

Ökonomische Theorie der Aktiengesellschaft

Von
Erwin Steinitzer



Duncker & Humblot *reprints*

Ökonomische Theorie der Aktiengesellschaft.

Ökonomische Theorie der Aktiengesellschaft.

Von

Dr. Erwin Steinitzer.



Leipzig,
Verlag von Duncker & Humblot.
1908.

Alle Rechte vorbehalten.

**Altenburg.
Pierersche Hofbuchdruckerei
Stephan Geibel & Co.**

Meinen Eltern.

I n h a l t.

	Seite
Vorwort	IX
Einleitung	XI
Erstes Kapitel. Die Geschichte der Aktiengesellschaft	1
Zweites Kapitel. Das Wesen und die treibenden Kräfte der Aktiengesellschaft	48
Drittes Kapitel. Die Politik der Aktiengesellschaft	112
Viertes Kapitel. Die Organisation der Aktiengesellschaft	143
Fünftes Kapitel. Das Recht und die Aktiengesellschaft	166

V o r w o r t.

Die erste und eigentliche Absicht dieser Arbeit ist eine theoretische. Darstellungen und Schlußfolgerungen, deren Zweck sich in der Kenntnis und Erkenntnis, die sie vermitteln sollen, völlig erschöpft, bilden den weitaus größten, wie den weitaus bedeutsamsten Teil ihres Inhalts. Daraus folgt von selbst, daß der Weg, auf den ich meinen Leser führe, von der Apologie wie von der Philippika gleich weit ab liegt. Polemische oder propagatorische Ziele sind dieser Schrift völlig fremd. Sie unterscheidet sich in dieser Hinsicht von den meisten Werken der Aktiengesellschaftsliteratur, die den Entwurf und die Anpreisung neuer Pläne für die Hand des Gesetzgebers als ihre vornehmste und — oft — einzige Aufgabe betrachten. Freilich konnte auch ich mich, wo am Schlusse meiner Ausführungen die Rede auf die Rechtsfragen der Aktiengesellschaft kommt, nicht auf eine rein negative Kritik beschränken, wollte ich meinem Vorsatze, den aktiengesellschaftlichen Problemen nach allen Seiten gerecht zu werden, treu bleiben. Die Konsequenzen, die sich mir da aus der Natur der Dinge und dem Wollen des Gesetzgebers zu ergeben scheinen, werden vielleicht nicht den Beifall aller meiner Leser finden. Spielen doch hier Momente nichtökonomischer, ja sogar nichtsachlicher Natur herein, über deren Gewicht man sehr verschiedener Meinung sein kann. Aber aus eben diesem Grunde wird es wohl nicht als unbillig gelten, wenn ich meine Leser und vor allem meine Kritiker bitte, das — notwendig subjektivere — Urteil über diese Dinge von der

Beurteilung des rein objektiven und theoretischen Zwecken der Erkenntnis dienenden Hauptinhaltes meines Buches ganz zu trennen.

Der Gegenstand der folgenden Untersuchung ist das ökonomische Phänomen der Aktiengesellschaft. Also eine Unternehmungsspezies, die sich wirtschaftlich durch wesentliche Eigentümlichkeiten von anderen Unternehmungen scheidet und gegen sie abgrenzen läßt, wenn auch diese Grenzen schwieriger und fließender sind als die künstlicher, juristischer Gebilde. Die Rechtsform dieser Unternehmungsspezies ist gewöhnlich die Aktiengesellschaft, weil ihr diese — nach ihren eigenen Bedürfnissen gebildet und fortentwickelt — am meisten adäquat ist. Die Rechtsform ist die Schale, der ökonomische Inhalt der Kern — und dieser letztere liegt unserer Betrachtung zugrunde. Der wirtschaftliche Inhalt kann ohne die Rechtsform, diese ohne den wirtschaftlichen Inhalt der Aktiengesellschaft erscheinen. Daß es der ökonomische Begriff ist, mit dem wir es zu tun haben, muß besonders bei den analytischen Teilen des zweiten Kapitels scharf im Auge behalten werden.

München, am 25. August 1908.

Dr. Erwin Steinitzer.

Einleitung.

Ökonomische Theorie der Aktiengesellschaft?! Ist das kein Widerspruch? Kann man einen juristischen Begriff — und das ist doch der Begriff der Aktiengesellschaft zweifellos — volkswirtschaftlich analysieren?

Nein, gewiß nicht und deshalb ist unser Titel eigentlich streng genommen nicht ganz richtig. Es sollte heißen: Theorie des ökonomischen Phänomens, das in der Aktiengesellschaft seinen angemessensten, rechtlichen Ausdruck findet. Jeder Leser wird mit mir fühlen, daß das nicht geht und wird die kleine Ungenauigkeit entschuldigen.

Gerade bei der Aktiengesellschaft ist dieser metaphorische Gebrauch übrigens ganz unbedenklich. Im Grunde haben wir ihn uns alle längst angewöhnt; für jeden Nichtjuristen überwiegen heute die ökonomischen Assoziationen, wenn er das Wort hört. Man denkt an eine Mehrzahl von Aktionären, nicht bloß von Anteilen, an mobile Wertpapiere, nicht an Rechte auf eine bestimmte Ertragnis- und Liquidationsquote vom Gesellschaftsvermögen und wenn man jemand aufforderte, ein Beispiel einer Aktiengesellschaft zu nennen, so ist hundert gegen eins zu wetten, daß nicht Krupp oder irgend eine andere Familiengründung bezeichnet würde, obwohl diese doch rechtlich ganz genau so Aktiengesellschaften sind, wie die Deutsche Bank oder der „Phönix“.

Also ein ökonomisches Phänomen ist der Gegenstand unserer Untersuchung, ein ökonomisches Phänomen, das wir — mangels eines anderen — mit dem Namen des Rechts-

instituts bezeichnen, das es sich geschaffen hat, in dem es sich am wohlsten fühlt, in das es sich regelmäßig kleidet, mit einem Worte des Rechtsinstituts, das ihm adäquat ist.

Dieses ökonomische Phänomen ist bekanntlich eine Unternehmung, eine wirtschaftlichen Erwerbszwecken dienende Unternehmung — mit ganz bestimmten, eigentümlichen inneren Verhältnissen, die sie von den anderen Unternehmungen, die wir kennen, streng scheiden. Streng scheiden vor allem von der privaten Unternehmung im eigentlichen Sinne des Wortes. Es ist üblich, gerade diesen Unterschied besonders zu betonen und den vergleichenden Blick nur zwischen diesen beiden Unternehmungskategorien hin- und herzuführen. Auch ich will diesem Brauche, der sich schon genetisch rechtfertigt — die aktiengesellschaftliche ist aus der privaten Unternehmung entstanden — folgen; die private Unternehmung wird Hintergrund und Folie des Bildes der Aktiengesellschaft sein, das in den folgenden Blättern entworfen werden soll. Es gäbe freilich noch einen anderen Vergleich, den mit der öffentlichen Unternehmung. In Wesen und Politik zeigt die öffentliche Unternehmung manchen, der Aktiengesellschaft — die ja bisweilen in sie mündet — ähnlichen Zug.

Aber auf der anderen Seite ist die öffentliche Unternehmung doch etwas ganz anderes als Aktiengesellschaft und Privatunternehmung. Die private oder die Aktienunternehmung wollen Überschüsse erzeugen für ganz bestimmte Taschen, für eine größere und geringere Anzahl von Leuten, die von ihren Ergebnissen unmittelbar in ihrer ökonomischen Situation berührt werden, an ihnen unmittelbar interessiert sind. An den Ergebnissen der öffentlichen Unternehmung ist niemand unmittelbar beteiligt, sie kennt keine direkten, sondern nur mittelbare und bedingte Wirkungen auf individuelle Wirtschaftssubjekte. Die öffentliche Unternehmung steht nicht da, wie die private und die Aktiengesellschaft als selbständiger, einheitlicher nach außen unabhängiger Willensträger; sie ist ein Glied in einem größeren Verwaltungsorganismus, die letzte Bestimmung

ihres Tuns liegt oft außer ihr, die Rücksicht auf andere nicht selten immaterielle Zwecke des Verwaltungskörpers, dem sie angehört, zerstört die individuelle Einheitlichkeit ihres Wollens.

All' das gibt eine tiefe, prinzipielle Kluft, macht die öffentliche Unternehmung gegenüber beiden, der privaten und der Aktiengesellschaft, zu etwas Besonderem, Abweichendem, Spezifischem, zu einer Unternehmung sui generis. Deshalb habe ich auf Vergleich und Gegenüberstellung, die, wie gesagt, manches positive Resultat ergeben hätte, verzichtet. Wenn ich im folgenden Zusammenhange von Unternehmungen spreche, so ist für die Regel an die öffentliche nicht gedacht.

Die Methode ist eine Mischung von Induktion und Deduktion in jenem Verhältnisse, das für den Zweck — Erkenntnis — am geeignetsten schien. Mancher wird die Dosis der Deduktion zu groß finden. Daran bin nicht ich schuld, sondern die Undurchsichtigkeit des Stoffes und die Spärlichkeit des Materials, dessen weit auseinanderliegende Tatsachen nur durch ein Netz von Gedankenfäden zur Einheit zusammen gesponnen werden konnten. Ich habe so viel Material gesammelt, als ich nur erlangen konnte, und ich habe mich redlich bemüht, meine Deduktion nicht in den leeren Raum hinein fortzusetzen. Ich habe als Voraussetzungen nur erweisliche Tatsachen und ökonomisch-psychologische Motivationen, die allgemein anerkannt sind, benutzt.

