerbe es vorziehen, auf diesen Geschäftszweig zu verzichten, und daß die Kundschaft sich von diesen abwenden würde. Ähnlich soll sich in dem Effekten-Kommissionsgeschäft die Sache gestalten. Die erworbenen Rechte der bestehenden Bankunternehmungen sollen nicht angetastet werden; aber für die Zukunft soll das Gesetz anordnen, daß niemand sich als Bankkommissionär aufthun dürfe, der nicht die rechtsbindende Erklärung abgibt, daß er keinerlei Geschäfte für eigne Rechnung betreiben will. Allmählich werde diese Scheidung durchdringen, die vorhandenen Bankiers von solider Geschäftsgebarung werden keinen Anstand nehmen, sich auf den Boden der neuen Ordnung zu stellen, die nur bestätigt, was sie freiwillig längst gethan haben; sie werden das öffentlich bekannt machen, es wird als ein wirksames Mittel des Wettbewerbes sich erweisen. Andere werden folgen und so wird die neue Sitte sich allmählich einbürgern.

<sup>2</sup> „Personen, welche gewerbemäßig von dritten Personen Aufträge zum Abschluß von Rechtsgeschäften übernehmen, sind wegen Untreue (Strafgesetzbuch § 266) zu bestrafen, wenn sie absichtlich und um sich einen rechtswidrigen Vermögensvorteil zu verschaffen, zum Nachteil ihres Auftraggebers handeln.“

meine abweichenden Ansichten nur selten breiter zu Worte kommen lassen. Wenige Worte noch zum Schluß.

Unsere Erörterung ging davon aus, daß wir in der Niederlegung der Reichs-Enquete-Kommission für die Vorbereitung einer Börsenreform die Erfüllung eines lange geäußerten Wunsches begrüßten, von der Ansicht geleitet, welche die Gewöhnung an ein Verfahren dieser Art im Dienste der großen Tagesfragen als ein Stück der regelmäßigen Lebensäußerungen in dem heutigen Staate betrachtet. Solche Kommissionen befreien die Debatten über politische und sociale Streitfragen von der Masse störender Elemente, die ihnen in den sonstigen Formen des öffentlichen Lebens (zumal im heutigen Deutschland) anhaftet. Aus der demagogischen Behandlungsweise der Volksversammlungen, der Wahlagitationen, der Parlamente und ihrer Fraktionen, nehmen sie die Probleme heraus und führen sie in einen engen Kreis von Männern, deren Beschaffenheit und deren kleine Zahl ganz von selber den verunreinigenden Beisatz ausschleibt. Der Gesetzgebung und ihrer Vorbereitung geben sie eine Unterlage, die ihren festen Kitt darin hat, daß die verschiedensten Gegensätze der Interessen und Meinungen hier sich an einander gemessen haben, und daß alles Wesentliche gesagt ist, was zur Sache gehört.

Die erheblichen Lücken, die solch' ein Verfahren immer haben muß, so lange es nicht zur ständigen Einrichtung und Gewohnheit geworden ist<sup>1</sup>, können überwunden werden und müssen überwunden werden durch eine Reihe erneuter Versuche. Daß unsere Reichsregierung entschlossen ist, auf diesem Wege fortzufahren, zeigt sich eben in den letzten Tagen, da sie eine neue Untersuchung über eine wirtschaftliche Streitfrage veranlaßt hat, der vielleicht nicht beschieden sein konnte, wesentlich neues ans Licht zu fördern, aber doch wohl dieses, aufklärend, beruhigend, mäßigend zu wirken in dem aufgewühlten Parteiwesen der wirtschaftlichen Gegensätze.

<sup>1</sup> Wie weit diese Anfänge von dem Ziele noch entfernt sind, kann man etwa daraus entnehmen, daß man die gegenwärtigen Publikationen der königlichen Labour-Commission, die seit mehreren Jahren in England thätig gewesen ist, damit vergleicht; daß man unter anderem den kürzlich (als ein relativ kleines Stück derselben) erschienenen Band über die Arbeiterzustände in Deutschland, von dem ständigen Sekretär der königlichen Kommission, vergleicht mit den entsprechenden Mitteilungen unserer Börsenkommission über die englischen Börsen. Das thun die praktischen Engländer. Bei uns gilt zur Zeit so etwas noch als ein Interesse der bloßen Theorie. Nur in einem Punkte haben wir das Höchste erreicht — in dem Preise, den man für den buchhändlerischen Vertrieb der Materialien festgesetzt hat. In England würde er etwa den fünften Teil betragen.



Bei einem Streitobjekte wie dem der Börsenreform, von so umfassenden Fragen, so verschiedenartigen Gesichtspunkten, einem Objekte, das so verwirrt ist durch Haß und Günst der Parteien, dem eine so ungewöhnliche Masse von souveränem Dilettantismus sich gewachsen fühlt — da darf man nicht glauben, daß mit jener Vorarbeit alles gethan sei; aber noch viel weniger darf man erwarten, daß ihr der Beifall gewiß sei. Der Bericht war noch gar nicht veröffentlicht, da erklärte bereits im Reichstage ein konservativer Redner, der Berg habe eine Maus geboren. Und es dauerte keinen Tag, nachdem das Ergebnis an der Berliner Börse bekannt geworden war, daß sich ein Sturm der Entrüstung gegen einen Vorschlag der Kommission erhob (das Warenterminregister), der wahrlich nicht geeignet ist, ein rechtschaffenes Interesse der Börse zu kränken, von dem man eher fürchten muß, daß er zu wenig wirken wird; gegen einen Vorschlag, der von der großen Mehrzahl der Kommission (17 gegen 4 Stimmen) befürwortet worden ist, darunter den beiden Vertretern der Berliner Börse, die in der Wahrung der Börseninteressen von Anfang bis zu Ende ihre Schuldigkeit vollaufgethan haben. Das aber sind nur kleine Stichproben von dem, was weiterhin zu erwarten ist, was im Grunde gar nicht anders zu erwarten war.

Wer etwas auf dem Wege der socialen, der wirtschaftlichen, der finanziellen Reformen vor sich bringen will, muß zu solchen Anklagen lächeln und schweigen. Ihnen genug zu thun, ist unmöglich. Gewiß wird sich über vieles Einzelne streiten lassen; es ist nicht ausgeschlossen, daß die Erörterung des veröffentlichten Materials in Zeitungen, Zeitschriften, Versammlungen sachkundiger Männer u. s. w. erhebliche Verbesserungen herbeiführt. Über die meisten Einzelheiten war man im Schoße der Kommission selber verschiedener Ansicht, und ich habe davon mehrere Beispiele geliefert. Eine Mehrheit der Kommission als solche hat gar nicht existiert, weil bei jeder Hauptfrage eine andere Mehrheit sich bildete — davon nicht zu reden, daß die numerische Anwesenheit der Mitglieder bei den Beratungen eine schwankende war. Indessen diese Dissense sind etwas ganz anderes als die Kluft der Gegensätze, die sich aufthut zwischen dem hartgesottenen Börsenmann und dem agrarischen Heißsporn.

Geht die Reichsregierung ruhig ihren Weg voran, gestützt auf die ihr jetzt von der Kommission vorgelegten Arbeiten, so wird sich allmählich die Kluft verengen. Die Börse namentlich wird, wie so oft, der Aufwallung des einen Tages die größere Kühle des anderen



Tages folgen lassen. Sie wird — das ist meine Überzeugung — auch an diesem Opfer nicht zu Grunde gehen. Im Gegenteil.

Eine Erwägung giebt es, welche heut leicht in alle Gesetzesmaßregeln der socialen Reform hineinspricht — es ist die Frage der internationalen Konkurrenz. Man kennt sie auf dem Gebiete der Arbeiterschutzgesetzgebung; man weiß, daß sie bereits zu epochemachenden Versuchen internationaler Verständigung geführt hat. Es ist wirklich ein ernsthaftes Bedenken, ob man nicht durch Einschränkung oder Belastung der Börsenthätigkeit die Mitwerbung der ausländischen Börsen unter günstigere Bedingungen stellt, daß man den Wettkampf auf dem Weltmarkte zu Ungunsten des einheimischen Erwerbslebens beeinflusst. Es ist richtig, daß auf diesem Gebiete, wie auf jenem anderen, die Idee eines internationalen Verwaltungsrechts aufsteigt, so weit ab die Wirklichkeit derselben von der Gegenwart liegen mag. Jedoch wir beruhigen uns dabei, daß in den Vorschlägen unserer Kommission kaum solche Gefahren schlummern. Das hierfür besonders in Betracht kommende Kapitel des Emissionswesens ist mit so vorsichtiger Hand angefaßt worden, daß ich meinerseits gern ein wenig mehr Strenge gewünscht hätte. Ich glaube auch, daß die Erlebnisse der neuesten Zeit an den ausländischen Wertpapieren so bedauernswert für die deutschen Emissionsinstitute, zumal aber für die deutschen Gläubiger gewesen sind, daß in dem einen oder anderen Stadium der Gesetzgebung sich Neigung zeigen wird, etwas mehr Strenge zu fordern. Und ich bezweifle, daß von einem solchen kleinen Mehr an Strenge der üblichermaßen prophezeite Ruin erfolgen würde.

Nicht gerade ebenso ernsthaft sind die anderen Erwägungen, die durch den rednerischen Apparat der Geschäftsleute uns ans Herz gelegt werden, die in den Verhandlungen mit den Sachverständigen der Börse immer wiederkehren und vielfach die Mitteilung belehrender Erfahrungen ersetzen müssen. Es sind die Sätze, die den Sonntagsstaat des praktischen Mannes bilden; er zieht ihn an für solche Gelegenheiten; er widerlegt damit den Mann der bloßen Theorie; er weiß zu wenig von der Theorie, um zu ahnen, daß sein Sonntagsstaat aus den abgelegten Kleidern der Wissenschaft gemacht ist. Ich greife ein Beispiel heraus — einen Grundsatz, der sehr alt und doch falsch ist. Der Schutz der Gesetzgebung lullt den Bürger in thörichte Sicherheit, so behauptet er. Wenn er wahr wäre, müßte man an den Gassen Berlins, um die Unfälle des Straßenverkehrs zu beseitigen, die Schutzmäner fortnehmen. Der Satz ist nicht wahr, weil die psychologische Prämisse falsch ist. Alle Staaten, das Fabelland der wirt-

schastlichen Ungebundenheit vorne an, sehen sich heute von Jahr zu Jahr mehr getrieben, auf allen Gebieten ihrer Volkswirtschaft mit schützenden Maßregeln einzugreifen. Nicht weil sie den hohen Wert der individuellen Freiheit und Verantwortlichkeit verkennen, nicht weil sie diesem oder jenem Gebiete ihres Erwerbslebens die Vormundschaft der Kindheit oder das Odium besonderer Polizeimaßregeln auferlegen möchten, sondern weil in den Schwierigkeiten und Verwickelungen der heutigen erwerbenden Gesellschaft nur mit mühseligen Korrekturen der Staatsordnung jene Harmonie der Interessen herzustellen ist, von welcher eine verschollene Doktrin träumte, daß sie aus dem natürlichen Laufe der Dinge von selber entspringe.

### XXIII.

Seit die voraufgehenden Blätter zum erstenmal veröffentlicht wurden, ist nahezu ein Jahr verflossen. Die Arbeiten, welche auf Grundlage des durch unsere Kommission gewonnenen Stoffes und der daraus hervorgegangenen Reformvorschläge einen Gesetzentwurf vorzubereiten haben, scheinen sich ihrem Ende zu nähern, und in der Thronrede, mit welcher der Reichstag diesmal eröffnet wurde, ist die Hoffnung ausgesprochen worden, daß noch in der gegenwärtigen Session die verbündeten Regierungen instande sein werden, die zur Reform der Börse bestimmte Vorlage an den Reichstag gelangen zu lassen.

Nach der Niederlegung der Reichs-Enquete-Kommission ist öfters behauptet worden, die Thatsache der Kommission allein habe einen günstigen Einfluß auf die Zustände der Börse, insbesondere der Berliner Börse, ausgeübt. Es ist gewiß nicht leicht, zu entscheiden, ob jene Behauptung begründet war. An sich würde solch ein Erfolg ja der wünschenswerteste sein, der in dem Bereiche der ganzen Angelegenheit herbeigeführt werden konnte. Aber immer bleibt daneben für die Maßregeln der Gesetzgebung und der Staatsverwaltung vielerlei zu thun. Die günstige Disposition der beteiligten Börsenkreise könnte freilich die Reform erleichtern. Leider ist nun das, was wir in der letzten Zeit erlebt haben, nicht eben eine Ermunterung zu solchen Erwartungen. Man hat einzelne Reformvorschläge der Kommission und die unsicheren Gerüchte über deren Behandlung in dem neuen Gesetzentwurfe mit einer Empfindlichkeit, ja mit einer Leidenschaftlichkeit aufgenommen, welche aus den unverständigen An-

griffen gegen die Börse, die neuerdings Sitte geworden sind, sich wohl verstehen, aber nicht rechtfertigen lassen. Übertreibungen dieser Art, welche in jeder Reformmaßregel eine Ehrentränkung der Personen und den Ruin der Geschäfte sehen, werden den Interessenten in den Augen besonnener Leute nur schaden. Man wird sich sagen, daß es nicht der Mühe wert sei, eine Verständigung mit solcher Gegnerschaft zu suchen. Man wird über den Lärm zur Tagesordnung übergehen, in der Überzeugung, daß es in erster Reihe von dem Einflusse der besseren Elemente der Börse selber abhängen muß, ob die Reform der Börse Maßregeln für die Börse oder gegen die Börse bedeuten soll.

So ist es kein gutes Zeugnis, das sich die Berliner Börse in den letzten Tagen ausgestellt hat durch die Wahlniederlage, die sie den beiden Mitgliedern ihres Vorstandes bereitet, welche als Vertreter der Berliner Börsenkaufmannschaft in die Reichs-Enquete-Kommission berufen worden waren. Es ist kein gutes Zeugnis, daß sich die Verblendung gegen den hervorragenden Mann an der Spitze der Berliner Kaufmannschaft gekehrt hat, der nichts anderes begangen, als bei der weitestgehenden Vertretung seiner Interessensphäre in den Verhandlungen der Kommission ein sehr bescheidenes Maß von Reformen zuzugestehen. Die in solchen Handlungen bewiesene Gesinnung und Urteilsfähigkeit der Börseninteressenten ist dazu angethan, den jetzt durch die entscheidenden Instanzen gehenden Gesetzentwurf eher zu verschärfen als zu mildern.

# Mitglieder

der

## Reichs-Enquete-Kommission.

---

1. Dr. jur. Koch, Wirklicher Geheimer Rat, Präsident des Reichsbank-Direktoriums, Mitglied des preussischen Herrenhauses und Kronsyndikus, Vorsitzender. Berlin.
2. Gamp, Geheimer Ober-Regierungsrat und vortragender Rat im Ministerium für Handel und Gewerbe, Mitglied des Reichstags, Stellvertreter des Vorsitzenden. Berlin.
3. Graf von Arnim, Legationsrat und Rittmeister a. D., Mitglied des Reichstags. Muskau (Oberlausitz).
4. von Auer, Justizrat, Reichsrat der Krone Bayern. München.
5. Graf von Behr, Landrat, Mitglied des Reichstags und des Abgeordnetenhauses. Greifswald.
6. Dr. Gust. Cohn, ordentlicher Professor der Staatswissenschaften an der Universität und ordentl. Mitglied der Königl. Gesellschaft der Wissenschaften zu Göttingen.
7. Dr. jur. von Cuny, Geheimer Justizrat, ordentlicher Honorarprofessor der Rechte und Mitglied der Hauptverwaltung der Staatsschulden, Mitglied des Reichstags und des Abgeordnetenhauses. Berlin.
8. Dissené, Geheimer Kommerzienrat, Königl. belgischer Konsul, Mitglied der Badischen Ersten Kammer, Vorsitzender der Handelskammer. Mannheim.
9. Fehling, Senator der Freien und Hansestadt Lübeck.
10. Frenzel, Geheimer Kommerzienrat, Präsident des Ältesten-Kollegiums der Kaufmannschaft. Berlin.
11. Heuschkel, Kommerzienrat, Direktor der Sächsischen Bank in Dresden.
12. Dr. jur. Hoffmann, Geheimer Ober-Regierungsrat, vortragender Rat im Reichsjustizamt. Berlin.

13. Freiherr von Hoiningen, genannt Huene, Major a. D., Rittergutsbesitzer, Mitglied des Staatsrats, des Reichstags und des Abgeordnetenhauses. Groß-Mahlenhof, Kreis Falkenberg (Oberschlesien).
14. Dr. von Jobst, Geheimer Hofrat, Vorsitzender der Handels- und Gewerbekammer. Stuttgart.
15. Dr. A. C. Jürgens, Sekretär der Handelskammer. Hamburg.
16. Graf von Kanitz, Königlich Kammerherr, Rittmeister a. D., Mitglied des Reichstags und des Abgeordnetenhauses. Podangen (Ostpreußen).
17. von Koenen, Geheimer Ober-Finanzrat, Mitglied der Generaldirektion der Seehandlungs-Societät. Berlin.
18. F. Th. Lürmann, Königlich bayerischer Generalkonsul, Mitglied der Handelskammer. Bremen.
19. Mendelssohn-Bartholdy, Geheimer Kommerzienrat, Königlich dänischer Generalkonsul, Ältester der Kaufmannschaft. Berlin.
20. Dr. G. Schmoller, ordentlicher Professor der Staatswissenschaften an der Berliner Universität, Mitglied des Staatsrats und der Akademie der Wissenschaften. Berlin.
21. Dr. jur. Wenzel, Geheimer Regierungsrat, vortragender Rat im Ministerium für Landwirtschaft, Domänen und Forsten. Berlin.
22. Dr. Witte, Senator a. D., Mitglied des Reichstags. Rostock.
23. van den Wyngaert, Vorsitzender des Verbandes deutscher Müller. Berlin.
24. Dr. jur. Wiener, Senatspräsident am Reichsgericht. Leipzig.
25. Dr. Thiel, Geheimer Ober-Regierungsrat, vortragender Rat im Ministerium für Landwirtschaft, Domänen und Forsten. Berlin.
26. Stengel, Konsul a. D. und Fabrikbesitzer. Staßfurt.
27. von Arnim, Rittmeister a. D. und Rittergutsbesitzer. Gütersberg bei Strassburg (Westfalen).
28. von Roeder, Landrat a. D. und Rittergutsbesitzer. Ober-Elguth bei Tschirnau.
29. Dr. jur. Boissellier, Syndikus der Handelskammer. Bremen.
30. Dr. jur. Gütschow, Sekretär der Handelskammer. Hamburg.
31. Dr. jur. Klügmann, Senator der Freien und Hansestadt Lübeck, stellvertretender Bevollmächtigter zum Bundesrat. Lübeck.

### III.

## Über das Börsenspiel.

(1895.)

### I.

Die Reichsenquete-Kommission, welche ihre Vorschläge für Reformmaßregeln samt einem erläuternden Bericht und den dazu gehörigen Materialien dem Reichskanzler übergeben hat, wollte nach dem Beschlusse ihrer Mehrheit den Kommissionsbericht derart gestalten, daß die voneinander abweichenden Ansichten der Mitglieder möglichst in ihm wiedergegeben, hierdurch aber Minderheitsberichte und Sondergutachten überflüssig gemacht würden. Inwieweit es den Berichterstattem gelungen ist, diese Absicht zu erreichen, mag dahingestellt sein. Den einzelnen Mitgliedern der Kommission blieb jedenfalls, sofern ihre eigenen Wünsche dadurch nicht befriedigt waren, nur die Möglichkeit übrig, in außeramtlichem Rahmen ihre Überzeugungen kundzuthun. Die formellen Bedenken, die hierbei etwa im Wege standen, wurden hinweggeräumt durch die Verfügung des Reichskanzlers, daß mit den andern Aktenstücken auch die Sitzungsprotokolle der Kommission veröffentlicht werden sollten, in denen die Verschiedenheit der innerhalb der Kommission hervorgetretenen Ansichten und Anträge niedergelegt ist.

In diesem Zusammenhange geschah es, daß ich mir gestattete, vor einem weiteren Leserkreise, neben einem Überblick über die Arbeiten und Ergebnisse der Kommission, mancherlei persönliche Meinungen zu äußern, nach der Beschaffenheit des Ortes der Veröffentlichung mehr angedeutet als ausgeführt, mehr apologetisch als kritisch — aber im ganzen doch eine Art von Separatvotum.

Ich beehle mir vor, dasselbe näher auszuführen, auf die Einzelheiten des ganzen Materials der Untersuchung einzugehen, insbesondere mich mit abweichenden Lehrmeinungen etwas deutlicher auseinanderzusetzen, zu diesem Zwecke dann aber auch über die von der Enquete gesetzten Schranken des Gedankenganges hinauszugehen und Grundfragen zu erörtern, die außerhalb des Gesichtskreises derselben geblieben sind.

Ich wähle hier das Thema, an welchem aus mancherlei Anlässen sich ein intensiveres Interesse, namentlich in der neuesten Litteratur, kundgegeben hat, mit welchem auch der Reiz tieferer Probleme der Volkswirtschaft verknüpft ist. Einige allgemeinere Betrachtungen mögen dieser Erörterung vorausgehen.

## II.

Wer auf die wirtschaftspolitischen Strömungen zurückblickt, die er während des letzten Menschenalters in Deutschland mit erlebt hat, empfängt den Eindruck merkwürdig rascher und starker Gegensätze. Es scheint das Schicksal der gesamten deutschen Staatsentwicklung, wie der wirtschaftspolitischen Entwicklung im besonderen, zu sein, daß der so lange verzögerte Eintritt in die großen Verhältnisse des modernen Staatslebens die Aufeinanderfolge der historischen Epochen derart beschleunigt hat, daß die Versäumnis von Jahrhunderten in Jahrzehnten eingeholt werden muß. Diese Kürze der Epochen, diese schnelle Ablösung der Gegensätze ist nicht möglich gewesen, ohne daß die Entwicklung etwas fieberhaftes, die Gegensätze etwas unvermitteltes und hartes erhalten haben. Zumal die spät eingetretene Teilnahme des deutschen Volkes, und selbst der gebildeteren Schichten desselben, am öffentlichen Leben kennzeichnet sich durch ein endloses Herüber- und Hinüberschwancken der Stimmungen. Es fehlt die Mäßigung, welche die Frucht langer Erfahrungen und eingewurzelter Gewohnheiten in einem freien Staatsleben ist. Seit den dreißiger Jahren dieses Jahrhunderts bis heute sind ungefähr zehn oder zwölf Epochen aufeinander gefolgt, deren jede nur etliche Jahre, manche nur einige Monate gedauert hat. Die kürzeren sind diejenigen der Zuversicht, die längeren diejenigen der Verzagtheit. Die letzte Regierungszeit Friedrich Wilhelms des Dritten, die Anfänge Friedrich Wilhelms des Vierten, die Schwüle der Jahre die der Märzrevolution vorausgingen, die Revolutionszeit, die Zeit der Reaktion, die neue Ära, der Verfassungskonflikt, die kriegerischen Erfolge für die nationale Einheit, und alles das, was dann weiter folgte.



Mit diesem ewigen Stimmungswechsel hängt zusammen, daß in einer Ära der Verzagnis, ganz besonders in derjenigen, in der wir heute leben, der Maßstab für die Beurteilung der Vergangenheit verloren geht. In den Schwierigkeiten eines verhältnismäßig immer noch jungen Verfassungslebens hat man vergessen nicht nur die Begeisterung und die Kämpfe, mit denen man um die Teilnahme des Bürgers am Staate gerungen hat, sondern auch die hundertfältige Misere des Staatswesens, das dem neuzeitigen voraufging. In den Schwierigkeiten der neuen Volkswirtschaft übersieht man, daß, so groß, so gefährdend diese sein mögen, es doch in der deutschen Wirtschaftsgeschichte dieses Jahrhunderts oder der letzten Jahrhunderte kein Zeitalter gegeben hat, das unter irgend einem Gesichtspunkte sich mit dem heutigen vergleichen läßt. In dem gegenwärtigen Zeitalter ist zum erstenmal seit lange für Deutschland der Fall eingetreten, daß es an die Seite der auf der Höhe der Wirtschaft stehenden Völker sich reihen durfte, daß es mit Aussicht auf Erfolg durch Bevölkerungszahl, Wohlstand, Technik, Unternehmungsgeist, den Wettstreit mit den vorangeeilten Nationen aufnehmen konnte. Dieses Hinaufrücken auf die Höhe der Weltentwicklung hat auch die Gemeinsamkeit in den damit verbundenen Problemen geschaffen. Nur wer die ganze moderne Entwicklung in Technik, Produktivität, Kapitalreichtum ablehnt, damit aber auch die Lebensmöglichkeit der Hälfte aller heutigen Bevölkerungen verneint, wer auf die Macht und die Weltstellung des deutschen Staatswesens verzichtet — nur der kann an romantischen Idealen aus der Vergangenheit sein Genüge finden, die doch nur ein geschmeicheltes Bild einer alten, aber nicht guten Zeit sind.

Vertreter unserer Wissenschaft haben derartiges auf eigentümliche Weise in ihrer Stellung zu der Entwicklung der deutschen Wirtschaftspolitik, zu dem Wechsel der Tagesmeinungen, erleben müssen. Noch flogen die letzten Pfeile der längst geschlagenen Gegnerschaft in unser Lager, um uns mehr mit Wehmut als mit Zorn zu erfüllen; aber wie hat seitdem die Kampfesstellung sich verändert, die wir einstmals eingenommen. Wie schnell und wie oft hat sich die Pflicht der Wissenschaft bethätigen müssen, nach allen Seiten Front zu machen, um bei allen in gleicher Weise das obidöse Vorrecht der Unpopularität zu genießen. Damals wurden durch die Anfänge der socialdemokratischen Bewegung die besitzenden Klassen aus dem Traume gerüttelt, in den die Lehre der ökonomischen Harmonien sie eingelullt hatte, und es kam darauf an, eine Vermittelung herbeizuführen, in-

dem man das Berechtigte dieses Gegensatzes, die Maßregeln zu seiner Ausöhnung, die Aufgaben der socialen Reform vertrat. Der Erfolg ist nun nicht bloß der gewesen, eine neue Generation mit dem Bewußtsein dieser Pflichten zu erfüllen und die Gesetzgebung Deutschlands ihm dienstbar zu machen — der Hülferuf der besitzlosen Klassen und die ungeberdige Form, in der ein politisch unreifes Volk ihn ausstieß, sind das Vorbild der besitzenden Klassen selber geworden. Keine Interessengruppe in Stadt und Land ist am Ende zurückgeblieben, die sich nicht an dem epidemischen Bestreben beteiligen wollte, ihre wirtschaftlichen Rechte auf den Staat geltend zu machen und ihre wirtschaftlichen Pflichten für den Staat von sich abzuwälzen.

Wer sich vergegenwärtigt, wie langsam historische Umbildungen vor sich gehen, wie die plötzlichen Ereignisse im Völkerleben, kriegsrische Erfolge, insbesondere die neueren Änderungen der Staatsverfassung oft die Volkseele nur gleichsam in eine andere Beleuchtung rücken, von einer vorteilhafteren Seite betrachten lassen, während die große Masse der wirtschaftlichen, technischen, gesellschaftlichen, staatlichen Gewohnheiten unverändert bleibt — der erlebt heute mit Gelassenheit, wenn auch mit wenig Wohlgefallen, daß unter den modernen Formen der Reichsverfassung, der nationalen Einheit, der allgemeinen Wahlen, der Volksvertretung, die kaum veränderten Gesinnungen des alten Staatswesens hervortreten. Die Formen des neuen Staatslebens haben nur dazu beigetragen, ihnen eine Zwanglosigkeit der Äußerung zu verleihen, welche die Formen des landesväterlichen Staates ihnen versagten.

Wie im Politischen so im Ökonomischen. Die unverhältnismäßig plötzlich hereingebrochene Umgestaltung des Erwerbslebens durch die Einflüsse der neuen Volkswirtschaft hat eine Menge von rückständigen Sitten vorgefunden, die sich durch das neue Zeitalter tödlich getroffen fühlen. Die neue Produktivität erscheint ihnen überwiegend von der negativen Seite. Der Großbetrieb, das mobile Kapital, der Weltmarkt, die großen Städte, die hohen Arbeitslöhne, die Niedrigkeit des Zinsfußes, die Konsumvereine, die technische Konsequenz in Produktion und Verkehrswesen — sie sind alle nur die mannigfaltigen Seiten der neuen Volkswirtschaft und sie alle sind abwechselnd der Gegenstand der Beschwerde je nach der Interessenkollision, die sie hervorrufen. Inzwischen haben an den Wohlthaten der neuen Volkswirtschaft so ziemlich alle Erwerbsgruppen teilgenommen, auch dann, wenn sie es nicht erkennen.

Und ein Weiteres kommt hinzu. Es sind nicht bloß die wirtschaftlichen Gruppen, die Landwirte, die Handwerker, die kleinen Kauf-

leute, welche den neuen Entwicklungen gram sind. Mit ihnen vereinigt sich eine öffentliche Meinung<sup>1</sup> der „Gebildeten“, welche halb mit rückwärtsliegenden Zuständen, halb mit einer socialistischen Zukunft liebäugelt. Je weniger diese Meinung auf Sachkenntnis beruht, um so leichter wird ihr die Kritik und die sittliche Entrüstung. Gerade in den Kreisen unserer Gebildeten, der Studierenden, der Gelehrten, der höheren Beamten u. s. w., hat man in den letzten Jahrzehnten mit gutem Appetit sich an den Tisch gesetzt, den die neue Produktivität unserer Volkswirtschaft ihnen gedeckt hat; die lange verkümmerte Lebenshaltung hat große Fortschritte gemacht und hat sie mit Recht gemacht; sie hat den Beispielen Westeuropas folgen können, weil unsre Volkswirtschaft der Produktivität Westeuropas gefolgt ist. Fehlt noch viel an dem Guten, was dieser Schicht, wie den anderen Schichten unserer Gesellschaft zu Teil geworden, so wird es nicht durch eine Restauration deutscher Krähwinkerei kommen und ebenso wenig durch eine abenteuerliche Umwälzung der socialen Verfassung — sondern nur durch die Fortschritte in den Bahnen der neuen Volkswirtschaft<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Treffende Worte hierüber bei Eduard von Hartmann, Die socialen Kernfragen (1894), Vorrede S. V.

<sup>2</sup> Ein hauptsächlichliches Gebiet unseres Staatslebens, für welches diese Darlegung zutrifft, ist dasjenige, dessen Anforderungen öfters — und nach gewissen Seiten hin mit Recht — in Gegensatz gestellt werden zu der modernen Entwicklung unserer Volkswirtschaft. Die Notwendigkeit der Fortschritte in der produktiven Technik behufs Deckung der Kosten für die Fortschritte der konsumtiven Technik muß dem gegenüber immer wieder betont werden. Zu den Schwierigkeiten, die hier entstehen, gehört aber auch die widerspruchsvolle Lage unseres Offizierstandes. Traditionen, Lebenshaltung, Standesgefühl, Repräsentationspflichten, berechnete Entwicklung der Lebensansprüche (deren Übertreibungen im einzelnen vielleicht nicht größer sind als die gleichen Erscheinungen in anderen Ständen, übrigens weniger durch Restriktionen als durch Beispiele zu beseitigen sind) — und alles das gestützt nicht auf einen entsprechenden standesmäßigen Unterhalt, welchen der Staat gewährt, sondern auf die Voraussetzung eines Wohlstandes der besitzenden Klassen, welcher einen großen Teil jenes Unterhaltes aus privaten Mitteln decken soll. Obenein die Anforderungen des Dienstes, welche die Mehrzahl der Offiziere in verhältnismäßig jungen Jahren aus ihrer Berufsthätigkeit entlassen und neben der Lücke in der angemessenen Verwertung der Kräfte namentlich eine Lücke des Einkommens hervorrufen in einem Lebensalter, wo vielmehr das Einkommen wachsen sollte. Weil aber die Voraussetzung des erforderlichen Wohlstandes nach heutigen deutschen Verhältnissen in nur sehr unvollkommenem Grade erfüllt ist, so entsteht hier eine Menge von Widersprüchen zwischen Standesgefühl und ökonomischer Bedrängnis, und die in solcher Atmo-

Gegen Eins aber wendet sich jenes Widerstreben von Interessen und Meinungen heute vorzugsweise. Es ist dasjenige Stück der neuen Volkswirtschaft, in welchem man mit Recht die Quintessenz derselben sieht — die Börse.

### III.

Es hätte eine hauptfächliche Aufgabe der Reichs-Börsen-enquete sein sollen, die Notwendigkeit der Börse für die heutige Volkswirtschaft in kontradiktorischem Verfahren zu untersuchen. Thatsächlich lag eine solche Aufgabe außerhalb des Gesichtskreises der Kommission. Auch hatte ein im Vorwege festgestellter Fragebogen seinem Ursprunge gemäß solche allgemeineren und tieferen Erörterungen unmöglich gemacht. Hier ist ein Beispiel für die Gegensätze, zwischen denen eine wissenschaftliche Ansicht der Volkswirtschaft mitten innestehet, von beiden mißverstanden. Die praktischen Vertreter des Bestehenden sehen in einer solchen Erörterung einen Angriff auf das Bestehende selber. Ich habe persönlich auf gelegentliche mündliche Bemerkungen von sehr wohlmeinenden und hochgestellten Mitgliedern der Kommission die Gegenfrage hören müssen, ob ich etwa die Börse abschaffen wolle. Die wirklichen Feinde der Börse wiederum erklären solche Erörterungen für überflüssig, weil ihnen ohne dieselben längst feststeht, was sie wollen. Eine wissenschaftliche Betrachtung der vorhandenen Institutionen der Volkswirtschaft will dadurch erst ihren Wert feststellen, daß sie über alles zweifelt. Erst dadurch kann das erreicht werden, was die Vertreter des Bestehenden als selbstverständlich voraussetzen, eine Verteidigung gegen die Feinde der heutigen sozialen Institutionen. Erst dadurch aber kann auch das geleistet werden, was die vernünftigen Gegner im Grunde wollen, eine Prüfung der Entbehrlichkeit oder Schädlichkeit bestehender Einrichtungen, ihrer Ersetzbarkeit durch andere und bessere Institutionen.

Wie sehr im Hinblick auf solche und ähnliche Desiderien Zusammenfassung und Verfahren dieser Untersuchungskommissionen bei uns noch im Werden sind, erkennen wir an den bald darauf berufenen Konferenzen zur Untersuchung der Silberfrage und zur Erörterung der agrarischen Reformen. Jedesmal eine andere Art der Zusammen-

sphäre entstandenen Verstimmungen rufen Ansichten über unsere volkswirtschaftliche Entwicklung hervor, die das Heil am gerade entgegengesetzten Ende erwarten.

legung, eine andere Art des Verfahrens. Bei der Börsenkommission der Schwerpunkt in die Vernehmung der „Sachverständigen“ d. h. vor die Kommission geladener Interessenvertreter verlegt; der Meinungsaustausch der Kommissionsmitglieder zunächst lange Zeit gleichsam nur geduldet; wichtige einleitende Beratungen über Geschäftsgang, Materialbeschaffung u. s. w. kurz abgethan; die eigentlichen Debatten der Kommissionsmitglieder mit einander keiner stenographischen Aufzeichnung gewürdigt; die ungeduldbigen Wünsche des Publikums, der Presse, des Reichstages aus Besorgnis vor den Gefahren der Öffentlichkeit hintangehalten und eine Publikation des ganzen Volumens erst mehrere Monate nach Abschluß des Verfahrens. Dagegen bei der Silberkommission fast ausschließlich Debatten der Kommissionsmitglieder untereinander, eingehende Beratungen über Geschäftsbehandlung, stenographische Protokolle von Anfang bis zu Ende; trotz so viel größerer Kürze der Zeit bis zum Abschluß der Arbeiten die Veröffentlichung der Protokolle jedes Sitzungstags (eine schnelle Frucht des Eindrucks, den das entgegengesetzte Verfahren der Börsenkommission gemacht hatte). Endlich bei der Agrarkommission ein fast gänzlichcs Zurücktreten des Elements der Interessenvertretung, ein Vornviegcn wissenschaftlicher und unparteiischer Sachverständiger; hiemit eine reinliche Scheidung vorbereitet zwischen den normalen Bestandteilen einer solchen Kommission und der später zu lösenden größeren Aufgabe einer Feststellung der Thatfachen der agrarischen Beschwerden im Kreuzverhör aus dem Munde landwirtschaftlicher Zeugen. Zugleich zeichnete sich die Kommission durch ein abermaliges weiteres Entgegenkommen gegen die Öffentlichkeit aus.

In diesen, nur zum Teil durch die Natur der verschiedenen Gegenstände begründeten, Verschiedenheiten des neuerdings zu Gunst gelangten Verfahrens zeigt sich, wie sehr dasselbe bei uns noch in den Anfängen, gleichsam eine gallertartige Masse ist, die erst nach fernerem, langen Versuchen und Erfahrungen ein festes Rückgrat öffentlicher Gewohnheiten herausbilden wird. Aber auch, wenn das einst gelungen ist, wird solch mühsames Werk gegen harte Urteile niemals geschützt sein.