Strenge Systematik war nötig, um gegenüber der außerordentlichen Vielseitigkeit des Themas die Möglichkeit halbwegs erschöpfender Behandlung zu behaupten.

Das erste Kapitel bringt — als Einleitung — einen durchaus vom wirtschaftsgeschichtlichen Standpunkte ausgehenden Abriß der Entwicklung des Aktiengesellschaftswesens von den Zeiten der *societas maris* bis in die Gegenwart. Der Abschnitt ist, wie gesagt, rein historisch gedacht

und vermeidet jeden Hinweis auf die spätere Theorie. Seinem untergeordneten Charakter im Rahmen des Ganzen entsprechend, wird er dem kundigen Leser keine neuen Tatsachen bringen. Doch vielleicht einige neue Gesichtspunkte¹.

Das zweite Kapitel bildet in jeder Hinsicht das Hauptstück der ganzen Untersuchung. Es sucht, nachdem es die ökonomische Definition der Aktiengesellschaft gewonnen und begründet, die eigentümlichen Herrschafts- und Interessenverhältnisse, die ihr Wesen ausmachen, erst analytisch, dann genetisch zu erfassen und schließt mit der Behandlung eines aus diesen Herrschafts- und Interessenverhältnissen unter Umständen entspringenden technischen Problems. Ich glaube, daß dieser letzte Abschnitt auf manche, bisher nicht ganz voll verstandene Frage moderner Finanztechnik — amerikanischer insbesondere — einiges Licht werfen wird.

¹ Eine Frage, die die modernste Geschichte der Aktiengesellschaft berührt, habe ich zu stellen unterlassen, weil ich für sie nur eine ganz hypothetische Antwort habe. Das ist die Frage, warum die Finanzierung der schweren Industrie, von der am Schlusse des ersten Kapitels die Rede ist, in Deutschland von großen Aktiengesellschaften — den Großbanken —, in Amerika von privaten Finanziers ausgeht. Mit allen Vorbehalten sei meine Vermutung hierher gesetzt. Ich glaube, die Ursache liegt darin, daß es in Amerika eine größere Anzahl flüssiger Riesenvermögen gab, in Deutschland aber nicht. Diese amerikanischen Großvermögen flossen zum überwiegenden Teile aus dem Eisenbahngeschäft, dessen spezifischen amerikanischen Charakter wir noch des näheren kennen lernen werden. Das Wichtigste ist, daß sie nicht dauernd festgelegt, sondern flüssig waren, leicht realisiert werden konnten und stets für die jeweilig gewinnbringendste Anlage zur Verfügung standen. In Deutschland dagegen gab es nur eine Art großer, flüssiger Vermögen: die Bankiervermögen. Die feudalen und die wenigen industriellen Großvermögen waren immobilisiert, die Spekulantenvermögen der Gründerjahre ephemer, im Eisenbahngeschäft waren — dank der starken Staatsaufsicht und der bald einsetzenden Verstaatlichungsaktion — keine außerordentlichen Reichtümer zu erwerben. Aber auch die Bankiers waren im ganzen nicht allzureich; sie gründeten deshalb die großen Aktienbanken zur Verstärkung ihrer eigenen Kapitalkapazität.

Der dritte Abschnitt bringt die „Politik“ der Aktiengesellschaft, die wichtigsten Äußerungsformen der in ihr wirksamen Interessen und Kräfte. Es ist natürlich weniger auf einen erschöpfenden Katalog — der könnte, wenn überhaupt, nur monographisch gewonnen werden — als auf eine systematische Illustration der Ergebnisse des vorhergehenden Kapitels abgesehen.

Der vierte Abschnitt behandelt die Organisation und der fünfte, letzte, das Recht der Aktiengesellschaft — letzteres unter ausschließlicher Hervorkehrung des Prinzipiellen, des eigentlichen Rechtsproblems, und ohne jede juristische Detailmalerei¹.

Diese strenge Systematik hat übrigens einige mißliche Nebenwirkungen. Sie macht nicht nur hier und da kleine Wiederholungen, sondern auch Vorwegnahmen nötig. Manches, was erst an einer späteren Stelle systematisch behandelt wird, muß doch schon an einer früheren — im Interesse vollen Verständnisses — wenigstens in knappen Grundzügen gestreift werden. Das gilt vor allem von dem grundlegenden Verhältnisse zwischen der die Aktiengesellschaft regierenden Gruppe und den nichtregierenden Aktionären. In seinen Elementen schon im zweiten Kapitel dargelegt und im vierten wiederum berührt, findet es doch erst in der Theorie der Generalversammlung des fünften Kapitels seinen systematischen Platz und seine erschöpfende Behandlung. Aus systematischen Gründen auch ist die

¹ Von einer Statistik der Aktiengesellschaft habe ich abgesehen, weil ich nichts neues und eigenes bringen könnte. Gute internationale Übersichten bringt Juraschek im ersten Bande des H. W. d. St.; in der im Erscheinen begriffenen dritten Auflage werden sie wohl bis auf die jüngste Gegenwart fortgeführt sein. Das deutsche Material hat E. Wagon in einer nun freilich wieder einige Jahre zurückliegenden, sehr fleißigen Jenenser Dissertation (die deutschen Aktiengesellschaften und die Gesellschaften m. b. H.) zusammengestellt. Gelegentliche Übersichten in den Conradschen Jahrbüchern, dem „deutschen Ökonomist“, dem Frankfurter und Berliner Aktionär. Über die — meist recht spärlichen — ausländischen Quellen vgl. Juraschek a. a. O. — Seit dies geschrieben, haben die reichsstatistischen Vierteljahrshefte viel neues Material publiziert.

Erörterung der sogenannten Aufsichtsratsfrage im vierten Kapitel wohl begonnen, aber erst im fünften zu Ende geführt. Sie gehört eben nur als Organisationsfrage in den die Organisation schildernden Abschnitt. An dem Punkte, wo sie diesen Charakter verliert und in das allgemeinere Problem des Interessenschutzes der Aktionäre übergeht, bricht das vierte Kapitel ihre Behandlung ab, während das fünfte sie an demselben Punkte wieder aufnimmt. — Auch in einigen anderen Dingen waren knappe Vorwegnahmen nötig. Wenn ich es mir auch nicht gestatten kann, wie Schopenhauer, meinen Leser zu zweimaliger Lektüre aufzufordern, so darf ich ihn doch aus jenem Grunde bitten, wo ihm die eine oder die andere Ausführung allzu summarisch erscheint, seine Bedenken — bis zum Schlusse der Lektüre — zu vertagen.

Was ich erkennen wollte, war das Prinzipielle, Grundlegende, Allgemeingültige; auf Einzelheiten sekundärer Bedeutung ist deshalb im ganzen nicht ausführlich eingegangen. In einer Flut von Details wären nur die allgemeinen Konturen, die ich möglichst scharf zeichnen wollte, verschwommen.

Den betrügerischen Ausartungen des Aktienwesens habe ich keine besondere Aufmerksamkeit geschenkt. Auch dem Gründungsschwindel nicht, der in der literarischen — und auch in der legislatorischen — Behandlung der Aktiengesellschaft eine so zentrale Rolle spielt, der aber für mich nichts ist als eine der vielen Äußerungsformen der der Aktiengesellschaft eigenen inneren Verhältnisse. Ich habe deshalb auch darauf verzichtet, auf all' die kleinen Triks der Philippart, Stenglen, Sternberg, Quistorp, Whitaker-Wright und wie die toten und lebenden Matadore alle noch heißen, des näheren einzugehen; die Literatur weiß von diesen Dingen ohnehin mehr als von wesentlicheren. Nicht um die Pathologie, sondern um die Physiologie der Aktiengesellschaft war es mir zu tun. Ich muß freilich zugeben, daß sich da gerade auf unserem Gebiete die Grenzlinie nur sehr schwer ziehen läßt.

Erstes Kapitel.

Die Geschichte der Aktiengesellschaft.

Wer Geschichte schreibt, muß vor allem den Gegenstand seiner Forschung bestimmen und umgrenzen. Der juristische Historiker der Aktiengesellschaft gewinnt diese Begrenzung durch die rechtliche Definition. Er sagt sich etwa: unter einer Aktiengesellschaft verstehe ich eine Unternehmung — im handelsrechtlichen Sinne — deren Kapital sich aus einzelnen Teilen zusammensetzt, die veräußerlich sind und deren Besitzer mit ihrem sonstigen Vermögen für die Unternehmungsverbindlichkeiten nicht haften. Diese — oder eine ähnliche Definition einmal angenommen, ist sein Weg klar und eindeutig vorgezeichnet. Er wird in der Chronik der Unternehmung soweit zurückgehen, als er noch Unternehmungen findet, die alle Bedingungen seiner Definition erfüllen, und bei der letzten, die das noch tut, wird seine Darstellung einsetzen.