Die extremen Standpunkte, die Interessengegensätze lassen sich nur langsam versöhnen; alles was mitten inne steht, um den Frieden herbeizuführen, ist dem Tadel von beiden Seiten ausgesetzt. Der Radikalismus vollends, der in seiner eigenen Brust die abstrakten Ideale einer besseren Zukunft hat, will solche Materialhäufungen, will die Kenntniss der Einzelheiten nicht haben, weil er längst über

das Ganze im klaren ist. In England hat eine an Umfang, Arbeitsdauer, Masse des veröffentlichten Stoffes ungleich größere Untersuchungskommission kürzlich ihr Werk beendet: 66 Blaubücher, darunter einige von beträchtlichem Volumen, hat sie veröffentlicht, 182 Sitzungen hat sie gehalten, 583 Zeugen hat sie verhört, 48 800 Briefe hat sie ausgesandt, 13 500 hat sie erhalten, drei Jahre hat sie gegessen, einige fünfzig tausend Pfund Sterling hat sie gekostet<sup>1</sup>. Und kaum war der Schlußbericht erschienen, da brach Mrs. Sidney Webb den Stab darüber in einem glänzenden Artikel „Das Fiasco der Arbeitskommission“. Als überzeugte Socialistin mit Recht. Wie konnte ihr gebient sein mit dem Detail von Untersuchungen über die Möglichkeit einer Reform der Arbeitsverhältnisse auf dem Boden der bestehenden Rechtsordnung, da sie von vornherein überzeugt war, eine Reform sei nur möglich durch die principielle Umgestaltung der bestehenden Rechtsordnung? Ob wir bei uns mit überzeugten Socialisten, unklaren Romantikern oder üblichen Dilettanten zu thun haben, die Leistungen unserer Börsenenquete-Kommission hätten zehnmal vollkommener sein können als sie es sind, und ähnlicher harter Tadel wäre doch nicht ausgeblieben.

Ich darf mich nicht rühmen, die Stimmen der Parteipresse, der Interessenorgane, der wirtschaftlichen Vertretungen, über das Ergebnis der Enquete verfolgt zu haben. Ich bekenne auch, daß ich keine Wißbegier danach gehabt habe, daß die wenigen Proben, die zu mir gelangt sind, mir genügt haben. Sie haben nur bestätigt, was man erwarten mußte. Bemerkenswerter erscheinen mir solche Urteile, die von an sich unparteiischen Männern kommen, deren Stellung wenigstens ein objektives Urteil erwarten läßt.

Hier ist namentlich der frühere Reichsgerichtsrat Dr. Otto Bähr zu nennen — eine Persönlichkeit, die als praktischer und wissenschaftlicher Jurist sich hervorgethan, auch als kulturhistorischer Schriftsteller durch das anziehende Büchlein „Eine Deutsche Stadt vor sechzig Jahren“ (1884) sich einen Namen gemacht und neuerdings namentlich in den „Grenzboten“ an das weitere Publikum sich gewendet hat. In dieser Zeitschrift hat Bähr über „Das Ergebnis der Börsenenquete“<sup>2</sup> sein Urteil geäußert, und dieses lautet, wenn wir zahlreiche Invektiven beiseite lassend hier nur die Schlusssätze

<sup>1</sup> Vgl. Economic Journal, 1894, p. 444 ff.: The Report of the Labour Commission.

<sup>2</sup> Die Grenzboten 1894, Nr. 7, 15. Februar.



wiedergeben, folgendermaßen: „Der Bericht der Kommission ist in meinen Augen ein erstaunliches Werk, erstaunlich im Hinblick darauf, was man der Welt zu bieten wagt. Es ist unerhört, daß eine zum Kampf gegen ein schweres soziales Übel berufene Kommission den Spieß umdreht und Vorschläge macht, die darauf abzielen, das Übel erst recht zu befestigen . . . Wenn man aber auch hier wieder sieht, wie die Börse eine Macht übt, daß sie sich selbst die Beratungen einer zur Bekämpfung ihrer Mißbräuche berufenen Versammlung von Vertrauensmännern in ihrem Endergebnis dienstbar zu machen vermag, kann es da Wunder nehmen, wenn die Agitation gegen die Börse in immer weiteren Kreisen Anklang findet?“

Ich stelle diesem Urteil unmittelbar zwei andere gegenüber, welche in der „Gesellschaft österreichischer Volkswirte“ abgegeben sind, das eine von einem jüngeren Lehrer der Nationalökonomie, der in dieser Gesellschaft ein Referat über die Reichs-Börsenenquete erstattete, Prof. Walther Loß in München<sup>1</sup>. Dieser sagt u. a.: „In Deutschland hat der Geist des Mandarinentums immer mehr an Boden gewonnen und nicht nur alle Notleidenden, sondern auch die Besitzenden unter den Schutz der Staatsgewalt gestellt, statt das Volk zu wirtschaftlicher Selbständigkeit zu erziehen. Die Börse besonders verspürte diese Ingerenz in der Form zunehmender Besteuerung und verschärften Vorgehens gegen ihre Ausschreitungen“. Loß erwartet, im Gegensatz zu den Vorschlägen der Kommission, „die Hebung des Corpsgeistes und des Stolzes der Kaufleute auf ihren Beruf wird unlautere Elemente zu beseitigen vermögen“. Aber noch weit energischer äußerte sich „nach den mit großem Beifall aufgenommenen Ausführungen“ des Referenten in der Debatte Dr. Hammerschlag, der das Wort ergriff, um sich entschieden gegen die Repressivvorschläge der Deutschen Börsenenquete-Kommission auszusprechen, welche „teils auf fanatischem Haß gegen die Börse, teils auf Unkenntnis der tatsächlichen Zustände beruhen . . . den Ausschreitungen der Börse könne am besten die Börse selbst begegnen“.

Die Mitglieder der Kommission werden die Anschuldigung, daß sie sich der Börse haben dienstbar machen lassen, und viele andere kräftige Worte des etwas aufgeregten alten Herrn mit größerer Nachsicht hinzunehmen wissen, wenn ihnen von anderen Anklägern zugleich „fanatischer Haß gegen die Börse“ vorgeworfen wird.

<sup>1</sup> Vgl. Zeitschrift für Volkswirtschaft, Socialpolitik und Verwaltung. Organ der Gesellschaft österreichischer Volkswirte. 3. Band. 3. Heft. 1894. S. 406 ff.



Eine ernsthafte Antwort ist überhaupt nur möglich, wenn man aus den Allgemeinheiten zu den Einzelheiten sich wendet. Eben dieses ist es, was uns zu dem eigentlichen Thema unserer Erörterungen führt.

#### IV.

Die Berichterstattung der Börsenenquete-Kommission hat ihren großen Stoff in sechs Teile zerlegt: die Organisation der Börse, das Emissionswesen der Wertpapiere, den Terminhandel, das Börsenspiel, die Preisfeststellung einschließlich des Maklerwesens, endlich das Kommissionsgeschäft. Es darf nicht behauptet werden, daß diese Einteilung die denkbar beste ist; aber gewiß ist, daß auch die beste Einteilung nicht hätte vermeiden können (wie wir das in der Systematik staatswissenschaftlicher Bücher immer wieder erleben), daß die Fäden der Erörterung und der daraus entstandenen Reformvorschläge von dem einen Teile zum andern hinübergehen und sich ineinander verschlingen. Hierzu kommt, daß die Schwierigkeiten, die den Reformen auf diesem Gebiete im Wege stehen, dazu nötigen, das Heil nicht in einfachen mechanischen Repressivmaßnahmen zu suchen, sondern in der Vereinigung mannigfacher Einflüsse, die, von verschiedenen Seiten her kommend, sich wechselweise ergänzen müssen.

Die ganze herkömmliche Behandlungsart des „Börsenspiels“ in der Litteratur der Juristen, auch in der neuesten, leidet darunter, daß sie meist über die Schranken der privatrechtlichen Logik nicht hinauskommt, daß sie die ökonomischen und socialwissenschaftlichen Grundfragen nicht kennt oder beiseite setzt, daß sie die aus deren Beantwortung folgenden Konsequenzen unbeachtet läßt. Im vorliegenden Falle haben wir ein hervorragendes Beispiel davon in den Aufträgen von Otto Bähr, der in der oben wiedergegebenen Weise den Stab über die Arbeiten der Kommission bricht, nachdem er von vornherein erklärt hat, daß er auf alle die andern Reformvorschläge der Kommission, außer denen wider das Börsenspiel, nicht eingeht, und die Vorschläge zur Beseitigung des Börsenspiels kurzweg auf den Leisten der in hundert Doktordissertationen breitgetretenen Kasuistik von Spiel und Wette zwingt. Weil die Mehrheit der Kommission in dieser Kasuistik anders entscheidet als Bähr, sind nicht nur alle ihre Vorschläge zur Abstellung des Börsenspiels, sondern alle ihre übrigen Vorschläge nichts wert, oder mit den Worten Bährs zu reden — „auf die Frage, wie ist dem Unfug des Börsenspiels

Einhalt zu thun, lautet die Antwort der Kommission: Es muß fortgespielt werden!"<sup>1</sup>

Was waren denn die Anlässe zur Niedersetzung der Börsen-enquete-Kommission? Es waren teils bestimmte, Aufsehen erregende Vorfälle, teils längst vorhandene Argernisse, in denen sich ernsthafte Beschwerden, unklare Stimmungen, verbreitete Mißverständnisse vermengten. An konkreten Fragen für eine praktische Reform der Börse ergaben sich daraus sehr verschiedene Aufgaben, diese so schwierig und so umfassend, daß die Arbeiten der Kommission trotz ihrer Dauer sich keineswegs rühmen dürfen, ihnen allen gerecht geworden zu sein oder auch nur alle als Probleme erkannt zu haben. Es fehlt die Beantwortung, selbst die Stellung der centralen Frage nach der Funktion der Börse in der heutigen Volkswirtschaft, das heißt, tiefer gefaßt, die Frage nach der Bedeutung des Erwerbstriebes für die heutige Gesellschaft in den Geschäftsformen des modernen Handels.

<sup>1</sup> Hier mag das Wesentliche der neuesten Litteratur genannt werden, die zu unserem Thema gehört. D. Bähr, Das Börsenspiel und die Gerichtspraxis. Sonderabdruck aus den Grenzboten. 1893. D. Bähr, Das Ergebnis der Börsenenquete. Grenzboten 15. Februar 1894. D. Bähr, Das Börsenspiel nach den Protokollen der Börsenkommission. 1894. H. Wiener (Senatspräsident am Reichsgericht), Das Differenzgeschäft vom Standpunkt der jetzigen Rechtsprechung. Vortrag, gehalten in der Juristischen Gesellschaft zu Berlin am 14. Januar 1893. J. Kohler, Das Börsenspiel. Sonderabdruck aus der Wochenschrift für Aktienrecht und Bankwesen. 1894. Gerhard Alexander Leist, Die Differenzansprüche aus Börsengeschäften. Separatabdruck aus dem Archiv für civilistische Praxis. 83. Bd. Neue Folge. 33. Band. 2. Heft. 1894. B. Ring, Die Börsenenquete. Eine Besprechung. Sonderabdruck aus dem Archiv für bürgerliches Recht. Band VIII. Zul. Grünwald und L. Lilienthal, Zum Terminhandel an der Berliner Produktenbörse. 1892. A. Eschenbach, Termingeschäft und Börsenreform. Vortrag, gehalten in der Ökonomischen Gesellschaft im Königreiche Sachsen am 29. Januar 1892. A. Eschenbach, Das Produktentermingeschäft und seine Reform. Referat, erstattet in der XX. Plenarversammlung des Deutschen Landwirtschaftsrates. Nr. 12 der Drucksachen. 1892. Ludwig Cohnstaedt, Die Vorschläge der Börsen-Enquetekommission, 1894. — (Anonym) Der Terminhandel. Eine kritische Untersuchung über seine Berechtigung und Bedeutung. Abdruck aus der „Hamburgischen Börsen-Halle“. Zweite Auflage 1892. (Anonym) Das Differenzgeschäft. Erklärung seiner Natur und seines Zusammenhangs mit dem Terminhandel. Abdruck aus der „Hamburgischen Börsen-Halle“. 1893. Kurt Wiedenfeld, Der deutsche Getreidehandel, Conrads Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Dritte Folge, Band VII. 1894. Munk, Mißbräuche an den Börsen. 1892. Endlich die Artikel im „Handwörterbuch der Staatswissenschaften“: E. Struck, Börse, Börsengeschäfte, Börsenspiel; W. Legis, Spekulation; A. Eschenbach, Zeitgeschäfte.

Es ist gewiß ein schwerer Mißstand, daß sich unberufene Persönlichkeiten an den Spekulationen der Börse beteiligen, und es ist für sich eine wichtige, ja — angesichts der schlimmen Erlebnisse — voranstehende Aufgabe der Reform, dem abzuhelpen. Aber es ist ein Irrtum, allein in diesen Erscheinungen dasjenige zu sehen, was man als Börsenspiel bezeichnet, da doch die gleichen Geschäftsformen, und zum Teil mit ebenso schlimmen Folgen, den berufsmäßigen Händlern der Börse dienen, daher eine Bekämpfung des Börsenspiels sich gegen die einen wie gegen die andern Mißstände wenden müßte.

Hiermit jedoch entsteht der Zweifel, wo denn nun sonst, wenn nicht in der Scheidelinie der Berufsmäßigkeit das Kriterium zu suchen ist für die Grenze zwischen dem, was hier Börsenspiel genannt sein soll, und den ernsthaften Spekulationen des großen Handels. Es entsteht die Frage nach dem Zusammenhange der Begriffe Spiel, Spekulation, Unternehmung in der durch individuellen Gewinn getriebenen Volkswirtschaft der Gegenwart. Von diesen Fragen muß man ausgehen, über diese Fragen muß man sich verständigen, die Bedeutung ihrer Beantwortung muß man verstehen in ihrer Tragweite für die ganze Struktur unserer Gesellschaft, die Schwierigkeiten ihrer Lösung muß man begreifen am Maßstabe der unvermeidlichen Alternative der socialistischen Ordnung, wenn man über das Börsenspiel diskutieren will.

Mangels einer solchen grundlegenden Erörterung der Hauptfrage erscheinen die Beschwerden über die Mißstände der Börse in einem Nebel von Mißverständnissen. Die von niemand bestrittenen Ausartungen des Börsenspiels werden vermengt mit dem allgemeinen agrarischen Widerwillen gegen die Börse, vermöge dessen man es fertig bringt, in einem Atemzuge die Börse für die Niedrigkeit der Kornpreise, für die Höhe der Kornpreise und obenein für die (nur in der Phantasie vorhandene) Größe der Preisschwankungen verantwortlich zu machen. Jene Ausartungen könnten noch viel größer sein, und die agrarischen Behauptungen brauchten darum doch nicht einen Deut zutreffender zu sein, als sie es in der That sind, trotz beliebiger Tausende von Landwirten und Müllern, die sie ohne Beweis aufstellen. Oder man glaubt fertig zu sein mit dem Urteil über die Börse, wenn man sie als die größte aller Spielhöllen bezeichnet und statt aller andern Zeugnisse die unbesiegbare Instanz des „Volksgedühls“ dafür anruft.

Wenn in der Richtung dieser grundlegenden Aufgabe die Arbeiten der Kommission Lücken gelassen haben, so sind ihre Reform-

vorschläge doch so mannigfaltige und so beachtenswerte, daß man zwar über das Maß weitergehender Strenge streiten kann, aber unmöglich ein einzelnes Stück aus dem Zusammenhange reißen darf und die übrigen als unerheblich beiseite setzen. Gerade das, was als Börsenspiel bezeichnet wird, ragt in die verschiedensten Reformfragen der Börse hinein.

Was sind denn die hierher gehörigen Vorschläge der Kommission?

Mit Recht steht die „Organisation der Börse“ voran. Daß ich persönlich weitergehende Wünsche auf diesem Gebiete habe (die an anderem Orte bereits geäußert worden sind), hält mich nicht ab, anzuerkennen, daß die von der Kommissionmehrheit vorgeschlagenen Reformen segensreich wirken können. Auf diesem Gebiete liegen die grundlegenden Aufgaben einer Besserung der heute beklagten Mißbräuche. Das, was hier geschieht, wendet sich an die Menschen selber, stellt Anforderungen an die Zucht, welche sie untereinander halten sollen, durch welche sie die schädlichen Elemente ausscheiden, oder womöglich zur Besserung hinüberleiten sollen. Statt einer endlosen, spitzfindigen, sich im Kreise bewegenden Kasuistik über Klagbarkeit und Unklagbarkeit von Börsengeschäften haben wir in der Organisation der Börse denjenigen Boden der Reform, welcher uns befähigt, der entwickelten Technik der Geschäftsformen unbefangenen entgegenzukommen, indem wir den Kreis berufsmäßiger Anwendung derselben abstecken durch Abgrenzung der Persönlichkeiten, welche den berufsmäßigen Charakter besitzen. Die Kontroversen des Privatrechts, die in demselben Grade das Interesse absorbieren, als ein Verständnis für die wirtschaftlichen, socialpolitischen, verwaltungsrechtlichen Probleme fehlt, verlieren dadurch die Macht einer fixen Idee, zu welcher sie für den Gesichtskreis einzelner Juristen herangewachsen sind. Wie in den Kreisen des großen Kreditwesens heute kein verständiger Mensch daran denkt, die Erleichterungen und Verfeinerungen derselben zu unterdrücken, wie die Fragen des Zinswuchers gegenüber Not und Leichtsinne an diese Institute gar nicht heranreichen, vielmehr ihre eigene Sphäre und ihr eigenes Gebiet der Reform bilden, so muß eine normale Organisation der Börse es dahin bringen können, daß die großen, hier zu lösenden Aufgaben des Verkehrslebens mit der ganzen Kraft ihrer entwickeltsten Technik bewältigt werden, ohne daß diese Technik in Kreise hineingetragen wird, die ihr nicht gewachsen sind. Die Träger solcher Anstreckung müssen ausgeschieden werden; es muß eine berufsmäßige Ehre, ein Standes-

bewußtsein herangezogen werden, welches gegen diese gefährlichen Anhängsel reagiert.

Es ist ein schöner Wahn, zu meinen, daß solche Entwicklung von selber kommt, daß von innen heraus sich ein solches Ehr- und Standesgefühl entwickelt. Die bisherigen Erfahrungen an deutschen Börsen, zumal an der Berliner Börse, sind dem nicht günstig. Auch die gesetzgeberischen und administrativen Eingriffe, die von der Kommission empfohlen sind — verschärfte Bedingungen der Zulassung zur Börse, ernsthaftere Handhabung der Börsendisziplin, Einwirkung staatlicher Aufsichtsorgane —, alles das wird Zeit brauchen, ehe es durchbringt, ehe die vornehmeren Elemente der Börse die hinreichende Stärke erlangen, ehe die entsprechende Fühlung zwischen der öffentlichen Meinung innerhalb der Börse und den Einflüssen von außen her vorhanden ist. Eben deshalb wird, so sehr diese Seite der Reform mit Recht betont wird, allein darauf nicht gerechnet werden dürfen. Man wird die Schäden noch von anderen Seiten her angreifen müssen.

Dazu gehört u. a. die Kette der Maßregeln, welche darauf berechnet sind, die ansteckungsfähigsten oder am wenigsten widerstandsfähigen Personen, die urteilslosesten Kreise der Bevölkerung von der Berührung mit den Zwischenhänden und ihren Verlockungen fernzuhalten, welche die Börse nach ihnen ausstreckt. Einrichtung öffentlicher Institute, Sparkassen, Postsparkassen und ähnlicher Anstalten, welche durch ihr Entgegenkommen für breite Schichten des kleinen Kapitalbesitzes ebensoviel in diesem präventiven Sinne leisten, wie in dem positiven Sinne, jene Schichten an sich zu ziehen und festzuhalten.