Der Leser weiß bereits, daß den Gegenstand dieses Kapitels und dieses Buches nicht die Rechtsform der Aktiengesellschaft, sondern der ökonomische Inhalt bildet, dem diese Rechtsform adäquat ist. Daraus folgt unmittelbar, daß wir uns weder Ausgangspunkt noch Stoffbegrenzung des Juristen zu eigen machen können. Denn ökonomische Erscheinungen kleiden sich nicht ausschließlich in die ihnen völlig adäquaten Rechtsformen; ja es ist sogar die Regel, daß neue wirtschaftliche Phänomene sich zunächst in ab-

getragene juristische Kleider zwingen müssen, die für andere Verhältnisse zugeschnitten worden sind, und erst allmählich ein passendes, nach ihren eigenen Bedürfnissen gefertigtes Rechtsgewand erhalten. Fehler der Gesetzgebung oder Verwaltung können auch späterhin bewirken, daß wirtschaftliche Erscheinungen nicht die ihnen adäquate, sondern eine andere Rechtsform annehmen. Man denke, um auf unserem Gebiete zu bleiben, an die aus äußeren Gründen als Kommanditgesellschaften konstruierten, großen Aktienbanken, deren wir heute noch in Deutschland mehrere haben. Und während so ökonomische Verhältnisse, die eigentlich rechtlich am besten durch die Aktiengesellschaft ausgedrückt würden, auf andere Rechtsformen übergreifen, benützen wiederum Verhältnisse ganz verschiedener Art um gewisser juristischer Nebenwirkungen willen, den ihnen von Natur fremden Rahmen der Aktiengesellschaft¹. Kurz, die Kreise der Aktiengesellschaft im rechtlichen und der Aktiengesellschaft im ökonomischen Sinne decken einander keineswegs.

Wir müssen also für unsere Darstellung einen eigenen Ausgangspunkt suchen und der kann kein anderer sein, als die ökonomische Definition der Aktiengesellschaft oder vielmehr jener wirtschaftlichen Erscheinung, die sich die Aktiengesellschaft als adäquate Rechtsform geschaffen hat und deren Studium die Aufgabe dieser Blätter ist. Ich verstehe aber unter einer Aktiengesellschaft im ökonomischen Sinne die Vereinigung einer Mehrzahl von Kapitalien verschiedener Besitzer in einer einheitlichen Unternehmung oder einem einheitlichen Unternehmungskomplex, wenn einmal höchstens ein Teil jener Kapitalisten an der Unternehmungsleitung dauernden und aktiven Anteil nimmt, während der Rest auf die Kapitalspartizipation beschränkt bleibt und wenn andererseits zumindest ein Teil auch dieser bloßen Kapitalspartizipanten

¹ So sind die sogenannten „Familiengründungen“ trotz der rechtlichen Form, ökonomisch betrachtet, in der ersten und manchmal auch in der zweiten Generation keine Aktiengesellschaften.

einen — nach den Ergebnissen der Unternehmung — schwankenden Ertrag — keine fixe Kapitalvergütung erhält.

Die Definition erscheint zunächst — und das ist an dieser Stelle ja auch gar nicht anders möglich — als durchaus willkürlich. Erst unsere weitere Untersuchung kann und wird zeigen, daß wirklich diese beiden Momente — Existenz bloßer Kapitalpartizipanten und prinzipiell schwankende Ertragsbeteiligung zumindest eines Teils derselben — die Wurzeln jener fundamentalen Besonderheiten sind, die die Aktiengesellschaft als ökonomisches Gebilde — in Wesen und Politik — von der „Privat-Unternehmung“ scheiden. Bis dahin muß ich für meine Begriffsbestimmung um den Kredit des Lesers bitten.

Man pflegt allerdings bei dem Begriffe Aktiengesellschaft noch an zwei andere ökonomische Tatsachen zu denken, die in unserer Definition nicht enthalten sind; an die absolute Begrenzung des Risikos¹, juristisch ausgedrückt durch die beschränkte Haftung — und an die freie und formlose Veräußerlichkeit der Kapitalanteile, die „Negotiability“ der

¹ Subjektiv für den einzelnen ergibt sich die Höhe des Risikos vor allem aus der Zusammensetzung seiner Vermögensanlage, nicht bloß aus dem juristischen und ökonomischen Charakter des einzelnen Anlageobjekts. Wenn jemand sein ganzes Vermögen in Aktien angelegt hat, so ist sein mögliches Risiko unbegrenzt, auch wenn es sämtlich „Pfundaktien“ sind und die Haftung bei der einzelnen Aktie also nicht über einen sehr geringen Betrag hinausgeht. Sind es verschiedene Aktien, so bringt allerdings die Verteilung auch eine Verminderung des Risikos mit sich. Risikomindernd wirkt auch die leichtere Veräußerlichkeit der Aktien; in vielen Fällen wenigstens kann der Aktionär so noch etwas retten, wo der Privatunternehmer, dem diese Möglichkeit, das sinkende Schiff zu verlassen, fehlt, alles einbüßt. Aber potentiell bleibt das Wagnis bei Anlage des vollen Vermögens in „beschränkt haftenden“ Aktien unbegrenzt; nur wer in Aktien bloß einen Teil seines Vermögens anlegt, beschränkt sein Risiko (als „Aktienunternehmer“, andere Kapitalanlagen haben natürlich auch ihre besonderen Risiken, die kleiner, aber auch größer sein können als das Aktionärrisiko, das seinerseits von Unternehmung zu Unternehmung wechselt) wirklich auf diesen Teil.

Aktie. Beides steht im engsten logischen Zusammenhang mit der Tatsache der bloßen Kapitalspartizipation; denn wie diese die — wirtschaftlich gar nicht in Betracht kommende — Persönlichkeit des Kapitalbesitzers gleichgültig macht, so löst sie auch sein Kapital ökonomisch aus dem ursprünglichen Konnex mit seinem übrigen Vermögen vollständig heraus, um es einem neuen wirtschaftlichen Zusammenhange, dem der Aktiengesellschaft einzufügen — und es erscheint einigermaßen künstlich, wenn dieser alte, völlig aufgehobene Konnex unter besonderen Umständen plötzlich wieder hergestellt wird. Beide Momente haben für die Entwicklung der Aktiengesellschaft eine nicht geringe Bedeutung. Die beschränkte Haftung hat diese Entwicklung außerordentlich gefördert, ja sie war in vielen Fällen — so gleich in den ersten, die die geschichtliche Betrachtung uns zeigen wird — ihr eigentliches Movens. Die freie Veräußerlichkeit der Kapitalanteile wiederum ist für einige der schärfsten Eigentümlichkeiten des Aktienwesens Bedingung und Anlaß gewesen. Dennoch würde ich Bedenken tragen, den Begriff der Aktiengesellschaft fallen zu lassen, wo das eine oder das andere der beiden Momente fehlt. Aktiengesellschaften mit unbeschränkter Haftung sind in der Geschichte nicht selten. In England war bekanntlich die beschränkte Haftung durch fast eineinhalb Jahrhunderte — von 1720 bis 1855 — gesetzlich ausgeschlossen. Aber diese Periode brachte keine Stagnation, sondern — vornehmlich seit dem Beginne des 19. Jahrhunderts — einen sehr kräftigen Aufschwung des Aktiengesellschaftswesens und man wird kaum sagen können, daß die Gesellschaften von damals ökonomisch wesentlich anders funktionierten als die heutigen. Die Möglichkeit, im Falle des Zusammenbruchs der Kompanie mit dem übrigen Eigenvermögen herangezogen zu werden, wurde in aller Regel gar nicht beachtet — welcher Aktienkäufer denkt denn an den Bankrott seiner Gesellschaft? Die einzige Wirkung der unbeschränkten Haftung war, daß kleine Leute, die niemals an solche Möglichkeiten gedacht hatten, die Fehler oder die Gewissenlosigkeit

anderer mit ihrer ganzen Habe büßen mußten — und deshalb vor allem hat man sie ja schließlich auch aufgehoben^{1 2}.

Bedeutend wichtiger als die beschränkte Haftung ist die Negotiabilität der Aktie. Die freie und formlose Veräußerlichkeit der Anteile hat, wie wir sehen werden, gewisse ökonomische Folgen, die natürlich mangeln, wo sie fehlt. Doch dieser Unterschied greift nicht an das Wesen der Aktiengesellschaft; er hemmt nur die volle Entfaltung der aktiengesellschaftlichen Eigentümlichkeiten. Die mangelnde Negotiabilität hat außerdem sehr häufig die indirekte Wirkung, die Teilhaberschaft auf einen engen durch persönliche Beziehungen verbundenen Mitgliederkreis einzuschränken. Solche Gesellschaften sind aber keine eigentlichen Aktiengesellschaften; sie stehen zwischen diesen und den Privatunternehmungen mitten inne und zeigen die Besonderheiten der Aktiengesellschaft, wenn überhaupt, nur rudimentär. Sie werden wohl in unserer entwicklungsgeschichtlichen, kaum dagegen in unserer systematischen Untersuchung eine Rolle spielen. Allein diese indirekte Wirkung ist nicht unbedingt; wenn der einzelne Anteil klein ist, — wie bei unserer G. m. b. H., — mögen durch das Versprechen hohen Gewinns auch ganz Außenstehende trotz der mangelnden Negotiabilität zur Beteiligung veranlaßt werden. Wir werden deshalb von Gesellschaften mit nicht negotiablen Anteilen zwar wenig zu sagen haben, dürfen sie jedoch von unserem Begriffe der Aktiengesellschaft nicht völlig ausschließen. Die Negotiabilität ist ein überaus bedeutsames naturale, aber kein unbedingtes essentielle der Aktie — ökonomisch natürlich — nicht juristisch betrachtet.