In der ersteren Kategorie der Reformmaßregeln der Versuch einer Organisation, welche den berufsmäßigen Betrieb der Börsengeschäfte abschließt gegen das unberufene Publikum. In dieser letzteren Kategorie am entgegengesetzten Ende in dem Netz der Verkehrsbeziehungen Organisationen, welche eben diejenigen Kreise der Bevölkerung, die von der Börse fernzuhalten sind, an sich fesseln sollen. Aber weil beide nur relative, langsam wirkende Mittel, im einzelnen von unsicherem Erfolge sind, drittens ein System von Maßregeln, welches sich an die Technik der Börsengeschäfte selber heranmacht. Hier sind wir auf dem Schauplatz der Anstrengungen, denen die Kasuistik der Juristen ihren Schweiß zu opfern gewohnt ist.

Was ist es nun, das die Kommission vorschlägt?

Von dieser Seite her verzichtet sie darauf, Ausartungen der Börsengeschäfte (Termingeschäfte) zu treffen, welche im Kreise derer vor sich gehen, die sich öffentlich dazu bekennen und dadurch die Präsumtion rechtfertigen, daß sie berufsmäßig die Börsengeschäfte treiben. Dagegen will sie eine Scheidelinie ziehen zwischen denen, die ein solches Bekenntnis ablegen, und denen, die es nicht thun. Die letzteren sollen ausgeschlossen sein von der Fähigkeit zum rechtsgültigen Abschluß der Börsengeschäfte (Termingeschäfte). Eintragung in ein öffentliches Terminregister nebst Entrichtung von Gebühren (einmaligen fünfhundert Mark und jährlichen hundert Mark) ist die Bedingung für rechtliche Wirksamkeit der Termingeschäfte.

Doch dieses nur für die Warentermingeschäfte, nicht für die Wertpapiertermingeschäfte. Diese Einschränkung (übrigens mit geringer Mehrheit beschlossen) ist aus mehreren Gründen erfolgt. Die öffentlichen Interessen, die gegenüber den mißbräuchlichen Termingeschäften zu schützen sind, seien bei den Wertpapieren nicht so große wie bei den Waren, weil der schädliche Einfluß unberufener Spekulanten auf die Warenpreise größer sei als der ähnliche Einfluß auf die Kurse der Wertpapiere. Dann sei der Kreis der berufsmäßig an Warentermingeschäften beteiligten Leute ein viel engerer, als der weite Kreis der Kapitalisten, die in ganz legitimer Weise Anlaß erhalten, Umsätze in Wertpapieren auch durch die Form der Termingeschäfte zu machen. Endlich liege die Gefahr vor, daß die Ausdehnung des Terminregisters auf diese weiten Kreise den eigentlichen Zweck desselben vereitele; denn je größer und je mannigfaltiger die Zahl der Personen ist, die in dem Terminregister öffentlich erscheint, um so leichter kann dasselbe seine Wirksamkeit einbüßen.

Dafür ist ein Strafrechtsparagraph vorgeschlagen zur Deckung solcher Fälle, in denen Leichtsinns oder Unerfahrenheit zum Abschlusse von Spekulationen in Wertpapieren verleitet worden ist.

So will also das Terminregister die nicht berufsmäßigen Spekulationen in Waren, so will eine neue Strafvorschrift einen Teil der Mißbräuche der Wertpapierpekulation treffen. Beide Maßregeln, mangels vorausgegangener Erfahrungen, werden ein Experiment sein; woher man sich hüten soll, sei es ihren Wert oder Unwert zu überschätzen, sei es gerade in demjenigen das Heil zu suchen, was — als ebenfalls experimentell — vor der Mehrheit der Kommission nicht Gnade gefunden hat. Sobald man Erfahrungen gemacht hat, wird es möglich sein, das eine zu ergänzen, das andere hinwegzunehmen — etwa das Terminregister auch auf die Wertpapier-

geschäfte auszudehnen — oder die Strafvorschrift fallen zu lassen, oder wiederum diese letztere auf alle Börsengeschäfte, auch die in Waren, auszudehnen.

Der Schlußstein dieser Kategorie von Maßregeln bestände darin, daß endlich mal die alten Kontroversen über die Klagbarkeit der Differenzgeschäfte ihren Abschluß erhielten in der Bestimmung, daß der Einwand von Spiel und Wette gegen Ansprüche aus Börsengeschäften ausgeschlossen sein soll.

## V.

Eben die letzteren Vorschläge sind es, welche den höchsten Unwillen des Herrn Reichsgerichtsrats Dr. Bähr erregt haben. Die Einrichtung eines Börsenterminregisters leuchtet ihm ein; er scheint davon zuversichtlicher Erfolg für Abstellung der Mißbräuche zu erwarten als die Mehrzahl, vielleicht die Gesamtheit der Kommissionsmitglieder. Aber daß man das Register auf die Warentermingeschäfte einschränken will, das verwirft er. Er bezeichnet<sup>1</sup> die in dem Bericht der Kommission angeführten Gründe für die Einschränkung auf die Warengeschäfte als „völlig haltlos“. . . . „Der wahre Grund, daß die Mehrheit der Kommission die Registerführung bei der Effektenbörse ablehnte, ist ohne Zweifel der, daß man eben nicht wollte. Nachdem man das (wertlose) Zugeständnis bei der Warenbörse gemacht hatte, glaubte man für die Effektenbörse das Börsenspiel retten zu können.“ Wertlos ist nach der Behauptung Bährs das Zugeständnis, weil der Vorwurf der Gefährdung weiter Kreise die Warenbörse nur zum geringsten Teile treffe; denn viele scheuen sich, scheinbar Handelsgeschäfte über Waren abzuschließen, mit denen sie ihrer ganzen Lebensstellung nach nichts zu thun haben; an manchen Orten (z. B. Rassel) sei von Leuten, die an der Warenbörse spekulierten, nie etwas bekannt geworden. Die Bestimmungen des vorgeschlagenen Strafparagrafen seien an so zweifelhafte und unbeweisbare Voraussetzungen geknüpft, daß ihre praktische Anwendung gleich Null sein würde. Es wäre einfach zu helfen, wenn man die von der Kommission vorgeschlagene Registerführung auf die Effektenbörse ausdehnte.

Der Ton dieser Polemik ist, wie jeder Unbefangene sieht, der Ton einer Volksversammlung, nicht der Ton einer wissenschaftlichen

<sup>1</sup> Grenzboten 1894, Nr. 7.



Kritik. Ohne ein erhebliches Maß von Nachsicht ist darauf überhaupt nicht zu antworten. Aber wenn die Nachsicht der Thatsache gilt, daß der hochgebildete, in seiner Wissenschaft angesehene Mann solchem Tone verfällt, so knüpft sich daran zugleich das Interesse, daß die Volksversammlung, an die er sich wendet, eine sehr zahlreiche, weit hinaufreichende und seinen Ansichten sehr beifällig gestimmte ist. Daher ist es um der Sache willen der Mühe wert, darauf zu antworten. Selbst auf die Gefahr hin, daß in der ganzen Volksversammlung kein einziger sein sollte, der wissenschaftlichen Auseinandersetzungen zugänglich wäre<sup>1</sup>.

Das Zugeständnis eines Terminregisters für Warengeschäfte soll wertlos sein, weil die Mißbräuche der Spekulation in Waren nur den geringsten Teil der zu beseitigenden Mißbräuche ausmachen; in Kassel z. B. sei noch nie etwas davon bekannt geworden. Es ist bemerkenswert, daß Bähr — ehe er die Vorschläge der Kommission kannte — einige Monate zuvor<sup>2</sup> geschrieben hat: „Ebenso wie an der Fondsbörse werden auch an der Warenbörse Zeitgeschäfte nicht immer im Sinne wirklicher Käufe und Verkäufe, sondern als Spekulationsgeschäfte abgeschlossen; und leider beteiligen sich auch bei diesem Geschäfte oft solche, die nach ihren persönlichen Verhältnissen dem Warenhandel ganz fern stehen.“ Außer diesem seinem eigenen Zeugnis hätte Bähr in den Materialien der Börsenenquete eine Fülle von Zeugnissen für die hier von ihm selber zugestandenen Thatsachen finden können; er hätte sich namentlich überzeugen können,

<sup>1</sup> Daß es noch wissenschaftliche Männer giebt, welche den Mut haben, der Volksversammlung die Wahrheit über die Börse zu sagen, beweist die madere Schrift von Max Weber (Die Börse. I. Zweck und äußere Organisation, 1894) die neuerdings erschienen ist als Heft 2 und 3 der „Göttinger Arbeiterbibliothek“, herausgegeben von Fr. Naumann, Pfarrer in Frankfurt a. M., eines Unternehmens, welches sich auf das evangelisch-soziale Programm für Evangelische Arbeitervereine stützt. Weber sagt im Eingange seiner Schrift: „Die praktische Wirkungslosigkeit der Kritik, welche breite Volksschichten an den bestehenden Börsenzuständen üben, hat ihren Hauptgrund in einer grenzenlosen Oberflächlichkeit, welche die Fehler da sucht, wo nur der Unverstand oder der Interessengegensatz sie finden kann. Die gleiche Oberflächlichkeit hat aber auch die geradezu gefährliche Vorstellung verschuldet, als ob ein bei jeder nicht streng socialistischen Gesellschaftsorganisation schlechthin unentbehrliches Institut, wie es die Börse ist, seiner Natur nach eine Art Verschwörerklub zu Lüg und Betrug auf Kosten des redlich arbeitenden Volkes darstellen müsse und deshalb am besten irgendwie vernichtet würde.“ Weber nennt im letzten Heft der Zeitschr. f. Handelsrecht Bährs Schrift über „das Börsenspiel“ — ein „Produkt der Papierschere“.

<sup>2</sup> Das Börsenspiel und die Gerichtspraxis (1893). S. 5.

G. Sohn, Beitr. z. Börsenreform.

daß gerade über diesen Punkt die weitestgehende Einigkeit der Ansichten innerhalb der Kommission bestand, daß die am wenigsten börsenfreundlichen, die börsendfeindlichsten Mitglieder der Kommission am stärksten das Vorhandensein der Mißbräuche der Warenterminspekulation betonten und Abhülfe dagegen forderten. Indessen eine ruhige Würdigung der vorliegenden Zeugnisse, ein ernsthaftes Studium der Materialien ist keine Sache nicht; hat er doch vergessen, was er wenige Monate zuvor geschrieben.

Weiter aber, hätte ein Teil der Mehrheit der Kommission (d. h. nach dem Stimmverhältnis 7 zu 6, bei der Abstimmung über diesen Paragraphen nur ein einziger mehr) eine irgend ähnliche Zuversicht zu der Wirksamkeit einer Ausdehnung des Terminregisters auf die Wertpapiere gehabt, wie Bähr, so würde er mit Freuden dafür gestimmt haben. Ich persönlich habe dagegen gestimmt (und Eine Stimme entschied die Mehrheit), weil ich vielmehr fürchtete, das Terminregister werde dadurch minder wirksam werden, da der Kreis der Eingetragenen ein so viel größerer, die ausscheidende Kraft des Registers eine so viel schwächere sein möchte. Da ich aber überhaupt das ganze Experiment mit Zweifeln damals wie heute betrachtet, zugleich damals wie heute Wohlwollen für das Ziel desselben empfunden habe, so würde ich wenig dagegen einwenden, wenn der Wunsch Bährs erfüllt würde, wenn Bundesrat und Reichstag das Terminregister auf die Wertpapiere ausdehnten. Denn soweit bin ich mit ihm einverstanden: das legitime Interesse an Wertpapiertermingeschäften, welches nicht-berufsmäßige Spekulanten haben, scheint mir gering zu sein und bedarf keiner Rücksicht.

Die hin- und hergehenden Erwägungen über das Terminregister im Schoße der Kommission, welche sich in den veröffentlichten Protokollen über deren Verhandlungen und über den Gedankenaustausch mit den Sachverständigen niedergelegt finden, will ich hier nicht wiederholen. Sie sind alle mit einander Vermutungen, Zweifel, Bedenken. Je länger ich darüber nachgedacht, habe ich den Eindruck erhalten: es ist gut, wenn der Versuch durch die Gesetzgebung gemacht wird. Nur Eins möchte ich im Gegensatz zu den teilweise sehr lebhaften Einwendungen der Börseninteressenten bemerken. Die Bedeutung eines entehrenden Abzeichens kann das Terminregister an sich eben so wenig haben, wie das Handelsregister. Aber auch die Eintragung in das Handelsregister würde einen auffallenden Eindruck machen und daher abschrecken solche Persönlichkeiten, die dahinein nicht gehören. Ein aktiver Staatsminister, Offizier, Richter u. s. w.

dürfte im Handelsregister ebensowenig sich zeigen dürfen wie im Terminregister.

Die Fülle seines Unwillens schüttet Bähr über die Behandlung aus, welche das Differenzgeschäft, seine Bedeutung in der Volkswirtschaft und seine juristische Anerkennung, in dem Bericht der Kommission gefunden hat. Hier liegt der Mittelpunkt seines Interesses an der ganzen Börsenreform; hier scheiden sich für ihn die Wege, je nachdem einer die Klagbarkeit der Differenzgeschäfte billigt oder verwirft.

Nach meiner Auffassung liegt darin der Wert des von der Kommission empfohlenen Terminregisters, daß die Scheidelinie zwischen gesetzlich anerkannten und nicht anerkannten Börsengeschäften in einer Weise gezogen wird, die das entscheidende Merkmal an die richtige Stelle verlegt — den kaufmännischen Betrieb solcher Geschäfte. Es ist, wie oben bereits bemerkt worden, gewiß nicht alles damit geleistet, es bleibt für andere Mittel der Reform noch mehreres zu thun übrig. Aber es ist wenigstens damit ein Erhebliches geschehen, daß der endlose Streit der Juristen und die ewig unbefriedigenden Distinktionen des Privatrechts über die Klagbarkeit der Differenzgeschäfte geschlossen werden, indem man das Kriterium aus der Technik dieser Geschäfte in die Persönlichkeit der sich ihrer Bedienenden verlegt; daß man fragt: welches ist die Berufsstellung der Kontrahenten zu diesen Geschäften? und daß man die Berufsstellung abhängig macht von einer öffentlichen Erklärung.

Bekanntlich hat das Reichsgericht seit einigen Jahren in einem Teile seiner Rechtsprechung einen neuen Grundsatz zu Gunsten der Unklagbarkeit der Differenzgeschäfte eingeführt. Bisher war die Rechtsansicht auch in dem Reichsgericht die herrschende gewesen, daß nur dann, wenn die Differenz der unmittelbare Gegenstand des Vertrages ist (und nicht bloß der Zweck einer oder der beiden Parteien), das Geschäft als „reines Differenzgeschäft“ dem Spiel und der Wette gleichgestellt, daher unklagbar ist. Jetzt haben eine Reihe von Entscheidungen des Reichsgerichts das Vorhandensein eines „reinen Differenzgeschäfts“ auch dann angenommen, wenn der eine der beiden Vertragsschließenden gewußt hat, daß die zu liefernden Wertpapiere oder Waren das Vermögen des anderen Kontrahenten übersteigen. Der Bericht unserer Kommission setzt die Bedenken auseinander, die dieser Rechtspraxis entgegenstehn. Es wird gezeigt, daß der neue Grundsatz unzuverlässig, willkürlich, für die Masse der Fälle unbrauchbar ist. Wo nimmt man das Recht her, gerade die auf solche

Weise abgegrenzten Geschäfte unklagbar zu machen als „reine Differenzgeschäfte?“ und muß nicht ein Verständnis des Wesens dieser Geschäftsformen vorausgehen, ehe man erklärt, was davon dem Spiel gleichzusetzen sei?

Bähr aber entgegnet auf diese Auseinandersetzungen des Kommissionsberichts: „es sind das arge Sophismen, ausgeflügelt, um das Börsenspiel aufrecht zu erhalten“. Und an anderer Stelle: „Die Darlegung der Kommission ist insofern interessant, als sie erkennen läßt, wie es gemacht wird, um das Publikum zu schröpfen; auch zeigt schon die Thatsache, daß dergleichen geschrieben wird, welche enttöhlende Wirkung die Gewöhnung an Spekulation zu üben vermag.“ Nach Bährs Auseinandersetzung handelt es sich bei dem ganzen Terminhandel mit Effekten nur darum, daß der eine dem anderen sein Geld abnehmen will; und wenn nun ein Börsenmann, der kraft seines Überblicks der Verhältnisse voraussieht, daß ein Papier fallen wird, mit einem unverständigen Laien, der sich verleiten läßt, auf das Steigen des Papiers zu spekulieren, ein Ultimo-geschäft abschließt und ihm damit sein Geld abnimmt, so ist das juristisch allerdings kein Betrug, aber es steht moralisch nicht höher als ein Betrug. Eine Auseinandersetzung, welche ein erstaunliches Maß von Sachkenntnis verrät.

Die fixe Idee des reinen Differenzgeschäfts ist bei Bähr so mächtig, daß er dieserhalb sogar zu den stenographischen Aufzeichnungen der Kommission greift und daraus eine selbständige Broschüre über „das Börsenspiel“ macht. Aber gegenüber diesen umfangreichen Bänden bleibt er vollends der Methode treu, die er zuvor schon an dem Bericht der Kommission gebraucht hat — er greift heraus, was ihm dienen soll, und kümmert sich um das übrige nicht. Hat er nach der Lektüre des Berichts in seinem Aufsatze der Reichskommission nur die (im Munde eines alten Reichsrichters merkwürdige) Infimuation hingeworfen, daß die Macht der Börse sich die Kommission dienstbar zu machen verstanden habe — so pflückt er in dem Sachverständigenverhör noch auffallendere Blüten. Hier erscheint nicht mehr die Kommission als von der Börse beeinflusst, sondern umgekehrt aus den Börsenmännern pressen die Kommissionsmitglieder Aussagen heraus, die selbst den Börsenmännern nicht nach dem Herzen sind — Aussagen über das Wesen der Differenzgeschäfte. Unter Anderen wird mir die Ehre zu Teil, als eines dieser Kommissionsmitglieder citiert zu werden. Es giebt Anschuldigungen, die so fernabliegen, daß man es unter seiner Würde hält, darauf zu ant-

worten. Ich habe wohl keine Nötigung, hier abermals meinen Standpunkt zu erörtern, daran zu erinnern, daß ich vor fast dreißig Jahren, mit den ersten Zeilen die ich drucken ließ, in sehr ungünstiger Zeitströmung, für eine Börsenreform eingetreten bin. Es gehört die ganze Unbefangenheit, die wir an den Juristen der älteren Generation gegenüber unserem Fache gewohnt sind, dazu, um in dieser Weise ohne alle Kenntnis von Personen und Dingen darauf los zu schlagen. Es ist nicht meine Sache, hier für andere Männer das Wort zu ergreifen, die in erster Reihe angegriffen sind, und die für sich selbst reden mögen, wenn sie sich dazu herablassen wollen. Jeder, der die stenographischen Protokolle durchliest, jeder vollends, der an den Arbeiten der Kommission selber teilgenommen hat, wird nicht ernsthaft bleiben können angesichts dieser Verschiebung der Rollen und der Stellung zur Reform, die den einzelnen Mitgliedern der Kommission in Bährs Darstellung zugewiesen wird<sup>1</sup>.

## VI.

„Der Kaufmann erlangt in der Form der Spekulation den Lohn für eine wirtschaftlich nützliche Thätigkeit. Darin hat seine Spekulation ihre Berechtigung. Beim Differenzgeschäft dagegen ist

<sup>1</sup> Bähr bemerkt selber (Börsenspiel S. 16): „Man wird vielleicht einwenden, daß das Mitgeteilte doch nur Einzelheiten seien, die von dem Ganzen nur ein unvollkommenes Bild gäben. Ich möchte aber den Sterblichen sehen, der sich den Inhalt der 3604 Folioseiten dergestalt zu eigen gemacht hätte, daß er in dem Rahmen einer gewöhnlichen Schrift ein vollkommenes Bild von dieser Stofffülle zu geben vermöchte. Man macht solche Dinge eben so gut wie es geht.“ Wir erwidern: es wäre vielleicht besser gegangen, wenn der Verfasser den Rahmen einer minder gewöhnlichen Schrift gewählt hätte. Ein Beispiel von dem, was B. in den Rahmen dieser gewöhnlichen Schrift hineingebracht hat, — wie gemacht für eine Volksversammlung, ist folgendes (Börsenspiel S. 65): „Wir wünschten nur, daß einmal einer unserer Börsengelehrten an ein von der Börse abgeschlachtetes Opfer herantrete und ihm die Trostesworte spräche: »Du hast mit deinen leider mißglückten Spekulationen doch einem höheren wirtschaftlichen Zwecke gedient. Du hast die Preisbildung gefördert und dazu beigetragen, das Wellengekräusel der Börse zu erhalten.« Wir möchten wohl hören, welche schöne, aber wohlverdiente Antwort er bekäme!“ Die hier untergelegte Frage ist eine Insinuation, für die sich in dem ganzen Material der 3604 Folioseiten auch nicht der mindeste Anhalt findet. Sollte dieselbe aber gegen einen wirklichen Gelehrten des Faches gerichtet sein, so beweist sie obenein einen ungewöhnlichen Grad von Unkenntnis der socialpolitischen Anschauungen, von welchen unsere Wissenschaft seit einem Menschenalter und länger ausnahmslos, jedenfalls in Deutschland, beherrscht ist; von den besonderen fachwissenschaftlichen Äußerungen über die Börse gar nicht zu reden.

die Spekulation zum Selbstzweck erhoben. Sie dient nur dazu, daß der eine gewinnt, was der andere verliert, ohne daß eine wirtschaftlich nützliche Thätigkeit in der Mitte liegt.“

Diesen Worten Bährs stelle ich die Worte J. Kohlers<sup>1</sup> gegenüber, gleichsam als Kennzeichen einer anderen Generation von Juristen, welche die Elemente der volkswirtschaftlichen Logik gelernt hat. Denn wie jeder Nationalökonom und jeder nationalökonomisch Gebildete sieht, handelt es sich hier vor allen Dingen um ein Verständnis der Grundbegriffe vom Wert und von der Wertbildung. Alles Gerede von dem Spielcharakter des Differenzgeschäfts dreht sich im Kreise, so lange dieses Verständnis fehlt. Und da von den einundfünfzig Millionen Deutschen nur ein sehr kleiner Teil, nicht einmal die Gerichtsassessoren, ja oft nicht einmal die Ministerialräte und die Reichsgerichtsräte dieses Verständnis besitzen, so ist die Berufung auf das „Volksgesühl“ über diese Dinge — demagogische Phrasen. Kohler sagt:

„Das eigentliche Wesen des Spiels besteht natürlich nicht in der Absicht, Gewinn zu machen; denn gerade der Handel ist zumeist auf Egoismus gegründet, und er hat ein Recht dazu; er geschieht (von Ausnahmen abgesehen) regelmäßig in der Absicht, Gewinn zu erzielen, und doch ist der Handel an sich grundsolide und ein Haupthebel unserer menschlichen Kultur. Aber das Wesen des Handels besteht eben darin, daß dieser Egoismus, indem er den Güterumlauf fördert, zum höchsten socialen Wohle gereicht, die Kräfte anspornt, auf daß die Hilfsmittel der Natur ausgebeutet und allen zugänglich gemacht werden . . . Daher kann auch die Rechtsordnung nur solche Prozeduren in den Schutz des Handelsrechts einbegreifen, welche dem Güter- oder Wertumlauf dienen, wobei also die Gewinngeschäfte eine sociale Basis haben. Natürlich darf hier die Güterbewegung nicht im grobsinnlichen Verstande begriffen werden. Wenn die in einem Lagerhause liegende Ware durch Lagerscheine in die fünfte und sechste Hand kommt, so hat sich eine Bewegung des Eigentums vollzogen, und diese hat dem A, dem B, dem C die Mittel verschafft, sich damit weitere Dinge zu erwerben. Auch ist es, wenn etwa eine schwimmende Ware verkauft wird, möglich, daß sie in die zehnte Hand kommt — hier ist nicht nur der letzte Akt der Übergabe an den zehnten, sondern die ganze bisherige Übertragung, sei es mit dinglicher, sei es mit obligatorischer Wirkung, Güterbewegung ge-

<sup>1</sup> Das Börsenspiel (1894) S. 13 ff.



wesen . . . Bei Gattungskäufen kommt die Güterbewegung in einer mehr verfeinerten Weise in Betracht. Wenn A ein Quantum Kaffee bestimmter Ceylonforte als Quantum verkauft, so wird noch keine körperliche Sache in ihrer Rechtslage geändert; aber es entsteht bereits ein vinculum juris, das in normaler Entwicklung zur Übergabe führen wird. Nun kann der Käufer dasselbe Quantum einem Dritten und dieser wieder einem Vierten versprechen, und zuletzt kann die Erfüllung dadurch geschehen, daß der erste Verkäufer an den letzten Käufer real entrichtet, wobei dann das Verhältnis so liegt, als ob die Sache vom A zum B, von diesem zum C und so weiter bis zu G oder H gelangt wäre.“

Und weiter:

„Daß hier der Egoismus einen Hebelpunkt bildet, und daß ohne die Aussicht auf Gewinn das ganze Getriebe bald erlahmen würde — so lange wenigstens, als nicht gesteigerte ethische Mächte unsere Gesellschaft beherrschen —, versteht sich von selbst . . . Das Ideal wäre ja ein großer Welthandel, wo auf der einen Seite die Gesamtproduktion, auf der andern Seite der Gesamtbedarf stände, und so beides direkt zur Lösung käme; diesem Ziele strebt aber der ganze Betrieb zu; die Zufallsverhältnisse des Moments und der Einzelörtlichkeit sollen dadurch überwunden werden, und wenn auf der einen Seite die Welle sich stark hebt, auf der andern sie sich stark senkt, so oszilliert der Verkehr allezeit dahin, daß eine verhältnismäßige Gleichartigkeit, eine verhältnismäßig glatte Fläche entsteht. Wer an diesem wahren und echten Zwischenhandel teilnimmt, thut darum etwas Nützliches, auch wenn er sich nur als Kapitalist beteiligt, der kauft und verkauft, ohne einen Scheffel Getreide oder einen Sack Kaffee je gesehen zu haben.“ Kohler beruft sich hier auf die Darlegungen von C. J. Fuchs über den Warenterminhandel, und schließt den Abschnitt mit der treffenden Bemerkung, es sei eine diskutierbare Frage, ob nicht der Terminhandel wegen der unzweifelhaften Gefahr der Spekulation auf Firmenkauflaute beschränkt sein solle; aber es wäre eine kleinbürgerliche Maßnahme, im Widerstreit mit allen Bedürfnissen des Weltverkehrs, wenn man den ernstlichen Terminhandel überall da, wo nicht bei allen Operationen die Ware und das Geld ersichtlich sind, verbieten wollte.

Diese juristische Darlegung ergänzen wir durch einige Worte.

Man hat in der neueren Polemik gegen die Termingeschäfte der Börse davon geredet, an die Stelle der hier wirksamen Faktoren der Preisbildung „Angebot und Nachfrage“ sollen als die wahrhaft be-



rechtigten Faktoren „Vorrat und Bedarf“ gesetzt werden. Diese vermeintlich neue Weisheit kommt darauf hinaus, daß sie an die Stelle des denkenden Menschen die tote Sache setzt, an die Stelle des Schützen das Geschöß. Denn wie sollen „Vorrat“ und „Bedarf“ sich in der Wertbildung wirksam erweisen, als indem sie hindurchgehen durch die Erwägungen, Berechnungen, Wünsche, Empfindungen der Menschen? Wie können zwei tote Gütermassen zur Herstellung eines Preises gelangen, als durch die sie leitenden Gedanken und Thaten von Menschen?<sup>1</sup> Und was denkt man sich denn bei dem „Vorrat“ oder dem „Bedarf“, die man in Gegensatz bringt zu „Angebot“ und „Nachfrage“? Man will gleichsam die auf beiden Seiten gegebenen Quantitäten emancipieren von der sie in Nebel hüllenden Täuschung, welche durch die „Meinung“ der Spekulation erzeugt wird; die Quantitäten sollen in ihrer objektiven Reinheit hervortreten und ihre Wirksamkeit entfalten. Wie sollen sie das machen? Jede der beiden Quantitäten ist für die Wertbildung aller sicheren Bedeutung bar, solange sie nicht in Zusammenhang gebracht ist mit der Kette des Vorrats und des Bedarfs, die sich örtlich nach allen Enden der Verkehrsbeziehungen und zeitlich in die Zukunft hinaus an irgend ein örtlich und zeitlich gegebenes Quantum Vorrat oder Bedarf anreicht. So oft von Vorrat oder Bedarf geredet wird, ist die Frage zu beantworten: auf welche örtlichen und zeitlichen Grenzen beschränkt man das Quantum derselben? Selbst auf dem Kartoffelmarkt einer kleinen Stadt, der von Terminhandel, Differenzgeschäft und Spekulation unendlich weit entfernt ist, fragt man bei der Preisbildung nicht bloß danach, wie viel Kartoffeln heute auf den Markt gebracht sind und wie groß heute der Bedarf an Kartoffeln ist, sondern man fragt weiter noch, wie viel an den nächsten Markttagen herangebracht werden wird, wie groß der Bedarf dann sein wird; man fragt, wie viel und zu welchem Preise von anderswoher bezogen werden kann, wie groß der Bedarf auswärts sein wird.

Mit den Begriffen Vorrat und Bedarf ist hiernach gar nichts gesagt. Sie sind in Wahrheit selber verschwommene Größen und erhalten Festigkeit, Widerstandskraft, Stärke, die Einfluß gewinnt auf die Wertbildung, erst durch die „Meinung“ hindurch, welche

<sup>1</sup> Nähere Ausführungen über diesen Gegenstand, im Zusammenhange mit den Ansichten der Wissenschaft und mit der wirtschaftlichen Gesetzgebung der verschiedenen Epochen, vgl. in meiner Abhandlung „Die auswärtigen Anleihen an der Londoner Börse“ in der Tübinger Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft, Jahrgang 1877 (Bd. 33), S. 100—144.

dem örtlich und zeitlich Begrenzten einen Spielraum giebt in den großen Zusammenhang des Weltverkehrs hinein. Eins allerdings haben die zwanzig Sack Kartoffeln, die heute in Krähwinkel zu Markte gebracht werden, voraus vor den Berechnungen, Hoffnungen, Befürchtungen, Enttäuschungen der Spekulation — das ist die handgreifliche Wirklichkeit. Diesen Vorzug teilen sie mit den Hungernöten der guten alten Zeit. Keine Spur von bloßer Möglichkeit, Ungewißheit, Zweifel; es ist die objektive Thatsache, die über dem Wirrwarr bloßer „Meinungen“ steht. Die „Meinungen“ führen allerdings dazu, daß man den überflüssigen Vorrat eines Landes, eines Jahres dazu bestimmt, einem möglichen künftigen Mangel vorzubeugen. Solche Meinungen können im einzelnen irrig sein; im ganzen sind sie gerade das, was die heutige Volkswirtschaft, was jede einigermaßen entwickelte Volkswirtschaft braucht, um jeweilen für ihren Bedarf den angemessenen Vorrat zu erhalten.

Die Meinung über das Verhältnis von Vorrat und Bedarf, welches sich in aller Welt und aus aller Welt gestalten wird — sie ist es, die den Wert bestimmt. Die Meinung, daß auf die Kornvorräte, die heute an einem großen Stapelplatz aufgespeichert liegen, eine schlechte Ernte folgen wird, giebt dem Werte derselben eine andere Bedeutung als die entgegengesetzte Meinung, daß eine gute Ernte bevorsteht. Die Meinung, daß ein Krieg bevorsteht, welcher ungewöhnlichen Bedarf an Korn zur Folge hätte, ungewöhnliche Störungen in der gewohnten Zufuhr, diese Meinung ist es, welche auf den Wert der heutigen Vorräte anders einwirkt als die Meinung, daß der Friede erhalten bleibe. Wer von beiden Recht hat, darüber entscheidet zuletzt der Augenblick, der aus der Zukunft Gegenwart macht — unterdessen schwankt die Wage der Meinungen hin und her, je nachdem das Übergewicht derselben in der einen oder der andern Schale liegt. Und hiermit steigt und fällt der Preis. Ein Übergewicht der einen oder der andern Meinung ist vorhanden, aber jede der beiden Meinungen hat ihre breite Gestalt in zahlreichen Vertretern. Der Preis schwankt je nach der Richtung und nach der Größe dieses Übergewichts; aber der jeweilige Preis ist eben darum der Ausdruck des jeweiligen Verhältnisses beider Parteien, und wer immer sich an dieser Preisbildung beteiligt, zahlt oder empfängt den Preis, der im Augenblick durch das Zünglein der Wage bestimmt wird. Es ist eine Vorstellung aus der Unkenntnis des Sachverhalts, wenn man meint, der Wissende lasse sich von dem Unwissenden einen Preis zahlen, der diesem einen sicheren Verlust, jenem einen sicheren

Gewinn bringt. Gäbe es solche Gewißheit im Besitze irgend eines Menschen, so gäbe es keine Spekulation. Man müßte diese Gewißheit verstaatlichen und könnte die Spekulation privater Geschäftsleute abschaffen.

Der Sporn des Ungewissen mit der Lockung des Gewinns ist es, welcher das Getriebe der Spekulation im Gange hält. Und doch eines Ungewissen, welches zu überwinden Tausende von unternehmenden Köpfen sich anstrengen. Zu überwinden durch Berechnung, durch Rundschaften, durch Erfahrung, mit dem Scharfsinn, den der Eigennutz weckt, mit der Wachsamkeit des Scharfsinns, die jedem Ereignisse, jeder Möglichkeit auf lauert, und dadurch gleichsam alles, was im Schoße der Zukunft schlummert, rascher zur Thätigkeit erweckt.

Der Sporn des Ungewissen ist es, welcher das ganze Getriebe des Systems privater Unternehmungen und privaten Eigentums im Gange erhält. Da, wo das Element des Ungewissen nicht ist, da braucht man auch den Scharfsinn des eigenen Interesses nicht, welches zu seiner Überwindung dient; da ist der Raum für die Bethätigung anderer psychologischer Kräfte, da ist die wirkliche Möglichkeit im Einzelnen für das, was der Socialismus im Ganzen will. Forstwirtschaft kann die Staatsverwaltung mit ihren Beamten treiben, aber nicht Landwirtschaft, am wenigsten heutzutage; Posten, Telegraphen, Eisenbahnen kann sie verwalten, aber nicht Kornhandel treiben oder die Strömung der Geldkapitalien regulieren.

Indessen, hier zunächst noch ein Wort über das Mißverständnis, welches aufzuklären war. Die am Handgreiflichen haftende Vorstellung von dem Wesen der Preisbildung, welche gleichsam die legitimen Elemente derselben in ihr Recht einsetzen will, indem sie die Einwirkung der „bloßen Meinung“ bekämpft, ist folgerichtig, wenn sie, dem Zuge ihrer sensualistischen Ansicht treu, volkswirtschaftlich erspriessliche Thätigkeit des Handels nur da sieht, wo handgreifliche Gütermassen bewegt werden. Ihr erscheint es alles Ernstes als ein Zeichen grober Mißbräuche, daß ein zehnmal so großes Warenquantum an einem Markte „auf dem Papiere“ umgeht, als thatsächlich zu Markte kommt. Die Häufigkeit dieses Umsatzes „auf dem Papiere“ ist ihr geradezu der Maßstab für die Größe der Ausschweifungen der Spekulation.

Eben hier sitzt der Fehler der ganzen Auffassung. Man verwechselt, indem man allein den naturalen Vorgang sieht, Technisches mit Ökonomischem. Die technischen Einrichtungen der Transportanstalten, der Lagerung, der Aufbewahrung erscheinen als die eigent-

lich produktiven, im Gegensatz zu den ökonomischen Leistungen der Wertbestimmung. In dieser selben Folgerichtigkeit gelangt man weiter rückwärts zu der Auffassung, daß der Handel überhaupt unproduktiv sei, daß diese Eigenschaft nur den Berrichtungen zukommt, die eine technische Umgestaltung des chemischen oder mechanischen Bestandes an dem Gute hervorbringen — und wenn man wahrhaft konsequent wäre, müßte man bei dieser Ansicht an dem Ziele anlangen, die Produktivität in das Walten der Naturkräfte zurückzuverlegen.

Die Ansicht dagegen, welche das Mißverständnis dieser Verwechselung von Technischem und Ökonomischem aufdeckt, muß dahin gelangen, die ökonomische Unwesentlichkeit der technischen Vorgänge zu zeigen. Das wesentliche der ökonomischen Leistung ist nicht die technische Ortsveränderung oder die technische Gestaltveränderung der naturalen Substanz, sondern das Denken, welches jene technischen Änderungen bestimmt. Diesem Denken gegenüber sind sie sowenig das Wesen des ökonomischen Vorganges, daß der letztere auch ohne sie möglich ist, daß er sie beiseite setzt, wo sie entbehrlich sind. Die ökonomische Fürsorge für den Ausgleich der Ernten verschiedener Länder, verschiedener Jahre ist nicht möglich ohne die technischen Vorgänge der Ortsveränderung, der Aufbewahrung an dem geernteten Korne. Aber zwischen und hinter diesen technischen Vorgängen liegt eine lange Reihe von ökonomischen Akten, welche nichts anderes sind, als Vorbereitung und Nachbereitung derjenigen Akte, die sie veranlaßt haben. Dem einen Kauf einer schwimmenden Schiffsladung folgt eine Reihe von Käufen und Verkäufen derselben Ladung, die an der technischen Thatsache des Seetransports nichts ändert; der einen Lagerung des dadurch herangebrachten Weizens in den Speichern der Seestadt folgt eine Reihe von Käufen, die auf Grund des für Monate festgelegten Quantum und Quales vor sich geht. Und warum diese Reihe ökonomischer Akte? Weil die „Meinung“ über die ökonomische Bedeutung jener Schiffsladung oder jener gelagerten Ware täglich sich ändert, weil das Verhältnis dieser handgreiflichen Warenmasse zu der übrigen, sonst vorhandenen, später hinzukommenden, das Verhältnis zu dem Bedarf der Gegenwart und der Zukunft täglich anders beurteilt wird, je nach den Meinungen und den Thatsachen, die darauf Einfluß üben.