Mit dem Sturze des Römerreichs gehen auch die ausgebildeten kapitalistischen Wirtschaftsformen, die unter dem

¹ Ein interessanter Illustrationsfall ist die Geschichte der Royal-
British Bank. Vgl. Wirth, Geschichte der Handelskrisen, S. 327 ff.

² Daß mit dieser Aufhebung ein neuer, starker Impuls zur Ausbreitung des Aktiengesellschaftswesens gegeben wurde, soll damit natürlich nicht geleugnet werden.

Schutze einer jahrhundertelangen, positiven, politischen Entwicklung entstanden waren, zugrunde und es dauert wiederum Jahrhunderte, bis die neue Evolution einen neuen Kapitalismus ins Leben ruft. Die Geburtsstunde dieses neuen Kapitalismus schlägt, als die mitteleuropäischen Volkswirtschaften aus ihrer naturalwirtschaftlichen Isolierung heraustreten und beginnen, ihre eigenen Güter gegen die begehrten, zuhause nicht erhältlichen Produkte morgenländischer Wirtschaft auszutauschen. Und seine Geburtsstätte sind die Gebiete, denen ihre Lage die Vermittlerrolle in diesem Austauschverkehr mit Notwendigkeit zugewiesen hatte: Italien vor allem, auch Spanien, das freilich nicht lange die nötige politische Ruhe genießt, und Ostrom.

Unter den drei Konkurrenten nimmt Italien bald den ersten Platz ein. Auf der pyrenäischen Halbinsel tobt jahrhundertlang fast unterbrechungslos der Kampf der Christen und Mauren. Der Landweg nach Ostrom führt durch weite Gebiete, die von Völkern niedriger Zivilisation dünn besiedelt, dem kaufmännischen Verkehr ungastlich und unsicher erscheinen. Die italienischen Häfen liegen den mitteleuropäischen Wirtschaftszentren am nächsten; sie sind mit ihnen durch gute und relativ sichere Straßen verbunden, und die Politik der Kaiser sorgte dafür, daß Italien für die Deutschen, wenn auch nicht das Land der Sehnsucht, so doch das Land war, das man am besten kannte und von dem man am meisten wußte.

In den italienischen Kommunen, in denen das Geldkapital in neuerer Zeit zuerst in der Welt auftaucht, die es später so gründlich umgestaltet hat, finden wir auch die ersten Kapitalassoziationen, die — zunächst in engem Rahmen — unserem Begriffe entsprechen.

Der Überseehandel jener Zeit — und er ist schlechthin die Wirtschaftstätigkeit der großen italienischen Städte — zeigt nämlich eine eigentümliche Signatur. Wenn er glückt, läßt sich mit ihm ein Vermögen machen, selbst wenn man enorme Kapitalzinsen — mit 40 % wurden Seedarlehen häufig verzinst — bezahlen muß, denn die Profitrate ist

außerordentlich hoch. Aber die Wahrscheinlichkeit, daß er glückt, ist kaum viel größer als die andere, daß das ganze Kapital, Schiff und Ladung, von dem großen Rachen des Meeres verschlungen wird, oder Piraten und feindlichen Kaperschiffen — die politischen Feindseligkeiten hören ja eigentlich kaum jemals auf — in die beutegierigen Hände fällt. Seit alten Römerzeiten war diese außerordentliche Gefährlichkeit des Seehandels — die Folge mangelhafter Schiffstechnik, mangelnder Seepolizei und völlig mangelnder internationaler Rechtsvereinbarungen — berühmt. Und schon den alten Cato hatte dieses besondere *periculum maris* auf den übrigens naheliegenden Gedanken gebracht, das große Risiko durch Verteilung auf viele Schultern zu schwächen. Er rät, statt allein ein einziges, lieber mit 49 anderen, 50 Schiffe auszurüsten und meint, daß es doch mit dem Teufel zugehen müßte, wenn alle 50 zugrunde gingen¹. Der Kniff war, wie gesagt, naheliegend genug, und es ist nicht weiter verwunderlich, daß wir ihm in den italienischen Seestädten des Mittelalters alsbald begegnen. Die Form, die da angewendet wurde, ist neuerdings Gegenstand eifriger, juristischer Bemühungen gewesen², und auch ökonomisch hat die Sache durch eine schätzbare kleine Monographie von Heynen³ einige Beleuchtung erfahren. Zunächst ist übrigens bei dieser Assoziation die Existenz bloßer Kapitalspartizipanten nicht notwendig. Die verschiedenen Teilhaber können ganz gut den Unternehmungsplan gemeinsam vor Antritt der Reise feststellen und einen Partizipanten oder auch eine kapitallose, von ihnen abhängige Persönlichkeit mit seiner Ausführung betrauen. Und es ist auch — besonders im Anfang — sehr häufig, daß die *socii stantes* — die Teilnehmer, die zu Hause

¹ Mommsen, Römische Geschichte I, S. 852.

² Silberschmidt, Die Commenda; Max Weber, Zur Geschichte der Handelsgesellschaft im Mittelalter; mehrere Arbeiten von Lastig.

³ Zur Entstehung des Kapitalismus in Venedig, Münchener Volkswirtschaftliche Studien 71.

bleiben — dem Traktator sehr strikte Direktiven mit auf den Weg geben. Allein es stellte sich bald heraus, daß es wirtschaftlich zweckmäßiger sei, dem Traktator — wenn er nur ein tüchtiger Kaufmann war — freiere Hand zu lassen. Er hatte dann die Möglichkeit, an Ort und Stelle den Markt zu übersehen und sein Handeln der Marktlage zu koordinieren, zu kaufen, was gerade am billigsten zu bekommen war und es dahin zu bringen, wo eben jetzt dafür die besten Preise erzielt werden konnten und keine politischen Wirren den Handel bedrohten. Nur so war die größte Wirtschaftlichkeit zu erreichen. Es wird also — aus rein ökonomischen Ursachen — der *socius tractans* die Spitze — *capitaneus* nennt ihn das pisanische Recht — der ganzen Unternehmung und die *socii stantes* sinken zu bloßen Kapitalspartizipanten herab. Es mag hinzugefügt werden, daß ihre Anteile¹ schon damals veräußerlich waren — diese Konsequenz aus der Tatsache der bloßen Kapitalspartizipation wurde sogleich gezogen. Auch ihre Haftung war von vorneherein auf den Einlagebetrag beschränkt — Begrenzung des Risikos war ja der Zweck der ganzen Sache.

Juristisch waren diese Assoziationen zunächst rein obligatorischer Natur; sie lösten sich in einem Komplex von Forderungen und Gegenforderungen restlos auf². Später freilich erhält die Verbindung ihr eigenes Gesellschaftsrecht — aber im Zusammenhange mit dem dargestellten wirtschaftlichen Verlauf spitzt sich die Gesellschaft auch juristisch auf die Person des eigentlichen Unternehmungsleiters, des *capitaneus*, zu, und das Rechtsgebilde, das entsteht, entspricht deshalb der Aktienkommandit-, nicht der reinen Aktiengesellschaft³.

Eine Eigentümlichkeit des Aktienwesens, die später große Bedeutung gewinnt, tritt schon bei diesen seinen ersten

¹ Die Schiffsanteile heißen *sortes*, die Anteile an der ganzen Expedition (Schiff und Ladung) *partes*. Heynen l. c. S. 79.

² Max Weber, l. c. S. 32, 33.

³ Max Weber, l. c. S. 101 ff.

Vertretern deutlich hervor. Es ist die Tatsache, daß im allgemeinen nur der Unternehmerkapitalist, nicht der kapitallose Arbeiter der Kristallisationspunkt einer größeren Kapitalassoziation werden kann. In unserem Falle äußert sich das darin, daß gleichmäßig mit der wachsenden Größe der Unternehmung und der zunehmenden Zahl der Beteiligten, die einseitige *commenda* — *rogadia* heißt sie höchst bezeichnenderweise in Venedig — in den Hintergrund tritt gegen den „zweiseitigen“ Kapitalistenbund der *collegantia* oder *societas maris*¹. Für das pisanische Recht ist dies bereits der Normalfall, und auch in Venedig gewinnt die *collegantia* bald das Übergewicht. Ein wenig sagt auch schon der Name, warum. *Collegantia*, *societas*: das sind Verbindungen zwischen Gleichgestellten, zwischen Genossen. Zwischen arm und reich gab es aber damals so wenig wie heute Genossenschaft oder Gleichstellung — dem Kapitalisten stand nur der Kapitalist sozial nahe. Gesellschaftlich trat er nur mit ihm in nähere Beziehungen, ökonomisch schenkte er nur ihm Kredit, der selbst etwas einsetzte, nicht dem armen Schlucker, der nichts zu verlieren hatte. Es war ganz unwahrscheinlich, daß sich um einen solchen Habenichts eine größere Zahl von Kapitalisten scharen und ihm ihr Geld anvertrauen würde. Er mußte froh sein, wenn ihm ein reicher Mann, der ihn zufällig näher kannte, ausnahmsweise und aus Gefälligkeit — *rogadia* heißt's in Venedig — ein kleines Kapital zur Verfügung stellte. Selbst das ist selten, denn der regelmäßige Inhalt dieser einseitigen *Commenda* war der, daß junge, noch vermögenslose Leute, die aber den Kreisen der Reichen angehörten, von ihren Vätern, Schwiegervätern oder anderen älteren Verwandten und Freunden „kommanditiert“ wurden, bis sie selbst als Kapitalisten flügge geworden waren². Sehr viel gab man natürlich auch solchen Anfängern in der Regel nicht und die

¹ Silberschmidt, l. c. S. 31, 32.

² Silberschmidt, l. c. S. 84; Heynen, l. c. S. 75.

einseitige Commenda bleibt deshalb auf geringe Kapitalgröße und sehr spärliche Teilnehmerzahl beschränkt.

Über diese Stufe kleinerer und mittlerer Seehandelsgesellschaften in der Rechtsform der Kommandite ist die italienische Entwicklung zunächst nicht hinausgegangen. Für die Bedürfnisse des Mittelmeerverkehrs war das völlig ausreichend. Das neue Rechtsinstitut wurde bald auch im städtischen Gewerbe angewendet (Landcommenda)¹ und fand jenseits der Alpen Nachahmung. Die großen italienischen und deutschen Handelshäuser des 14.—16. Jahrhunderts arbeiteten reichlich mit fremden Geldern, die ihnen gegen schwankende Gewinnbeteiligung (Kommanditeinlagen) oder festen Zins (Darlehen und Depositum) zur Verfügung gestellt wurden. Später haben die oberdeutschen die Kommanditbeteiligungen beseitigt und fremdes Geld nur mehr als festverzinsliches Darlehen oder Depositum angenommen². An dem einheitlichen, geschlossenen, familienhaften Charakter jener Unternehmungen und ihrer straffen, zentralistischen, dem Rechtstypus der offenen Handelsgesellschaften entsprechenden Organisation hat die Mitverwendung der Kapitalien Außenstehender übrigens nicht das Geringste geändert. Die Kommanditisten waren einfache Leute, die zu diesen Häusern und vor allem zu der Persönlichkeit ihrer Chefs volles Vertrauen hatten und gern auch ein paar Tropfen des Goldregens auffangen mochten, der sich über jene ergoß. Sich um die Geschäftsführung auch nur im geringsten zu kümmern, haben sie wohl nie versucht.

Die Staatsschuldenverwaltungen der Montes oder Maonae, die man als erste Aktiengesellschaften anzusprechen gewohnt war³, sind augenscheinlich überhaupt keine Unternehmungen mit Erwerbszweck. Sie sind wohl eher mit

¹ Silberschmidt, l. c. S. 134.

² Ehrenberg, Fuggerbuch I, S. 393 Anm. 9.

³ Goldschmidt in seiner Universalgeschichte des Handelsrechts I, S. 290 ff., auch Schmoller (Geschichte der Unternehmung) und Lehmann (Recht der Aktiengesellschaft).

modernen bondholder Vereinigungen als mit Aktiengesellschaften vergleichbar¹.

Wirklich aktiengesellschaftsähnliche, ökonomische Gebilde kennen wir aus jener Epoche vor den großen über-

¹ Für die bedeutendste dieser Staatsschuldverwaltungen, die casa di S. Giorgio in Genua, ist dies durch die verdienstlichen Arbeiten Sievekings (Genueser Finanzwesen mit besonderer Berücksichtigung der casa di S. Giorgio, 2 Bde., deren zweiter sich ausschließlich mit der casa beschäftigt) völlig klargestellt. Der Zweck der casa war, wie der aller Gläubigerorganisationen, Sicherung von (Kapital und Zins) Forderungen, nicht Erwerb. In der Verfolgung dieses Sicherungszwecks hat die Organisation freilich bedeutsame Verwaltungsfunktionen ausgeübt, wie das auch heute Staatsgläubigerkomitees in ganz derselben Weise tun. Das Bankgeschäft — zu dem die casa als bedeutendste Geldmanipulationsstelle Genuas von vorneherein prädestiniert war — und die Kolonialverwaltung, werden ohne Erwerbsabsicht — zum großen Teile aus Gründen allgemeiner Staatsraison (Währungs- und Handelspolitik) — übernommen und die Einkünfte ausschließlich zu stärkerer Tilgung benützt. Im ganzen waren ja, wie Sieveking nachgewiesen hat, beide, Bankgeschäft und Kolonialverwaltung, für die casa verlustbringend.

Die tilgungsfreundliche Politik, die die casa anfänglich befolgte, hat sie später verlassen. Sie erkannte, daß sie mit der fortschreitenden Tilgung der in ihrer Verwaltung befindlichen Schulden ihre eigene, mächtige, finanzpolitische Position untergrabe und begann deshalb von einem gewissen Punkte aus einer weiteren Abstoßung der Staatsschulden planmäßig entgegenzuarbeiten. Im Zusammenhange mit dieser Politik hat sie in der Folgezeit sehr bedeutende Summen für öffentliche und caritative Zwecke verwendet — den Inhabern der Luoghi hat sie nie einen Heller mehr gegeben als die staatlicherseits versprochenen Zinsen. Die casa di S. Giorgio war eine Gläubigerorganisation, sie war eine eminent politische Organisation, aber sie war nie ein Erwerbsunternehmen. Die Luoghi waren ebenso reine Staatsobligationen, wie die vorhin erwähnten venezianischen sortes und partes reine Aktien.

Eher scheint dagegen — nach der Schilderung Lehmanns (Recht der Aktiengesellschaften I, S. 48) — die mailändische Ambrosiusbank unseren Begriffe zu entsprechen, denn es gibt hier Kapitalspartizipanten — die luogatarii —, die wenigstens eine Zeitlang eine prinzipiell schwankende Dividende erhalten. Der geschäftsführende Kapitalist ist die Stadtkasse, das cartularium. Die luogatarii werden jedoch bald zu Obligationären mit festem Zins.

seischen Handelskompanien, mit denen wir uns gleich beschäftigen werden, nur auf zwei Gebieten. Das eine ist die Mülerei. Von genossenschaftlichen Mühlen, deren Anteile zessibel waren und wie Aktien umliefen, wird uns aus Frankreich wie aus Deutschland — freilich ohne alle näheren Details — berichtet¹. Es scheint, daß es sich hier im Anfange wirklich um eine — gildenartige — Genossenschaft handelt, daß später ökonomischer Rationalismus dazu führte, das einheitliche Betriebsobjekt wirklich einheitlich zu betreiben und daß mit diesem Schritte die Person des einzelnen Teilhabers, der jetzt nur mehr eine Gewinn-, keine persönliche Betriebsberechtigung hatte, gleichgültig und sein Anteil zessibel wurde. Näheres wissen wir, wie gesagt, nicht.

Weit wichtiger ist die Gewerkschaft. Auch hier ent wurzelt die technisch-ökonomische Einheitlichkeit des Betriebs die alte, persönliche Genossenschaft, indem sie die Person des Teilhabers gleichgültig macht.

Die Fugger und die anderen oberdeutschen Handels häuser ihrer Zeit führen unter ihren Aktiven bereits regelmäßig Bergwerksanteile an, die sie erwerben, um ihr Monopol im Metallhandel zu sichern. Der Kux scheint also schon sehr früh veräußerlich geworden zu sein. Dagegen bleibt ihm die beschränkte Haftung dauernd vorenthalten — darin liegt ja heute noch sein Hauptunterschied gegenüber der Aktie i. e. S. Die Tatsache erklärt sich historisch übrigens wohl ganz zwanglos aus dem Fiskalismus der älteren deutschen Bergrechte. Sie alle — von der Iglauer und Schemnitzer Bergordnung angefangen — verleihen die Berggerechtigkeit nur unter der Bedingung dauernder Inbetriebhaltung der Gruben. Mit dem Stillstand des Grubenbetriebs blieb auch der Bergzehent aus, der als Bruttoabgabe an die landes herrliche Kasse gezahlt wurde — und in Geldsachen hörte eben schon lange vor Hanseemann die Gemütlichkeit auf. Der Fiskus drohte deshalb, im Falle der Stillsetzung, die

¹ Lehmann, Recht der Aktiengesellschaft I, S. 22, 23; Schmoller in seinem Jahrbuch Bd. 15, S. 645.

Felder einfach an andere zu verleihen, die gewillt waren, die Grube zu betreiben, d. h. den Bergzehnt wieder zu entrichten¹. Es ist klar, daß die erwähnte Bedingung nur erfüllt werden konnte, wenn es möglich war, im Falle der Not kurzerhand — ohne langwierige und unsichere Kreditverhandlungen — Geld zu beschaffen. Das Mittel zu solcher Geldbeschaffung war die Zubeußpflicht. Um den Kux nicht allzusehr zu immobilisieren, ließ man den Gewerken allerdings frei, wenn er seinen Anteil preisgab (Abandonrecht), doch wurde dadurch die Sicherheit der Geldbeschaffung nur um ein geringes vermindert; in der Gefahr, sonst das ganze aufgewandte Kapital endgiltig zu verlieren, lag ein im allgemeinen vollständig ausreichendes Pressionsmittel. Daß dann später die immer stärker werdende Staatsvormundschaft das fiskalisch so nützliche Institut konservierte, ist kein Wunder.