Diesem Zusammenschrumpfen der Erheblichkeit technischer Vorgänge entspricht das Zusammenschrumpfen der technischen Erscheinung der Ware. Für den ökonomischen Zweck genügt ihr Abbild, ein

Schein, ein Stück Papier. Der Umsatz des Handelsverkehrs vollzieht sich an dem Ladeschein, an den Dockswarrants, die von Hand zu Hand gehen an Stelle der Waren, über die sie ausgestellt sind von dem Frachtführer, von der Lagerverwaltung. Die vulgären Vorstellungen von der Produktivität der wirtschaftlichen Thätigkeiten sind erst dann befriedigt, wenn sie den handgreiflichen Vorgang der Umladung der Ware gesehen haben; die Übertragung des Stückes Papier genügt ihnen nicht. Und doch ist dies gerade diejenige Form, welche das Technische des Vorganges nach Möglichkeit vereinfacht, um die ökonomische Vergeudung zu vermeiden.

Der Terminhandel geht einen Schritt weiter. Er setzt an die Stelle individuell bestimmter Warenmassen vertretbare Sachen. Er streift damit ein ferneres Stück technischer Bedingtheit ab. Diejenige Ware, bei welcher sich im Vorwege Maß, Gewicht, Menge, Beschaffenheit als typische Einheiten feststellen lassen, kann man loslösen von der Bestimmtheit der konkreten Erscheinung und den ökonomischen Zweck der Wertbestimmung dennoch erfüllen. Dem Zwischenraum des Ortes oder der Zeit entspricht die Hinausschiebung der Lieferung auf einen künftigen Termin; die ökonomische Überlegung, welche über die Abstände des Ortes und der Zeit hinaus wacht, findet in dem zeitlichen Spielraume zwischen dem Augenblicke des Geschäftsabschlusses und dem Tage der Lieferung die Gelegenheit zur freien Entfaltung ihrer Wirksamkeit, ohne das Anhängsel der körperlichen Gestalt der Waren, die für diesen Zweck vielmehr nur eine Last ist. Die Mannigfaltigkeit und der Wechsel der Urtheile, welche auf mannigfaltige und wechselnde Ereignisse sich stützen, hat zur Folge, daß jene ökonomische Fürsorge zu täglich sich ändernden Ergebnissen gelangt, die in dem sich ändernden Preise ihren Ausdruck finden. Es ist völlig überflüssig für diesen Zweck, daß handgreifliche Ware von Hand zu Hand geht; es genügt, daß die Anweisung auf Ware dies thut. Und ob nun körperliche Warenmassen hin und her geworfen werden in dem Kampfe der Urtheile und Meinungen, oder bloß die Anweisungen auf Waren, ist für die eigentliche Aufgabe des großen Handels gleichgültig. Je leichter, mit je weniger Reibung dieser Prozeß der Wertbestimmung durch Tausende von Beteiligten sich vollzieht, um so besser.

Daher ist es auch kein volkswirtschaftliches Interesse, (soweit es sich um die Aufgabe der zutreffenden Wertbestimmung handelt), daß die aus der beständigen Preisbewegung sich ergebenden Differenzen zwischen dem Einkaufspreise und dem Verkaufspreise des Kaufmanns

an konkreten Warenmassen und den dafür gezahlten Geldsummen entstehen, sondern das Wesentliche wird geleistet durch die Ausgleichung von Anweisungen auf typische Warenmengen, bei denen nur das Ungleiche zu einem Zahlungsakte führt — die Differenz des Preises.

Hiermit ist die ökonomische Darlegung an ihrem Endpunkte angelangt.

Was jetzt übrig bleibt, ist eine dreifache Auseinandersetzung — eine statistische, — eine ethische, — eine socialpolitische.

## VII.

Zunächst die statistische Auseinandersetzung. Wenn man die Höhe eines Turmes feststellen will, so ist eine einzige exakte Messung mit Zuhülfenahme der erforderlichen Meßinstrumente und der Hand der dafür gelernten Leute mehr wert, als das Gutachten von hundert fachverständigen Maurermeistern oder von tausend fachunverständigen Biedermännern. Wenn man feststellen will, welchen Erfolg die Thätigkeit des großen Handels auf dem ihm berufsmäßig zugewiesenen Gebiete der Volkswirtschaft gehabt hat, d. h. mit andern Worten, wie weit es ihm gelungen ist, diejenige Stetigkeit des Preises herzustellen, welche der Ausdruck und der Antrieb zu einer stetigen Versorgung des Bedarfs mit den entsprechenden Vorräten ist — so ist die Aufgabe ebenfalls die einer ziffermäßigen Messung, welche mit einem dafür geeigneten Verfahren und durch methodisch geübtes Denken zu leisten ist. Zu diesem methodischen Denken gehört vor allen Dingen eins — dessen Wert man erst recht erkennt, wo es fehlt. Nämlich die Fähigkeit, das für die Erkenntnis Wertvolle und das Wertlose zu unterscheiden, die Zuversicht des zuchtlosen Verstandes abzustreifen, die das, was sie wünscht, beständig mit dem verwechselt, was sie weiß. Eine wissenschaftliche Zucht ist dazu erforderlich, eine Gewöhnung in jungen Jahren, in denen der Geist noch biegsam, die Welt der praktischen Interessen noch machtlos ist. Eine Gewöhnung zur bedingungslosen Unterwerfung unter zwingende Beweise, die dadurch erfolgt, daß aus dem Gebiete des Denkens das Unkraut des Triebens entfernt wird, in dem Lebensalter, da dieses noch schwach genug ist, um sich entfernen zu lassen. Wo diese Vorbereitung fehlt, verhöhnt man die Beweismittel der Wissenschaft; große Staatsmänner verhöhnen sie mit Genialität, kleine Staatsmänner ohne dieselbe. Aber der Erfolg dieser subjektiven Überlegenheit ist der, daß jeder seine Meinung behält und daß man nicht vorwärts kommt.



Wie bei den andern Punkten, möchte ich es auch an diesem Punkte Andern überlassen, auf die Einzelheiten der Verhandlungen in der Börsen-enquete-Kommission einzugehen, weil ich aus nahe-  
liegenden Gründen persönlichen Meinungsaustausch, der dort stattge-  
funden, nicht hier einseitig fortsetzen möchte. Aber an dem wesent-  
lichen Inhalt jener Verhandlungen kann ich nicht stillschweigend  
vorbeigehen.

Bekanntlich ahmt man viel leichter die Schwächen fremder In-  
stitutionen nach, als deren Stärken. So ist es mit dem Parlamen-  
tarismus gegangen; so neuerdings mit dem Verfahren der sogenannten  
parlamentarischen Untersuchungen. Gegenüber dem in seinen Grenzen  
berechtigten Lob derselben hat man die Notwendigkeit der statistischen  
Methode betont und noch neuerdings hat mein verehrter Freund, der  
Direktor des Reichsstatistischen Amtes, im Jahrbuch für Gesetzgebung  
Verwaltung und Volkswirtschaft dieses gethan,<sup>1</sup> nicht ohne das  
mündliche Verfahren in seine Grenzen zurückzuverweisen. Thatsächlich  
irrt man sich, wenn man annimmt, daß in England die Bedeutung  
der statistischen Ergänzungen bei diesem Verfahren grundsätzlich verkannt  
werde; im Gegenteil zeichnen sich öfters die Königlichen Untersuchungs-  
kommissionen, soweit sie überhaupt auf längere Dauer und Gründ-  
lichkeit eingerichtet sind, durch die statistischen Arbeiten aus, die sie  
mit dem übrigen, mündlich und schriftlich erworbenen, Material  
verbinden. Die Lücke zeigt sich vielmehr bei unserer Nachahmung, aus  
dem einfachen Grunde, daß der Sinn für die Methode eigner und  
fremder Meinungsäußerungen sich schneller entwickelt, als das Ver-  
ständnis für die Bedeutung statistischer Arbeiten. So hat auch der  
Börsen-enquete-Kommission, was ihr von Anfang an hätte beigegeben  
werden sollen, eine entsprechende Einrichtung mit Arbeitsplan, Arbeits-  
kräften u. s. w. für diesen Zweck gefehlt; ist auch im Grunde  
von der Mehrheit der Kommission nicht vermißt worden. Nur  
mühsamen Anstrengungen einzelner Mitglieder, die erst im Laufe  
der Zeit sich geltend machen konnten, ist es gelungen, wenigstens  
etwas der Art zu stande zu bringen und daran die Aufforderung  
an die betreffenden Reichsbehörden für künftige größere Arbeiten zu  
knüpfen.

Einzeln ist nun in diesem Zusammenhange für die Frage der  
Preisschwankungen geleistet worden und findet sich in dem  
Bande „statistischer Anlagen“, der den Publikationen der Börsen-

<sup>1</sup> Jahrgang 1894, S. 845—847.



enquete-Kommission beigegeben ist. Es sind in dieser Hinsicht besonders mehrere graphische Darstellungen zu nennen, welche ein Bild der Preisbewegung bestimmter Waren und Wertpapiere geben. Solche mathematisch treue Bilder von mathematisch meßbaren Erscheinungen sind ein ernsthaftes Beweismittel in dem endlosen Gerede über Thatfachen und Gründe der Preisschwankungen, und weil nicht dieses Beweismittel, sondern das bloße Dafürhalten im mündlichen Gedankenaustausch die Mehrheitsansicht der Kommission beeinflusst hat, so leidet der Bericht derselben in den hierauf bezüglichen Stellen an erheblichen Mängeln.

Insbesondere ist die Behauptung von der störenden Einwirkung der nichtberufsmäßigen Spekulanten auf die Warenterminpreise völlig unbewiesen, und die Begründung eines Warenterminregisters (mit Ausschließung eines Effekterminregisters), soweit sie sich auf diese Behauptung stützt, steht in der Luft. Alle sittliche Entrüstung, mit der die Müller, Landwirte und anderen achtbaren Leute jene Behauptung wiederholen, beweist nichts für ein Problem, auf das die objektive Kühle der Zahlen zu antworten hat.

Bei jenen Meinungsäußerungen über die Preisschwankungen, welche die Folge des berufsmäßigen oder nichtberufsmäßigen Terminhandels sein sollen, ist nicht einmal auseinander gehalten worden, was der Anblick der graphischen Tabellen unmittelbar lehrt, nämlich Häufigkeit und Größe der Preisschwankungen zu unterscheiden. Die Häufigkeit kleiner Preisschwankungen ist das Mittel, der Größe seltener Preisschwankungen vorzubeugen. Wer daher Häufigkeit und Größe der Preisschwankungen zusammenwirft, verwechselt das einander (wenn auch nicht notwendig, so doch regelmäßige) Entgegengesetzte.

Die Häufigkeit kleiner Preisschwankungen ist der Ausdruck einer beständigen und vielseitigen Teilnahme an der Aufgabe der Preisgestaltung. Die Geltendmachung aller Gründe und Möglichkeiten, die auf den Preis Einfluß gewinnen, durch eine große Zahl von Händlern erzeugt ein unablässiges Schwanken, weil unablässig Gründe in's Feld geführt werden, die für Steigen oder für Fallen sprechen. Dieses Ausschöpfen der Möglichkeiten — soweit es sein Ziel erreicht — kommt dem unerwarteten Hereinbrechen großer Ereignisse zuvor. Je geringer dagegen jene Teilnahme, je unentwickelter der große Handel, um so weniger Preisbewegung, wochenlange, monatelange Ruhe, dann aber plötzliche starke Stöße, die eine ungeheure Preisschwankung zur Folge haben. Die Ruhe ist hier die Ruhe vor dem Sturm.

Was sagt nun die statistische Beobachtung über die Wirkungen des Terminhandels?

Hier ist zunächst zu bemerken, daß für die Feststellung der Kausalität einer Erscheinungsreihe jedes wissenschaftliche d. h. richtige Verfahren (im Gegensatz zu dem regellosen Hin- und Hergerede des alltäglichen Lebens) mit der Feststellung der Thatsache dieser Erscheinungen selber zu beginnen hat. Die Frage des Kindes im Eisenbahnzuge, warum die Bäume sich so schnell vorwärts bewegen, verwandelt sich in eine ganz andere Frage, sobald die Thatsache beobachtet ist, daß sie stille stehen. Alle Anschuldigungen gegen den Terminhandel überhaupt oder gegen den Terminhandel gewisser Arten, daß er die Preisschwankungen vergrößere, zerfallen in nichts, wenn die Thatsache festgestellt ist, daß die Preisschwankungen kleine sind, während der Terminhandel ein großer ist. Mit der Feststellung dieser Thatsache wäre für jenen Zweck das Wesentliche gethan. Denn wenn die behauptete Wirkung widerlegt ist, fällt auch die behauptete Ursächlichkeit dahin.

Diesem Zwecke gegenüber steht in zweiter Reihe die schwierigere Aufgabe, den positiven Nachweis zu führen, daß der Terminhandel die Preisschwankungen nicht nur nicht vergrößert, sondern verkleinert. Denn die Thatsache selber kann die Wirkung verschiedener Ursachen sein. So unterliegt es keinem Zweifel, daß auf die Ermäßigung der Preisschwankungen im Kornhandel die Entwicklung der Verkehrsmittel eingewirkt hat. Indessen sind auch hier Beweise möglich, welche die Kausalität auf sichere Füße stellen. Und was hier an statistischen Untersuchungen bisher nicht geleistet ist — wie denn in der That bisher sehr wenig dafür geleistet ist — wird fernerhin ohne übermäßige Mühe sich ergänzen lassen.

Wir wenden uns zu demjenigen, was sich in den statistischen Anlagen der Börsenenquete-Kommission findet.

Hier sei zuerst eine Darstellung der Kurse von fünf Börsenpapieren genannt, welche die monatliche Veränderung an der Berliner Börse durch die Jahre 1886—1892 verfolgt. Es ist klar, daß es wünschenswert gewesen wäre, die täglich, ja womöglich die stündlich wechselnden Kurse nebeneinander zu stellen und sich nicht mit dem Kurse des letzten Tages im Monat zu begnügen. Aber es liegt auf der Hand, daß dann die schon bei dieser Abkürzung recht groß gewordene Tabelle eine nicht zu bewältigende Ausdehnung erhalten haben würde. Es ist im übrigen nicht schwer für den Kenner, die täglichen Bewegungen in diese Monatsangaben einzufügen,

sofern man sich — was ausreichen würde — mit Stichproben einzelner Monate begnügt.

In dieser Tabelle sind die Linien der Kursbewegung für Terminpapiere und für Kassapapiere nebeneinander dargestellt. Als Papiere ersterer Gattung (d. h. solche, die Gegenstand des Terminhandels sind) sind die Anteile der Diskonto-Kommandit-Gesellschaft, die Aktien des Harpener Bergwerks und die Aktien der Ostpreussischen Südbahn gewählt. Als Papiere der zweiten Gattung (d. h. solche, die nicht auf Termin, sondern nur auf sofortige Lieferung verkauft werden) sind die Aktien der Pagenhofer'schen Brauerei und die Aktien der Berliner Maschinenfabrik Schwarzkopff gewählt. Unter den Terminpapieren gelten bekanntlich die Diskonto-Kommandit-Anteile als der Gegenstand der intensivsten Spekulation, als „Spielpapier“. In ihnen findet der lebhafteste, beständigste Umsatz auf Termin statt; alle Ereignisse des Kapitalmarktes und der Börsenwelt teilen sich ihren Kursen mit; sie sind gleichsam der Thermometer der Berliner Börse. Hier ist es nun dem Beobachter der täglichen Kursveränderung eine bemerkenswerte Erscheinung, daß in der großen Masse der Fälle die Schwankungen, selbst die, welche unter dem Einflusse erheblicher Ereignisse sich vollziehen, geringfügige sind, wenn man den Maßstab dafür aus den sonstigen Thatfachen des Verkehrs hernimmt. Bei einem Kursstand von 200 Prozent gilt eine Schwankung von 1—2 Prozent als groß. Dieser Wahrnehmung entspricht die uns vorliegende graphische Darstellung. Die gesamte Kursbewegung in den beobachteten sieben Jahren bleibt für die Diskonto-Kommandit-Anteile in den Schranken von 165—250 Prozent, jedoch so, daß innerhalb der einzelnen Jahre die Bewegung eine viel eingengtere ist; sie beschränkt sich meist auf 5—10 Prozent; eine Variation von 20 Prozent im Laufe des Jahres ist eine Ausnahme. Ungefähr in ebenso engen Grenzen, teilweise noch engeren, bewegen sich die Kurse der Aktien der Ostpreussischen Südbahn.

Im Kontraste dazu zeigt die Kursbewegung der beiden Kassapapiere (Pagenhofer und Schwarzkopff) eine weit schroffere Linie, mit großen Gegensätzen des Steigens und Fallens. Die Pagenhofer-Anteile steigen im Jahre 1886 von 550 Prozent auf 860 Prozent (im September) und stehen im Dezember wieder auf 740 Prozent; dann in den folgenden Jahren herauf und herunter, bis sie um Mitte des Jahres 1891 auf 540 Prozent wieder angelangt sind. Der Kontrast der Schwarzkopff-Anteile ist nicht ebenso scharf, aber ähnlich.

Für den Warenterminhandel fehlen ähnliche Gegenüberstellungen, die so deutlich sprechen. Aber das, was für den hauptsächlich im Streite liegenden Gegenstand, den Getreideterminhandel, geliefert ist, dürfte zunächst genügen. Es ist eine graphische Darstellung der Roggenpreise an der Berliner Börse während der zwanzig Jahre 1873—1892. Auch hier hat man aus dem erwähnten Grunde leider darauf verzichten müssen, die täglichen Preisschwankungen wiederzugeben. Die Karte hat auch so die Breite von mehr als einem Meter erreicht. Man hat sich begnügt, für jeden Monat die Preise des letzten und des mittleren Tages zu berücksichtigen. Hier zeigt sich nun folgendes. Für eine Reihe von Jahren ist die Preisschwankung gering; in den vier Jahren vom Frühjahr 1882 bis Herbst 1885 hält sie sich in den Grenzen von etwa 160 und 140 Mark für 1000 Kilo; ähnlich in den drei Jahren 1875—77 in den Grenzen von etwa 145 bis gegen 180 Mark. Das heißt in relativen Zahlen 15—25 Prozent des Preises. In dem ganzen Verlauf der zwei Jahrzehnte giebt es nur zwei Jahrgänge, in denen die Spekulation — im Sinne unserer vorausgegangenen Darlegungen zu reden — ihre Schuldigkeit nicht gethan hat, weil in ihnen verhältnismäßig rapide und große Preisveränderungen stattgefunden haben. Dies ist der Fall in der Frist vom Sommer 1879 zum Herbst 1880, in welcher der Roggenpreis (in Folge von zwei mangelhaften Ernten) sich von 120 auf 216 Mark gehoben hat, um dann von Ende des Jahres 1880 bis Ende des Jahres 1882 auf 134 Mark zurückzusinken. Zum zweiten Male aber tritt eine ähnliche, noch stärkere Preisveränderung ein vom Anfang bis zum Ende des Jahres 1891 von 180 auf 255 Mark, welcher im Jahre 1892 ein Fallen bis auf 130 Mark folgt.