Die Zubeußpflicht gibt auch heute noch ökonomisch der Gewerkschaft eine gewisse Überlegenheit. Sie macht es möglich, das monopolistisch wertvolle und — wenn einmal verloren — nur schwer oder überhaupt nicht wieder zu erlangende Bergwerkseigentum, in schlechten Zeiten, ja sogar durch Katastrophen durchzuhalten, bei denen die gewöhnliche Aktiengesellschaft unrettbar dem Bankrotte verfällt. Bei günstiger Konjunktur bleiben allerdings diese Vorzüge unbemerkt und Gewerkschaften werden vielfach in Aktiengesellschaften verwandelt, weil bekanntlich die Aktie einen ausgedehnteren und „flotteren“ Markt hat, als der durch die auf ihm lastende Zubeußpflicht schwerfälligere und vor allem schwerer und teurer beleihbare Kux. Geht es wieder abwärts, dann sind Rückverwandlungen in die Gewerkschaftsform nicht selten.

¹ Arndt, Bergbau und Bergbaupolitik, S. 33 ff.

² Darüber Heinemann in den Preußischen Jahrbüchern Bd. 81, S. 112 ff.

³ Die Zubeußpflicht pflegt damit erläutert zu werden, daß „der Bergbau auf laufende Zuschüsse angewiesen sei“, das heißt also, daß im montanistischen Betriebe häufig größere nachträgliche und suk-

Drei wirtschaftshistorische Fundamentalereignisse stehen am Eingange der Neuzeit: Die Invasion der Türken in Südwestasien und Südosteuropa, die den mittel- und westeuropäischen Volkswirtschaften den nahen Orient verschloß, die Entdeckung des Seeweges um das Kap der guten Hoffnung nach Ostindien, die ihnen den fernen Orient öffnete und die Entdeckung Amerikas, die ihnen neuen Kolonialboden von bisher unerhörter Ausdehnung und reichster natürlicher Ausstattung schenkte. In der Folge dieser Ereignisse verlieren die Mittelmeerküsten ihre wirtschaftliche Vormacht an die Uferländer des Atlantischen Ozeans, der Primat des Welthandels geht von Italien an die Seestaaten Westeuropas, an Holland und England vor allem über.

Im ostindischen Handel erreicht die Aktiengesellschaft die zweite große Etappe ihrer Entwicklung.

Solange dieser Handel portugiesisch war, freilich nicht. In Portugal war der ostindische Verkehr zur Hälfte Staatsangelegenheit. Die Eroberungen Albuquerque und Almeidas schufen ein staatliches Vizekönigreich im fernen Osten und der Handel dahin war die erste Finanzquelle der Krone. Die Flotten, auf denen die Waren verführt wurden, gehörten der Regierung, die den Laderaum der Schiffe gegen Abgabe einer Quote des Wertes der Ladung vermietete¹. Einzelkaufleute, wahrscheinlich auch kleine Gesellschaften in der Art der oben geschilderten italienischen, waren die Träger dieses staatlich patronisierten und beaufsichtigten Handels.

zessive Ausgabebedürfnisse — für Erneuerungs- wie Erweiterungszwecke — auftreten, die durch die Zubeuße bequem befriedigt werden. Zur genetischen Erklärung reicht das aber noch nicht aus; auch in anderen Industriezweigen sind solche nachträgliche und sukzessive Aufwendungen nicht selten, aber nirgends hat man deshalb zur Zubeußepflicht gegriffen. Auch das Fehlen der Gewerkschaft in England, wo das Bergregal im allgemeinen überhaupt, und in Frankreich, wo seine spezifisch fiskalische Zuspitzung mangelt, spricht für unsere Annahme.

¹ Beer, Allgemeine Geschichte des Welthandels II, S. 124. Um dieselbe Zeit ähnliche Staats-Kauffahrteiflotten in Venedig, siehe Sieveking l. c. II, S. 112.

Das wurde anders, als im Zusammenhang mit politischen Ereignissen, die hier nicht zu schildern sind, Holland und England sich ungefähr um dieselbe Zeit — gegen 1600 — entschlossen, einen eigenen Handel nach Indien zu beginnen.

In beiden Ländern hatten diese Versuche vom Staate nicht mehr als platonisches Wohlwollen zu erwarten. Weder die Regierung der Elisabeth noch die durch die fortwährenden Kämpfe mit Spanien erschöpften Generalstaaten hatten Lust und Kraft, sich für weitausgreifende Handels- und Kolonisationspläne auf der anderen Seite der Welt besonders zu engagieren, wie sympathisch ihnen diese auch aus politischen wie finanziellen Gesichtspunkten erscheinen mochten. Es galt also für die Kaufleute — die Holländer waren zuerst am Platze — auf eigene Faust zu handeln. Daß die Kräfte einzelner für ein so außergewöhnliches Unternehmen nicht ausreichen würden, war von vornherein klar. Einmal brauchte man mehrere — Einzelfahrt war schon wegen der Piratengefahr ausgeschlossen — größere, armierte Schiffe, ziemlich viel Mannschaft, da man darauf gefaßt sein mußte, einen Teil in Sturm und Kämpfen zu verlieren; außerdem aber war die Gefahr enorm; von den vier holländischen Schiffen, die als erste Expedition nach Indien segelten, kehrten nur zwei mit zwei Dritteln der Besatzung in die Heimat zurück¹. Ohne Assoziation waren solch gefährliche Großunternehmungen gar nicht ausführbar. Man griff also zunächst zu den alten Requisiten — Schiffspartnerschaft und Seekommenda hatten sich ja, wenngleich später und nicht so allgemein wie in Italien, auch im Norden entwickelt —², und schuf kaufmännische Kommanditgesellschaften auf etwas breiterer Basis. Die Seele der Unternehmung war regelmäßig ein im ostindischen Geschäfte bewanderter Kaufmannkapitän. Der erste, der uns genannt wird — er hatte sich die nötigen Kenntnisse noch in Lissabon erworben — ist Cornelius Houtmann. Ihm folgt fast un-

¹ Beer l. c. S. 180.

² Schmoller in seinem Jahrbuch N. F. Bd. 17 S. 385.

mittelbar Van Neck, dessen etwas größere Kompanie bereits durch Fusion zweier kleinerer entstanden ist¹.

Van Neck hat Glück, er bringt alle seine Schiffe zurück und macht gute Geschäfte. Die Folge ist, daß der Appetit am indischen Handel gewaltig wächst und eine ganze Anzahl neuer kleiner Kommanditgesellschaften zur Exploitation des eben entdeckten Dorado ins Leben gerufen werden. Diese kleinen Kompanien marschierten zwar vereint, d. h. sie führen zusammen, resp. in größeren Gruppen nach dem Osten, sie unternahmen natürlich auch gemeinsam diplomatische und militärische Schritte, aber sie schlugen getrennt, d. h. ihre Geschäfte schloß jede für sich ab. Die Folge war, daß sie sich in Indien als Käufer durch die Häufung der Nachfrage und in Europa als Verkäufer durch die Häufung des Angebots gegenseitig sehr schädigten. Die weitere Folge war ein Krach, der schon 1601 ausbrach und einige von den neuen Gesellschaften verschlang. Die Regierung leitete eine Sanierungsaktion ein und da offenbar die Konkurrenz an der Misere schuld war, glaubte sie am wirkungsvollsten zu sanieren, wenn sie diese beseitigte. Sie vertrustete also den ganzen, ostindischen Handel durch Fusion aller noch bestehenden, kleineren Gesellschaften und schloß die Wiederkehr ähnlicher Kalamitäten wie die eben erlebten, dadurch aus, daß sie dem neugeschaffenen Trust — er hieß holländisch ostindische Kompanie — ein ausschließliches Monopol verlieh. Das geschah 1602².

Zwei Jahre früher — am 31. Dezember 1600 — erteilt Elisabeth dem „Gouverneur und den Londoner Kaufleuten, welche den Handel nach Indien betreiben“, den ersten Freibrief: — ausschließendes Monopol auf 15 Jahre für den Handel östlich von Kap und Magelhaensstraße. Das Privileg hält sich in den bei regulierten Gesellschaften herkömmlichen Formen. In der Eingabe wird freilich betont, „daß Indien entfernt sei, der Handel dorthin ein großes Kapital

¹ Beer l. c. II, S. 180.

² Beer l. c. S. 180.

erfordere und deshalb nur dann mit Erfolg betrieben werden könne, wenn eine Gesellschaft zu gemeinschaftlichem Nutzen und Schaden sich vereinige.“¹ Doch wird dieses Programm vorläufig nicht weiter detailliert; man will augenscheinlich zunächst experimentieren und sehen, ob die Sache überhaupt gehe. Offenbar deshalb hatte man auch nur für sechs Reisen Zollbefreiung verlangt.

Die erste Flotte (1602) zählt fünf Schiffe, entspricht also an Größe etwa jener ersten holländischen Expedition, die acht Jahre früher nach Indien gesegelt war. Sie hat Glück — und ebenso eine zweite, die unmittelbar nach ihrer Rückkehr ausgerüstet wird. Konkurrenzgelüste erwachen und es gelingt 1604 auch einer neuen Kompanie, von Jakob I. die Erlaubnis zum Handel mit dem fernen Osten zu kaufen. Allein schon 1609 erhält die alte Gesellschaft ein neues, diesmal „ewiges“² Monopol.