Zu diesen Beobachtungen können hinzugenommen werden die vergleichenden Ziffern (die in den statistischen Anlagen der Kommission wieder abgedruckt sind) über das Preisverhältnis der jeweiligen von Halbjahr zu Halbjahr an der Berliner Börse bezahlten Roggenterminpreise, — Vergleichen, die sich auf die Jahre 1850—1890 erstrecken.<sup>1</sup> Auf einem etwas andern Wege gewinnt man hier ein ähnliches Ergebnis. Dieses besteht darin, daß in der großen Mehrzahl der Monate und Jahre die Preisschwankungen verhältnismäßig kleine sind, daß ausnahmsweise in einzelnen Jahren große Preisveränderungen eintreten, für welche der Beweis erst noch zu liefern ist, daß sie die Folge von zuviel Spekulation (Terminhandel) und nicht vielmehr die Folge von zuwenig Spekulation sind. Für sorgfältige

Untersuchungen ist hier noch viel Raum; und das wenigste ist gethan.

Ich habe absichtlich kein Wort über die Ansicht verloren, daß der Terminhandel den Preisdruck bei dem Korn verschulde. Diese Ansicht liegt unterhalb jeder wissenschaftlichen Diskussion. Am Londoner Kornmarkte, wo es einen verhältnismäßig nur geringen Terminhandel giebt, ist der Preisdruck bekanntlich am größten. Der Weizenpreis ist gegenwärtig so niedrig, wie er seit dem Ende des sechzehnten Jahrhunderts nicht gewesen ist.

### VIII.

An das Voraufgegangene muß sich freilich eine kurze Auseinandersetzung über das ethische Moment der Sache knüpfen.

Wer ökonomisch-statistischen Darlegungen, wie denen, welche hier soeben versucht worden sind, nicht mit ökonomisch-statistischen Gegenbeweisen, sondern mit dem Vorwurf sittlicher Indifferenz entgegentritt, der kennt Entwicklung und Zustand unserer Wissenschaft nicht, der weiß nicht, daß gegenüber den in der That vorhandenen Verirrungen zu einer solchen naturalistischen Indifferenz gerade die deutsche Wissenschaft unseres Faches es seit lange gewesen ist, welche Einspruch erhoben hat. Über das Wesentliche besteht innerhalb der Wissenschaft heute so wenig eine Meinungsverschiedenheit, daß auch die scheinbar größten Gegensätze nur auf eine verschiedene Terminologie, auf andersartige Einteilungen hinauskommen, daß auch die neuere österreichische Schule, mit ihrer Restauration der wirtschaftlichen Naturgesetze, durch die gleichzeitige Wiederherstellung der Zweiteilung in theoretische und praktische Volkswirtschaftslehre bei demselben Ziele sich mit der übrigen Wissenschaft zusammenfindet. Dies Ziel ist die harmonische Gestaltung der wirtschaftenden Gesellschaft nach Kulturidealen, die nicht aus der Natur, sondern aus der Geschichte und unseren sittlichen Vorstellungen genommen sind.

Man kann nicht gerade sagen, daß es außerhalb der Wissenschaft, in der thatsächlichen Strömung unserer heutigen Volkswirtschaft, zumal in Deutschland, an einem praktischen Verständnis für diese Wahrheit fehlt. Keineswegs; die ethische Reaktion ist heute in allen Schichten eine so starke, daß, wenn es sich hierbei überhaupt um einen wissenschaftlichen Standpunkt handelte, von dem man die

<sup>1</sup> Vgl. oben S. 11.

Wahl hätte, sich loszusagen, vielmehr dieses an der Zeit sein möchte als das Gegenteil. Denn wenn die Aufgabe eines harmonischen Aufbaues der Gesellschaft sich heute vorzugsweise darin erweist, daß die Fortschritte der neuen Technik und Produktivität sich nicht selbst überlassen werden, sondern durch die Eingriffe der öffentlichen Ordnung gehemmt werden sollen wegen der Unfähigkeit der Berufsstände der alten Gesellschaft, sich ihnen gegenüber zu behaupten — so zeigt das heutige Deutschland einen solchen Überfluß von Bestrebungen, daß es dem besonnenen Freunde des Vaterlandes weit mehr obliegt, sie zu bekämpfen, als sie zu bestärken. Die ganze Entwicklung der neuen Produktivität in Landwirtschaft, Gewerbe, Handel, Verkehrsanstalten stößt auf einen mächtigen Widerstand von allen Punkten her, wo immer der produktive Fortschritt die Technik der alten Zeit beiseite setzen will. Ein Land, ein Staatswesen, das mehr als ein anderes genötigt ist, auf die Bahn der neuen Produktivität zu treten, wenn anders der weltgeschichtliche Beruf, dem es so lange vergebens nachgetrachtet, endlich erfüllt werden soll, dieses Staatswesen sieht sich an allen Enden gehemmt, die produktive Technik der neuen Zeit zu ergreifen, und soll sich in verhängnisvollem Widerspruche darauf beschränken, in der konsumtiven Technik den andern Nationen voranzuschreiten. Wo immer neue Vorteile in der Beschaffung der ökonomischen Güter entstehen oder sich ausbreiten, immer tritt der Gegensatz derjenigen Interessen in den Weg, die durch diese Vorteile verletzt werden.

Dieses Bestreben, mit richtigen Ausgangspunkten oder mit irrigen Konsequenzen, zeigt auf seinem Grunde den problematischen Charakter des individuellen Interesses als der psychologischen Kraft, welche die wirtschaftende Gesellschaft im Gange erhält. Es giebt aber kein Gebiet der heutigen Volkswirtschaft, auf dem diese problematische Kraft sich so nackt und so herausfordernd geltend macht, als die Börse. Es ist, wie wenn hier das wirtschaftliche Interesse alle Charakterzüge angenommen hätte, die bestimmt sind, dasselbe in seiner ausgeprägtesten und fragwürdigsten Gestalt zu zeigen.

Wenn wir nämlich uns bemüht haben, klar zu machen, daß die ökonomische Essenz der Leistungen des großen Handels nicht an die technischen Vorgänge gebunden ist, die durch den Handel veranlaßt werden, daß die Bewegung der Güter im Raum und die Aufbewahrung derselben durch die Zeit zwar notwendig dazu gehören, daß aber eine Reihe von Akten der Handelsthätigkeit möglich ist, ohne daß diese äußere Bewegung der Ware sich wiederholt — so bleibt



doch die Thatfache bestehen, daß, mögen jene ökonomischen Leistungen noch so sehr den Fortschritten eines entwickelten Handelsverkehrs und den Bedürfnissen der Volkswirtschaft entsprechen, die Loslösung der kaufmännischen Berufsthätigkeit von jeder anderen Arbeit, als der Ermägung des Steigens und Fallens der Preise, sie auf die kahle Bethätigung des Eigennuzes beschränkt. Und es ist mehr als ein bloßer Schein, mehr als ein bloßes Vorurteil, welches mit Wohlwollen an der technischen Handgreiflichkeit der Berufsverrichtungen haftet, mit Mißtrauen dieselbe vermißt. Es ist wahr, auch die Berufsthätigkeit des Landwirthes, des Handwerkers, des großen Gewerbetreibenden wird von dem Erwerbsfinne geleitet, der in letzter Instanz sich auflöst in die Berechnung der Differenz zwischen zweierlei Werten; aber immer verhüllt sich dieser ökonomische Kern in den Pflichten eines technischen Berufes, der auf dem Acker, in der Werkstatt mit der Gleichmäßigkeit technischer Arbeiten eine sittliche Befriedigung gewährt, die ihren Widerschein findet in dem Urtheil der umgebenden Welt. Es mag richtig sein, daß sich hiermit geläufige Mißverständnisse vermengen, das alte Volksurtheil, welches nützliche Arbeit nur sieht in der körperlichen Anstrengung, oder mindestens in der handgreiflichen Umgestaltung der Dinge — aber darin geht doch das Ganze dieses Unterschiedes nicht auf.

Noch mehr als dieses. In einem gesitteten Volke mag man sich allmählich daran gewöhnt haben, daß neben der körperlichen Arbeit, neben der Leistung, die sich in der äußeren Gestalt der Güter verkörpert, auch geistige Arbeit einen Anspruch auf Entgelt erhebt, — die Schwierigkeit, die hier entsteht, ist eben die, daß der Zusammenhang zwischen geistiger Arbeit und Entgelt ein so problematischer ist. Das würde nicht so sein, wenn es wahr wäre, daß die höhere Sachkunde zu einem sicheren, oder auch nur annähernd sicheren Vorauswissen der künftigen Wertentwickelungen führt, während vielmehr selbst die Gesamtintelligenz einer großen Börse, ja aller großen Börsen zusammengenommen, durch unberechnete oder unberechenbare Ereignisse überrascht werden kann, wie es die oben erwähnten Beispiele der Berliner Kornbörse, wenn auch nur in Ausnahmen, aber dafür sehr auffallenden Ausnahmen, beweisen.

Diese Macht des Zufalls über den Gewinn ist ja wiederum ihrerseits nur ein Ausläufer einer langen Kette von Erscheinungen, die in dem Wesen einer auf Privateigenthum und privates Interesse gestellten Volkswirtschaft wurzeln. Eine Menge von Beispielen aus ganz anderen Gebieten, als denen der Börse, lassen sich anführen,



welche diese Macht des Zufalls beweisen und zugleich die Hülflosigkeit der Gesetzgebung, der sittlichen Forderung zu genügen, die den Schutz der Gesetze dem Zufallsgewinne verweigern will — in der Sphäre des Grundeigentums, in der Industrie, in Handel und Schifffahrt. Aber die Verknüpfung der Zufallsgewinne mit dem so zu sagen abstrakten Charakter der Börsengeschäfte ist das, was die sittliche Ansicht von einer hierin erfüllten Berufsthätigkeit bestimmt.

Und hier liegt die Brücke, die hinüberführt zu den Erscheinungsformen der Spekulation, die mit dem Spiel verwechselt werden.

Es ist nicht leicht, den vieldeutigen Sinn des Spiels<sup>1</sup> fest zu umgrenzen. Andere Sprachen sind weniger genügsam als die deutsche und sondern die Bezeichnungen (im Englischen unterscheidet man play, sport, game, gamble). So kommt es, daß nach keiner Seite hin der Gegensatz feststeht — nicht der Gegensatz zur berufsmäßigen Thätigkeit; denn die berufsmäßige Ausübung gewisser Künste (Schauspiel, Musik) trägt diesen Namen ebenso wie das bloß zur Erholung getriebene Spiel. Nicht der Gegensatz zur Anstrengung — denn sowohl die körperliche wie die geistige Anstrengung des Spiels kann unter Umständen eine große sein. Nicht der Gegensatz zum Erwerbe — denn gerade nach dieser Seite öffnet sich der weite Ausblick in die Glücksspiele, vermittelt durch deren embryonische Formen. Aber immer sind doch gewisse vorwaltende Bedeutungen zu unterscheiden, von denen zwei hervorragen. Einmal die der Erholung dienende Thätigkeit, dann das Herausfordern des Zufalls. Beide führen über sich hinaus. Was Erholung sei, darüber entscheidet die Lebensweise des sich Erholenden. Da sie eine Ergänzung des körperlichen oder geistigen Wohlbefindens ist, hängt es von der sonstigen Thätigkeit ab, welche Lücke sie zu füllen hat. Alter, Geschlecht, Bildung, Beruf bestimmen über die Verschiedenheit der Erholung. Eine angestrenzte Thätigkeit des Körpers oder des Geistes kann daher der Erholung dienen. Und ebenso führt das Herausfordern des Zufalls über sich hinaus. In der Herausforderung liegt die Hoffnung des Sieges, liegt daher das Bemühen, den Sieg zu erringen, liegt in allen den Fällen, wo eine Möglichkeit sich zeigt, über den Zufall Herr zu werden, das Bemühen, dieses zu erreichen. Von dem Aberglauben des Lottospielers, der an

---

<sup>1</sup> Darüber zu vergleichen W. Wundt, *Ethik, eine Untersuchung der Thatfachen und Gesetze des sittlichen Lebens* (1886) 145—149. Dazu Fr. Schleiermacher, *Entwurf eines Systems der Sittenlehre*. Aus dem Nachlaß herausgegeben von Alex. Schweizer (1835) 310 ff.

einem Trugbilde der vorausschauenden Erkenntnis Genüge findet, bis zu dem Virtuosen eines lukrativen Statspiels, der durch seine überlegene Fertigkeit Herr wird über den Zufall der guten und der schlechten Karten, drängt sich ein psychologisches Element hinein, welches das blinde Spiel des Zufalls meistern will.

Dieses Element tritt entschiedener hervor in der Wette. Hier ist die Intelligenz, das Urtheil, die Sachkenntnis so sehr beteiligt, daß die Wette sich ebensowohl auf vollendete wie auf zukünftige Thatfachen richtet und nur das Wissen von denselben im Streite zweier Parteien liegt. Es ist für unsern Zweck nicht erheblich, die Anstrengungen zu verfolgen, durch welche die Rechtswissenschaft versucht hat, die Begriffe Spiel und Wette zu befestigen, sie gegeneinander und im Umkreise der vom Recht anerkannten Verträge abzugrenzen<sup>1</sup>. Hier genügt zu betonen, wie in der Wette die dem Zufall Trotz bietende Überzeugung die Oberhand gewinnt, wie sie die Grundlage bildet für die Einsetzung von wertvollen Dingen, die ihr zur Befräftigung dienen.

Wir mögen jenes Element des Zufalls, oder dieses Element der Überzeugung, das des Zufalls Herr werden will, betonen — beides leitet uns hinüber zu dem Wesen der Spekulation. Und damit wären wir wieder angelangt an dem Punkte, von dem wir ausgegangen. Selbst ein Nationalökonom wie Macculloch<sup>2</sup>, welcher sagt, „die Spekulation ist nur ein anderer Name für Voraussicht, und obwohl bisweilen Reichthümer durch einen glücklichen Griff erworben worden sind, ist doch der Charakter eines erfolgreichen Spekulanten in der großen Mehrzahl der Fälle nur demjenigen eigen, welcher die Mitbewerber durch seinen Blick in die Zukunft übertroffen hat“ — selbst Macculloch gesteht zu, es sei keineswegs eine leichte Aufgabe, eine deutliche Grenzlinie zwischen Spekulation und Spiel zu ziehen, und der Versuch einer Grenzziehung, den er macht, fällt dürftig genug aus. Einen stärkeren Ausdruck dafür wählt Lexis<sup>3</sup>, wenn er schreibt: „Für die Spekulation ist wesentlich, daß sie ein aleatorisches Moment, ein Spielrisiko enthält; jedoch kann dasselbe durch reiche Erfahrung bedeutend vermindert werden.“

<sup>1</sup> Vgl. Wilda, Die Wetten (Zeitschrift für Deutsches Recht und Deutsche Rechtswissenschaft, Bd. VIII, 200—239). Dazu C. F. v. Gerber, System des Deutschen Privatrechts, §§ 193. 194. Krügerstein, Über den begrifflichen Unterschied von Spiel und Wette (1869).

<sup>2</sup> Principles of political economy (1843) 320 ff.

<sup>3</sup> Handwörterbuch der Staatswissenschaften, Bd. V, Art. Spekulation.

Von der Seite der psychologischen Faktoren her wird in der That eine Grenze niemals zu ziehen sein. Die Grenze liegt in dem Verhältnis zu den produktiven Thätigkeiten der Volkswirtschaft. Jedes Spiel, jede Wette läuft neben denselben bedeutungslos her; sie gewinnt niemals Einfluß auf den Gang derselben, sie gehört nicht in die Formen des produktiven Verkehrslebens hinein. Die Spekulation dagegen, in welche Formen sie auch sich kleidet, ist ein unvermeidlicher, ja ein wesentlicher Bestandteil derjenigen Volkswirtschaft, welche auf privatem Eigentum und privatem Interesse ruht. In jeder ihrer Formen hat sie mit Spiel und Wette gemein, was in der Gemeinsamkeit der psychologischen Faktoren enthalten ist. Aber die besondere Form der modernen Börsengeschäfte ist eben die, welche zu der inneren Verwandtschaft auch die größte Erleichterung von außen herzubringt. Diese Form hört niemals auf, die Teilnahme an den ernsthaften Geschäften der Volkswirtschaft zu vermitteln; aber sie hört auch nicht auf, ein bequemes Gefäß für jene Impulse zu sein.

Nun ist es eine vergebliche Hoffnung, in einer Einrichtung der Gesellschaft, welche der Spekulation als der treibenden Kraft bedarf, welche die Lust am Gewinne, die Herausforderung des Zufalls und die Einsetzung der Überzeugung um des Gewinnes nicht entbehren kann, weil die an ethischem Maßstabe höher liegenden Faktoren nicht stark genug sind, um sie zu ersetzen — es ist eine vergebliche Hoffnung, daß dieser durch die menschlichen Leidenschaften getriebene Strom jemals in ein friedliches Bette wird eingedämmt werden können<sup>1</sup>. Die Anklage, die sich gegen die entwickelten Verkehrsformen der Spekulation kehrt, ist der Anklage des Geldes zu ver-

<sup>1</sup> Kohler (Börsenspiel, 27) meint, unsere Staatslotterien seien zwar ein Übel, aber ein Übel, um das größere — also die in gefährlicheren Formen sich geltend machende Spielsucht — zu bekämpfen. In der That ist gelegentlich ähnliches von den Vertretern unserer Staatslotterieverwaltung behauptet worden. So wurde bei der Beratung des Gesetzes über den Privathandel mit Staatslotterielosen (vom 8. August 1891) seitens der Vertreter des Finanzministeriums im Hause der Abgeordneten gesagt, man sei bestrebt, die Lotterieverwaltung so zu gestalten, daß sie als ein Sicherheitsventil gegen die Spiel Leidenschaft wirksam werde (F. Marcinowski, Das Lotteriewesen im Königreich Preußen, 1892, S. 47), indem alles vermieden werde, was auch nur mittelbar der Spiellust Nahrung gebe. Nun bestreitet erstens auch die Regierung nicht, daß der finanzielle Zweck der Lotterie der hauptsächliche ist; zweitens ist der erwähnte Grund nur eine fragwürdige Umdrehung des wirklichen Sachverhaltes, der darin besteht, daß man die Staatslotterie entschuldigen will mit ihren ge-

gleichen, dem man seit Jahrtausenden Vorwürfe macht, die viel tiefer hinabreichen in die menschliche Seele, als sie wäñnen. Man kann jene Formen zerbrechen, und die aalglatte Gewandtheit eines entwickelten Geschäftslebens wird sich Ersatzmittel schaffen, die — auf einigen Umwegen — dasselbe Ziel erreichen. Man kann Schranken errichten wollen; aber nach welcher Seite hin? Die meisten versagen. Man kann keine Schranke setzen für den Grad der Wägelust, für die GröÙe der Unternehmungen, für die VerhältnismäÙigkeit der Gefahr gegenüber den Vermögenskräften jedes einzelnen, oder gar für das MaÙ der Sachkunde im Gegensatz zu der bloÙen Gewinnsucht. Das einzige, was etwa übrig bleibt, ist, daÙ man — unter sehr schwierigen Bedingungen — versucht, eine Linie der BerufsmäÙigkeit zu ziehen gegenüber unberufenen Eindringlingen oder Verführten; daÙ in einem berufsmäÙig abgeschlossenen Kreise eine Art von Zucht geübt wird durch die Gemeinschaft selber und durch äußere Einwirkung; daÙ endlich jenes ewig problematische Verhältnis des Zufallsgewinnes einzelner zur Gesamtheit durch Institutionen der Besteuerung ausgesehnt werde.

## IX.

Kohler will auf etwas der Art, wie auf eine Scheidelinie des berufsmäÙigen Betriebs der Börsengeschäfte in seiner anregenden Schrift heraus. Aber was er findet, bleibt im unklaren. Teils ist die Begründung unsicher, teils sind es die Folgerungen. Während er, auf die nationalökonomische Litteratur sich stützend, anerkennt, daÙ derjenige etwas wirtschaftlich nütliches thut, der an dem Spekulationshandel sich beteiligt (oder, wie er sagt, an dem wahren und echten Zwischenhandel), ohne einen Scheffel Getreide oder einen SaÙ Kaffee je gesehen zu haben — konstruiert er einen Gegensatz<sup>1</sup>: „auch beim Glücksspiel giebt es Gewinne und Verluste, aber diesen fehlt ein socialer Hintergrund . . . der Spieler will allerdings den Handel mit seinen Chancen und MiÙchancen nachbilden, darum entlehnt er

---

mäÙigteren Betriebsformen im Gegensatz zu anderen Formen des Glücksspieler. Ein Beweis, daÙ diese Formen dazu gebient haben, den gefährlicheren Arten des Glücksspieler entgegenzuwirken, dürfte kaum erbracht sein, es ist vielmehr zweifelhaft, ob man mit gutem Grunde sagen kann, die preußische Lotterieverwaltung thue nichts, um der Spiellust Nahrung zu geben. Die Thatfache allein, daÙ sie besteht, giebt der Spiellust Nahrung.

<sup>1</sup> Börsenspiel, S. 19 ff.

so gern die Form des realen Geschäfts, darum lehnt er sich an Geschehnisse des Verkehrs an und läßt die Konjunktur des Handels für sich maßgebend sein; in der That aber ist es nur die subjektive Folge des Gewinns und Verlustes, die vom Kauf und Verkauf abfallen soll, also gerade das, was nur durch die sociale Bedeutung des Einzelgeschäfts geabelt und dem Rechte zugänglich gemacht werden könnte“.

Und nicht bloß aus diesem Grunde bekämpft Kohler dieses Spiel; „ein solches Schattenspiel ist eine auf die Dauer furchtbar gefährliche Sache: es ist möglich ohne alle materiellen Grundlagen des Handelsgeschäfts, ohne Handelseinrichtungen, Waren u. s. w. und daher einer unbegrenzten Menge von Personen zugänglich; es ist darum auch in unbegrenzten Quantitäten möglich, ohne daß die natürlichen Beschränkungen, die jedem Güterumlauf gegeben sind, irgendwie maßgebend wären“. An anderer Stelle heißt es<sup>1</sup>, um die Unklagbarkeit der Spielschuld und damit der Börsenspielschuld zu begründen, das Börsenspiel sei besonders gefährlich und gesellschaftlich verderblich; zu allen andern Nachteilen trete beim Jobbertum an der Börse noch folgendes hinzu: Das Jobbertum führt zu willkürlichen, in den Bedingungen der reellen Käufe und Verkäufe nicht begründeten wilden Preisschwankungen; denn die Jobbergeschäfte werden bei Festsetzung der Börsenpreise nicht von denen des Realhandels unterschieden. So Kohler.

Wir wollen einmal annehmen, es wäre bewiesen — wie es nicht bewiesen ist —, daß die behaupteten antisocialen Preisschwankungen durch das „Jobbertum“ herbeigeführt werden; wir wollen annehmen, daß die Vorstellung von der Gefahr der „unbegrenzten Quantitäten“ für die Preisbildung ebenso richtig wäre, wie sie unrichtig ist (ich verweise hier auf meine vorausgegangenen Erörterungen) — so kann ich nicht erkennen, wie nun, für den Zweck der juristischen Ausscheidung der Spielschuld, das „Jobbertum“ ausgeschieden werden soll von dem Kreise der Männer, die „an dem wahren und echten Zwischenhandel sich beteiligen, ohne einen Scheffel Getreide oder einen Sack Kaffee je gesehen zu haben“. Wer ist Jobber und wer nicht? Soll das Gericht über diese schwierige, kaum lösbare Frage in jedem einzelnen Falle entscheiden? Wievielmehr wird hier der Rechtsprechung zugemutet, als die Judikatur des Reichsgerichts mit ihrem seit einigen Jahren angenommenen Grund-

<sup>1</sup> Ebenda S. 28.

jage versucht hat. Denn diese letztere will die äußersten Ausläufer, gleichsam die peripherischen Erscheinungen des Börsenspiels treffen, diejenigen Fälle, welche am weitesten entfernt von dem Mittelpunkt des Börsenverkehrs liegen, welche sich hinausverirren in die entlegensten Verhältnisse, die jenen am meisten entrückt sein sollten und als solche am schreiendsten nach Abhülfe rufen. Kohler dagegen tritt in die Mitte des Börsenverkehrs hinein, will jene geringere Gattung der berufsmäßigen Spekulanten treffen, welche an der Börse täglich zu finden ist und durch den Namen des „Jobbertums“ sich abhebt von den legitimen Spekulanten, wobei er den Namen des „Jobbers“ wiederum in anderem Sinne braucht, als der übliche Sprachgebrauch an deutschen Börsen<sup>1</sup>.

Ich bestreite keineswegs, daß auf die Kreise, die Kohler im Auge hat, die Reform sich zu richten habe; im Gegenteil, ich sehe eine Lücke des von der Börsenenquete-Kommission vorgeschlagenen Terminregisters darin, daß diese Kreise dadurch niemals getroffen werden können. Aber die Schwierigkeit, sie zu treffen mit irgend einer Maßregel, scheint mir Kohler zu verkennen, indem er jene Auscheidung versucht. Insbesondere würde die von ihm vorgeschlagene Maßregel gerade gegen das Jobbertum fruchtlos sein.

Die Börsenenquete-Kommission hat im wesentlichen daran verzweifelt, diesen Punkt zu treffen. Das Terminregister würde ihn nicht berühren, ob es nun auf die Effekten-Termingeschäfte ausgedehnt werden sollte oder nicht. Denn es will nur diejenigen Leute von rechtswirksamen Termingeschäften ausschließen, welche sich nicht öffentlich dazu bekennen. Die Reform der Börsenverfassung, welche die Enquete-Kommission anstrebt, ist so zahm, daß durch die neuen Maßregeln — wenn sie ernsthaft gehandhabt werden — wohl manches Gute geleistet werden kann, aber Schranken, die dem von Kohler sogenannten Jobbertum oder dem von der Börse sogenannten Jobbertum wehren, errichten sie nicht.

Allerdings wäre von dieser Seite her eine Besserung zu erwarten. Aber einerseits müßten straffere Maßregeln, als die vorgeschlagenen, ergriffen werden, andererseits müßte ein sehr ver-

<sup>1</sup> Dieser Name ist mehrdeutig. In seiner englischen Heimat hat er nicht den obösen Beigeschmack wie in Deutschland. In London heißt der Händler an der Stockbörse, der regelmäßig kein Spekulant ist, *jobber* oder *dealer* (beides gleichbedeutend). In Deutschland trifft diese Bezeichnung wiederum mehr die kleinen Spekulanten als die großen; im Sinne von Kohler aber liegt es, weit mehr die großen als die kleinen zu meinen.

änderter Geist auch in den besseren Kreisen der berufsmäßigen Börsenmänner heimisch werden. Immer wäre die Reform in der persönlichen Würdigung der einzelnen Spekulanten, in öffentlich-rechtlichen Maßregeln, nicht in privatrechtlichen, zu suchen. Vorkehrungsmaßregeln für die Zulassung zur Börse, Wachsamkeit über das Geschäftstreiben der einzelnen Mitglieder an der Börse und von der Börse in die draußen stehenden Kreise hinaus, Mittel der Zucht gegen Fehlende und zuletzt die Entfernung von der Börse. Hier liegt die Möglichkeit der Reform, die Kohler materiell im Auge hat; und wenn hier nicht, dann ist sie überhaupt nicht möglich.

Von dieser Seite her wäre auch etwas zu erwarten gegenüber der Ansteckung, welche von der Börse aus in die Kreise des unberufenen Publikums getragen wird, ohne daß man darum zu verkennen braucht, daß für diese Zwecke das von der Enquete-Kommission vorgeschlagene Terminregister mindestens ein achtbarer Versuch der Besserung sein würde. Das Gelingen dieses Versuches hängt davon ab, ob die öffentliche Eintragung im Sinne dessen, was die Urheber des Vorschlages erwarten, wirklich die Scheidelinie des berufsmäßigen Betriebes von Termingeschäften ziehen wird. Dehnt man das Terminregister auf den Handel in Wertpapieren aus unter der naheliegenden Erwägung, daß schon jetzt die Mehrzahl der zu unterdrückenden Differenzgeschäfte nicht im Warenterminhandel, sondern im Wertpapierhandel vor sich geht, und daß vollends durch die Beschränkung des Terminregisters auf Waren diese größere Masse noch verstärkt werden würde, so rückt die Gefahr nahe, daß in dem neuen Register eine Zahl und Mannigfaltigkeit von Personen erscheint, welche desto bequemerer Unterschlupf bietet für solche Personen, die man eben hat fern halten wollen. Im übrigen wird es an verhüllenden Geschäftsformen nicht fehlen, die — mit einiger unschwer zu überwindender Belästigung — an die Stelle des Termingeschäfts treten. Gleichwohl möge der Versuch in diesem größeren Umfange gemacht werden.

Ist dieses mit Erfolg geschehn, ist es einstmals auch zu einer Reform der Börsenverfassung gekommen, so bleibt zuletzt doch das große Fragezeichen übrig, welches am Ende aller Erfolge in dem privatwirtschaftlichen System des Erwerbslebens entsteht, und zumal an den Börsengewinnen entsteht — die Auslöschung des aleatorischen Elements mit den Ansprüchen der Gerechtigkeit. Dies kann nicht geschehen durch die Erreichung des fernen Ideals, daß jeder Erfolg, jeder Gewinn das Ergebnis „geistiger Arbeit“ sei, daß also das Element



des Zufalls ausgemerzt ist. Dieses Ziel ist deshalb nicht erreichbar, weil die Macht des Zufalls niemals wird überwunden werden können, obwohl es denkbar ist, daß diese Macht fortschreitend eingeschränkt werde.

Wenn nun der Zustand unserer Gesellschaft und die Forderungen des Zeitalters dem großen Besitze Zumutungen machen, denen er immer weniger wird widerstehen können, Zumutungen, die auf einen steigenden Anteil an den Steuerlasten gerichtet sind, so wird vorzugsweise die Schicht dieser Gewinne ihr Teil leisten müssen und zufrieden sein dürfen, wenn dadurch endlich der Friede hergestellt wird<sup>1</sup>.

Täuschen wir uns darüber nicht: die Fortschritte der socialpolitischen Reformen lassen sich nicht mit dieser oder jener Teilzahlung abfinden. Auf den einen Fortschritt folgt immer wieder ein neuer; auf die eine Zumutung die andere. Kein Preis ist zu teuer, wenn er den gesicherten Fortgang der Kultur verbürgt. Die Börse hat vor allen anderen Anlaß, dies zu begreifen.

Die bestehende sog. Börsensteuer, wie sie durch die Reichsgesetze vom 1. Juli 1881, vom 29. Mai 1885 und vom 27. April 1894 geschaffen und weiter entwickelt worden, ist nicht dasjenige, was wir im Auge haben. Eine Steuer dieser Art, welche sich an die Vorgänge des Geschäftslebens, nicht an deren Ergebnisse heftet, ist vor allem von unbestimmter Wirkung auf die Personen, denen sie zugemutet wird. Daß die „Börse“, d. h. der eigentliche Kreis der an der Börse berufsmäßig verkehrenden Kaufleute, sie trägt, ist in dieser Einschränkung nicht einmal die Absicht des Gesetzgebers. Ihrer Natur nach soll sie auch alle die anderen Personen treffen, welche durch Anschaffung und Umsatz von Wertpapieren und börsenmäßigen Waren in Beziehung zu der Börse treten. Daß diese Absicht des Gesetzgebers in der Durchführung des Gesetzes erreicht wird, ist kaum zu bezweifeln; darüber hinaus ist anzunehmen, daß eine Abwälzung der Steuer auf jene weiteren Kreise des Publikums gelingt. Ziemlich gewiß ist, daß zunächst noch die schädlichen Folgen nicht eingetreten sind, welche seitens der Börsenleute vor der Einführung der Steuer und ihrer Erhöhung im Jahre 1885 erwartet wurden. Die wirkliche Bewegung des Börsenverkehrs ist anderen und stärkeren Ursachen gefolgt. Die große Schwankung der Steuererträge in der

<sup>1</sup> Vgl. „Ein Wort zur Börsensteuer“ in Conrads „Jahrbüchern für Nationalökonomie und Statistik“. Jahrg. 1885. N. F. Bd. X, und in meinen „Nationalökonomischen Studien“ (1886).

Periode der gleichen Steuersätze zeigt, daß Verkümmern und Aufschwung des Börsenverkehrs durch Steuersätze, wie die geltenden, wenig beeinflusst werden. Im Finanzjahre 1886—1887 war der Ertrag der verschiedenen, unter dem Namen der Börsensteuer zusammengefaßten Reichsstempelsteuern 13 Mill. Mark; im Jahre 1889—1890 stieg der Ertrag auf 25 Mill. Mark und fiel im Jahre 1892—1893 wieder auf 13 Mill. Mark<sup>1</sup>. Die Wirkung der neuesten Erhöhung der Steuer durch das Gesetz vom 27. April 1894 läßt sich nach so kurzer Frist ihrer Geltung nicht beurteilen<sup>2</sup>. Daß die bisherige Unschädlichkeit der Steuer den gesetzgebenden Körperschaften Mut ge-

<sup>1</sup> Statist. Jahrbuch f. d. Deutsche Reich, 1894.

<sup>2</sup> Hier die Zahlen zum Vergleiche der Jahre 1892, 1893, 1894 bis 30. November 1894:

|               | Umsatzsteuer |          |           | Effektenstempel |          |           |
|---------------|--------------|----------|-----------|-----------------|----------|-----------|
|               | 1892         | 1893     | 1894      | 1892            | 1893     | 1894      |
|               | <i>M</i>     | <i>M</i> | <i>M</i>  | <i>M</i>        | <i>M</i> | <i>M</i>  |
| Januar . . .  | 879 897      | 831 648  | 730 214   | 475 894         | 213 057  | 584 038   |
| Februar . . . | 904 336      | 978 127  | 759 355   | 231 121         | 584 707  | 428 943   |
| März . . .    | 700 230      | 902 774  | 795 712   | 468 627         | 599 459  | 820 638   |
| April . . .   | 826 795      | 852 335  | 760 715   | 259 860         | 306 594  | 807 698   |
| Mai . . .     | 824 475      | 760 482  | 1 145 353 | 298 659         | 329 982  | 314 101   |
| Juni . . .    | 844 982      | 616 986  | 1 003 862 | 263 773         | 249 165  | 904 213   |
| Juli . . .    | 636 450      | 674 044  | 947 813   | 251 503         | 295 283  | 520 122   |
| August . . .  | 701 092      | 625 654  | 1 230 127 | 207 377         | 117 239  | 187 375   |
| September . . | 673 871      | 575 000  | 1 622 430 | 162 432         | 191 066  | 678 332   |
| Oktober . . . | 751 422      | 599 785  | 1 590 600 | 251 170         | 229 254  | 1 527 691 |
| November . .  | 685 590      | 644 543  | 1 614 079 | 220 207         | 231 243  | 715 910   |
| Dezember . .  | 648 718      | 532 996  | —         | 330 337         | 380 188  | —         |

Dieselben genügen natürlich noch nicht, die Wirkung des neuen Steuergesetzes zu beurteilen (aus nur sieben Monaten seiner Geltung!), aber sie scheinen dennoch auszureichen, um zu zeigen, daß auch diesmal die schlimmen Folgen noch nicht eingetreten sind, welche seitens der Börseninteressenten vorausgesagt wurden. In der That begnügen sich jetzt börsenfreundliche Zeitungen damit, auf Grund dieser Zahlen zu berechnen, der Mehrertrag der neuen Steuersätze werde geringer sein als der Betrag, auf den die Befürworter derselben gerechnet hätten. Angesichts der großen Schwankungen in dem Umfange des Börsenverkehrs ist es hier ebenso schwer, ein Minimum, wie ein Maximum, wie einen Durchschnitt des Jahresertrages vorher herauszurechnen. Das zeigen wieder die monatlichen Schwankungen der letzten Zeit. Aber das, was damals seitens der Börseninteressenten behauptet wurde, die Steuererhöhung werde eine absolute Verminderung des Steuerertrages zur Folge haben, dürfte wohl heute schon erfahrungsmäßig widerlegt sein.

macht hat, sie zu erhöhen, ist begreiflich. Andererseits müssen die Neigungen der Reichstagsmehrheit zu fortsetzender Erhöhung dieser Steuer allmählich dahin gelangen, daß sie die üblen Folgen wirklich herbeiführen, die so lange von den Interessenten bloß befürchtet worden sind. Und solche Folgen sind zu befürchten von dem Einflusse einer Volksvertretung, welche unterschiedlos alle von der Regierung verlangten neuen Steuern verwirft, dafür der Regierung die Börsensteuer in einer Höhe entgegenbringt, gegen die sie sich sträubt.

Hier kann Ruhe nur eintreten und die Gefahr für den Gang der Börsengeschäfte abgewendet werden, wenn neben dieser spröden Gestalt der Steuer, die sich an die toten Sachen, nicht an die steuerkräftigen Personen wendet, eine Form gefunden wird, welche das Bedürfnis einer Börsen-Personalsteuer befriedigt. Sie soll auf die große Frage der Zufallsgewinne der Börse die versöhnende Antwort geben; sie soll diesen offenen Spalt in unserer volkswirtschaftlichen Organisation auszufüllen suchen. Sie soll es an ihrem Teile thun, wie an andern Teilen ein gleiches noch zu thun ist, wie namentlich auf dem Gebiete der Erbschaftssteuern etwas ähnliches noch zu leisten ist. Ich habe darüber am erwähnten Orte früher bereits mich geäußert und Vorschläge dafür gemacht. Inzwischen sind zehn Jahre vergangen. In diesem Zeitraum hat sich so vieles in Socialpolitik und Steuerpolitik verändert, so manches, was gestern als fernliegend erschienen, ist heute positives Recht geworden, und ich glaube, diejenigen täuschen sich, welche nach jedem neuen Schritte auf dieser Bahn sich damit trösten wollen, nun sei die Zeit des Ausruhens gekommen. Dieses Zeitalter ist zum Ausruhen nicht gemacht.

---