Man fängt also, wie man sieht, in England genau ebenso an wie in Holland: mit Hilfe assoziierter Kapitalien werden relativ kleine Versuchsflotten ausgerüstet. Der einzige Unterschied war der, daß man sich von vornherein ein ausschließliches Monopol erteilen ließ. Das war unter Elisabeth in England üblich; die regulierten Kompanien, die den Handel nach Rußland (1554), nach den „Ostlanden“ (Preußen, 1568) und nach der Türkei (1581) betrieben, besaßen sämtlich exklusive Privilegien³. Der weiteren Entwicklung des ostindischen Handels war mit dem Freibriefe von 1600 durchaus nicht präjudiziert; sie konnte ganz wohl in einer regulated company⁴ münden, die sich als solche auf die Ausübung der gemeinsamen militärischen und diplomatischen

¹ Beer l. c. S. 344

² Mit dreijähriger Kündigung, wenn der Handel „dem Lande zum Schaden gereicht“.

³ Anderson, Allgemeine Geschichte des Handels (Deutsche Ausgabe von Hartknoch in Riga), Bd. IV, S. 35, 44, 172, 173, 186, 187.

⁴ Über regulated Companies siehe Schmoller l. c. Bd. 17, S. 964 ff.

Funktionen beschränkte und in deren Rahmen eine Anzahl kleinerer Gesellschaften monopolgeschützten Handel trieb¹.

Daß es anders kam, daran war die Aktion der holländischen Regierung von 1602 schuld. Die schuf, wie oben erwähnt, für den ostindischen Handel einen äußerst kapitalkräftigen — 6½ Millionen Gulden betrug der Fond —, durchaus einheitlichen Trust. Die Folge war, daß die holländische Konkurrenz den Engländern in Indien mit einer Wucht gegenübertrat, gegen die man mit kleinen Mitteln überhaupt nichts ausrichten konnte. Weder militärisch noch finanziell — die Bestechung der einheimischen Fürsten war eines der wichtigsten Kampfmittel der Konkurrenten — konnte man sich den Niederländern gegenüber behaupten, wenn man nicht — modern ausgedrückt — einen Antitrust gründete. Das geschieht um 1618, wo man bereits 36 Schiffe besitzt und durch eine Subskription mit für jene Zeit sehr allgemeiner Beteiligung (954 Personen) einen neuen Fonds von 1600 000 £ aufbringt. Nun ist die Rüstung der Gegner eine gleiche, dem holländischen steht der nicht minder starke englische Trust gegenüber. Die Anerkennung dieser Gleichheit bringt der — bald gebrochene — Kartellvertrag von 1619, der zwischen der holländischen und der englischen ostindischen Kompanie nach bitteren und blutigen Kämpfen geschlossen wird und außer militärischen Vereinbarungen Versuche einer Preiskartellierung und einer Gebietskontingentierung enthält^{2 3}.

So sind die ersten und größten der großen Handelskompanien entstanden. Was nachher kam, war mehr oder minder bewußte Kopie. Da war die holländisch-westindische

¹ Ganz so war die (regulierte) russische Kompanie entstanden. Frignet l. c. S. 176.

² Anderson l. c. IV S. 534 ff. Beer l. c. II S. 346.

³ Die vollständige und endgültige Konsolidierung der Kompanie erfolgt erst in der zweiten Hälfte des Jahrhunderts; bis dahin gibt es keinen dauernden Fonds, sondern nur periodische Neuzeichnungen (wohl im ganzen derselben Personen), und private Sonderreisen (particular voyages) kommen vor. Vgl. Schmoller l. c. Bd. 17 S. 973 ff.

Gesellschaft, in Programm und Organisation ein genauer Abklatsch der ostindischen, — nicht in den Erfolgen. Sie verdient zwar anfangs mit der Kaperei fette Dividenden, ist jedoch später in der Kolonialverwaltung sehr unglücklich, verliert schließlich durch ungünstige politische Verhältnisse ihr Hauptexploitationsgebiet, Brasilien, und liquidiert 1674 mit einem Zwangsausgleich, bei dem die Gläubiger 30, die Aktionäre 15 % erhalten¹. Aus beiden bildet sich eine neue westindische Gesellschaft, die hauptsächlich mit Schmuggel und Sklavenhandel ein „anständiges“, wenn auch nicht glänzendes Dasein fristet. — In England gab es 1693 nach Anderson² außer der ostindischen noch zwei Gesellschaften mit vereinigttem Fond: eine afrikanische (Guinea) und eine Hudsonsbai (Handels- und Kolonial-) Gesellschaft, die ein mäßiges Kapital besaß und — wie Anderson mitteilt — einem sehr engen Kreis von Aktionären gehörte. Eine vierte, grönländische wurde im selben Jahre gegründet.

In Frankreich³ errichtet Richelieu 1628 eine Kanada-kompanie, deren vornehmster Zweck die Leitung der Auswanderung war. 1664 gründet Colbert seine — in ihrer Organisation der holländischen nachgebildete — indische Kompanie. Was in Holland und England ein Produkt freier kaufmännischer Privatinitiative gewesen war, ist nun in Frankreich planmäßiger Akt gouvernementaler Wirtschaftspolitik. Neben der indischen entsteht eine westindische, eine nordische (Holland, Schweden, Rußland) und eine levantinische Handelsgesellschaft, eine geplante pyrenäische kommt nicht zustande⁴. Das Ende dieser staatlichen Gründerei war bekanntlich ein allgemeiner Krach⁵. Schuld war

¹ Beer l. c. II S. 182—86.

² Beer l. c. VI S. 205 ff.

³ Auf kleine aus Schiffspartnerschaften entstandene ephemere Gesellschaften weist Schmoller hin, l. c. Bd. 17 S. 975.

⁴ Frignet l. c. S. 234.

⁵ Frignet S. 235. Nur die ostindische hielt sich, nachdem die Aktionäre eine Nachzahlung geleistet hatten, unter rein staatlicher Verwaltung mit Not aufrecht. Ihre Zwecke waren kaum mehr öko-

wohl neben der zentralistischen Administration vom grünen Tisch vor allem auch die Tatsache, daß man so viel später kam als die Holländer und Engländer. Nirgends ist zu spätes Aufstehen von böseren Folgen begleitet als im Handel.

Im 17. und 18. Jahrhundert entstanden ferner überseeische Handels- und Kolonialgesellschaften in Schweden (ziemlich früh), in Dänemark, in Österreich und den österreichischen Niederlanden (Compagnie d'Ostende), in Preußen¹. In den kleineren kapitalistisch unentwickelten Staaten, wie in Preußen, entsprangen sie der Initiative privater — häufig ausländischer — Projektenmacher, — natürlich fehlten neben seriösen Leuten auch dunkle Gründer nicht —, die ihre Pläne der Regierung zu offizieller Unterstützung (Zollbefreiung, diplomatischer Schutz, Ermunterung des Aktienerwerbs der Untertanen) einreichen. Viktor Ring bringt in seiner Darstellung der „Asiatischen Handelskompanien Friedrichs des Großen“ interessante Einzelheiten über diese Verhandlungen zwischen nicht immer skrupelvollen Entrepreneuren und nicht immer sachkundigen Obrigkeiten. —

Geschichtliche Detailschilderung ist nicht die Aufgabe dieser Blätter; die eben gegebenen Umrisse der äußeren Entwicklung mögen deshalb genügen. Und nun: wie sieht das Innere dieser Entwicklung aus; wie verhält sie sich prinzipiell, in Wesen und Charakter, zu der der früheren Jahrhunderte?

Vor allem springt die größere Zahl der beteiligten Kapitalisten ins Auge. An der holländisch-ostindischen Kompanie besaßen Kaufleute aus allen Seestädten der Republik Anteile und die Zahl der Direktoren (60) war wohl größer als früher die der Teilhaber. Bei der englischen Gesellschaft hören wir, wie oben erwähnt, 1618 von fast 1000 Subskribenten. Es war die Zeit der ersten Kämpfe mit den Hol-

nomische, sondern vor allem politische und militärische (Frignet S. 299).

¹ Eine Übersicht gibt Schmoller l. c. Bd. 17 S. 977 ff.

ländern und Portugiesen um die Vorherrschaft im fernen Osten und es ist deshalb nicht unwahrscheinlich, daß diese außerordentlich breite Beteiligung zum Teile auf patriotische Momente zurückzuführen ist. Später ist jedenfalls die Aktionärzahl bedeutend kleiner; gegen 1680 wird sie mit 550 oder 600 angegeben¹.

Den Kern dieser Teilhaberschar bildeten natürlich die wenigen großen Kaufleute, von denen die ganze Sache ausgegangen war, die Häuser, die die ersten Versuchsflotten ausgerüstet, die sich auch weiterhin mit dem ostindischen Handel besonders beschäftigt und große Kapitalien in ihm angelegt hatten, kurz die eigentlichen „indischen Kaufleute“. Um diesen Kern zieht sich ein etwas weiterer Kreis — auch Kaufleute, aber solche, die sich nach den ersten günstigen Resultaten am ostindischen Handel beteiligt hatten, ohne sich besonders auf ihn zu spezialisieren. Leute, die „mitgetan“ hatten, deren wesentliche kaufmännische Interessen aber anderswo lagen. Und endlich noch eine Gruppe ganz außenstehender Nichtkaufleute, vermögende Bürger, in England wohl viel Hofadel und höhere Beamtschaft, die von der Sache gar nichts verstanden, sich auch um dieselbe wenig kümmerten, sondern bloß zum indischen Handel und zu den Personen, die ihn leiteten, Vertrauen hatten und ein bißchen mitverdienen wollten.

In England und Holland sind diese drei Aktionärgruppen sämtlich vorhanden, freilich in verschiedener Proportion. In Holland scheint das kaufmännische Element — die erste und zweite Gruppe — stark zu überwiegen; hier war eben, wie wir sahen, um die Wende des 17. Jahrhunderts der indische Handel sehr beliebt und die indische Kompanie ist nichts anderes als eine Fusion kleinerer kaufmännischer Gesellschaften. In England dagegen sollen nach einer Angabe in einer (der Kompanie freilich gegnerischen) Petition des Jahres 1680 nur ein Fünftel der 550 Aktionäre

¹ Child nach Anderson l. c. VI S. 31—50, außerdem Anderson l. c. VI S. 77.

Kaufleute gewesen sein und unter diesen sollen nur 10 bis 12 eigentlich das Heft der Kompanie in den Händen gehabt haben¹. Die bedeutende Zahl der Outsider erklärt sich ziemlich zwanglos, wenn man bedenkt, daß die Gesellschaft von vornherein gezwungen war, sich an das große Publikum zu wenden, um die außerordentlichen Summen zu erlangen, die zur Bekämpfung des holländischen Trusts nötig waren.

In Frankreich fehlt, wie es scheint, der kaufmännische Kern der Aktionäre ganz; er wird ersetzt durch die Regierung, der die Initiative der Gründung entspringt und die auch weiterhin die Leitung übernimmt. Die Aktionäre sind Leute, die der Regierung gefällig sein wollen: Spekulanten, die sich mit einträglichen Staatslieferungen entschädigt zu sehen hoffen², Hofleute, die darauf lauern, jeden Wunsch des Königs oder seines allmächtigen Ministers zu erfüllen.

Bei den späteren Handelsgesellschaften in den anderen Staaten lassen sich unsere drei Aktionärgruppen wieder deutlich scheiden. Ein paar Entrepreneure, die sich besonders mit der Sache beschäftigen und regelmäßig auch die Leitung übernehmen, einige Kaufleute, die Geld hergeben ohne sich besonders mit der Gesellschaft zu identifizieren, schließlich eine Anzahl spekulativer und vermögender Leute, die es mit den Aktien wagen³.

Die *societas maris*, haben wir gesehen, zeigt aus ökonomischen Gründen die Tendenz, sich auf die Persönlichkeit des ausführenden Unternehmers, des *tractator*, zuzuspitzen, die ganze wirtschaftliche Durchführung der Unternehmungsaufgabe in seinen Händen zu konzentrieren. Die Kommanditeinlagen der großen, spätmittelalterlichen und frühneuzeitlichen Handelshäuser Italiens und Deutschlands

¹ Anderson l. c. VI S. 66, 77.

² Frignet l. c. S. 235.

³ Vgl. Schilderungen bei Ring l. c. *passim*.

lassen diese Unternehmungen als streng einheitliche, geschlossene, familienhafte bestehen und beeinträchtigen die Konzentration der Geschäftsführung bei einer Einzelpersonlichkeit, dem Haupte der Firma, nicht im mindesten.

Ganz anders bei unseren großen Handelsgesellschaften. Nur in Frankreich ist ein völlig zentralistisches Regime möglich, weil die Regierung die Seele der ganzen Unternehmung ist. In allen anderen Ländern bietet die Rivalität der den Kern der Aktionäre bildenden Großkaufleute vollständiger Konzentration der Verwaltung ein unübersteigliches Hindernis.

Daß sich eine Reihe gleich starker Großkapitalisten, die mit sehr bedeutenden Teilen ihres Vermögens in demselben Geschäft engagiert waren, freiwillig zugunsten eines einzelnen in die passive Vertrauensstellung der *socii stantes* zurückziehen würden, war vernünftigerweise nicht zu erwarten. Es war ja möglich, daß der eine oder der andere von ihnen durch seine persönliche Überlegenheit die eigentliche Leitung der Geschäfte an sich riß; daß faktisch er es war, der dachte, während die anderen nur zustimmten. Aber es war ausgeschlossen, daß diese auch auf das Recht formal mitzuverwalten, verzichten würden, wie wenig Inhalt mancher von ihnen auch diesem äußeren Rechte zu geben verstehen mochte. Kollegialische Regierung war damit von vornherein für die Handelsgesellschaft gegeben.

Um dies regierende Kollegium zu schaffen, brauchte gar nicht erst die Gesetzgebungsmaschine in Bewegung gesetzt zu werden; es war von Anfang an da. Die Kaufleute, die es bilden sollten, waren von jeher in enger sozialer und geschäftlicher Verbindung gestanden, sie hatten in England gemeinsam um ihren Freibrief petitioniert, hatten dann zusammen die ersten Versuchsflotten ausgerüstet; sie brauchten nur ihre alte Verbindung aufrecht zu erhalten, dieses oder jenes neue maßgebende Haus aufzunehmen, was sich ja ganz von selbst machte, ebenso wie die ihre Bedeutung verlierenden Firmen von selbst ausschieden, und

das regierende Kollegium war fertig, ohne juristische Etikette freilich, aber wirtschaftlich ebenso real wie mit einer solchen.

Das war die natürliche Entwicklung, wie sie offenbar in England vor sich gegangen ist. Wenigstens deutet die Klage, daß 10—12 Personen die unumschränkte Herrschaft der Gesellschaft in ihren Händen haben (siehe oben), darauf hin. Freilich wird uns neben dieser engeren auch von einer weiteren Clique berichtet: Wir ersehen aus derselben Quelle, daß etwa 40 Personen den größten Teil des Gewinns beziehen (also offenbar den größten Teil des Kapitals besitzen), daß etwa 100 Kaufleute das „Heft in Händen“ haben¹ und ihre Macht dazu benützen, sich auf Kosten der anderen Aktionäre zu bereichern¹. Die Leute, von denen hier die Rede ist, sind offenkundig unsere Gruppe zwei. Sie wollen nicht ständig regieren, dazu ist ihr Interesse an der Gesellschaft doch nicht überwiegend genug; aber sie wollen mittun, über den Geschäftsgang au fait gehalten — was bald mit der Entwicklung des Aktienhandels sehr wertvoll wird — und in wichtigen Angelegenheiten gehört werden; sie wollen den eigentlichen Leitern ein wenig auf die Finger sehen und an den einträglichen Privatgeschäften, zu denen sich jenen oft Gelegenheit bot, ihren Anteil haben.

In Holland regieren diese beiden Gruppen unbeschränkt im Rahmen einer Organisation, die gleich bei der Gründung und zwar durchaus nach dem politischen Muster der niederländischen Verfassung von staatswegen geschaffen wird. Es ist wert, ausdrücklich bemerkt zu werden, daß das Prinzip der Wahlvertretung, das hier zum erstenmal auftaucht und das heute die Organisation der Aktiengesellschaft formal beherrscht, nicht ihrer urwüchsigen Entwicklung selbst entsprungen, sondern auf sie aus dem politischen Gebiete durch einen Akt der Staatsgewalt übertragen wurde. Die urwüchsige Entwicklung bestand darin, daß sich die an der Aktiengesellschaft beteiligten Interessen nach ihrer natürlichen Stärke zusammenschlossen, um für

¹ Anderson l. c. VI S. 77.

sich die Regierung derselben zu führen oder sich an ihr doch — mehr oder weniger intensiv — zu beteiligen.

Das war ja auch der Inhalt der niederländischen Organisation. In den einzelnen Kammern saßen nur die Hauptpartizipanten, die mit mindestens 5000 fl. nominal — der Kurswert der Anteile war bedeutend höher — an der Gesellschaft interessiert waren. Sie „wählten“ die Direktoren (zusammen 60 oder 65 an der Zahl), für die die Vorschrift noch größeren Qualifikationsbesitzes bestand. Innerhalb des — immer noch vielköpfigen -- Direktorenkollegiums endlich mußte sich von selbst ein engerer Ausschuß bilden, der das eigentliche Regime führte. Diese Zentraladministration setzte sich faktisch aus den reichen Amsterdamer Kaufleuten zusammen, deren unbestreitbares Übergewicht als Grund für die einheitliche Führung der Geschäfte angeführt wird¹. Man sieht, Gruppe eins und zwei sind deutlich genug zu erkennen.

Die englische Gesellschaft entwickelt sich in den gildenhaften Organisationsformen der alten, regulierten Kompanien. Sie besaß also einen Gouverneur, ein leitendes Komitee (die Beisitzer) und eine Mitgliederversammlung, die zunächst allgemein war wie bei den regulierten Gesellschaften. Allein die Hauptinteressenten wollen unter sich sein, sie beschränken bald das Stimmrecht und von 1693 ab sind nur mehr Aktionäre mit mindestens 1000 £ Besitz in der Generalversammlung stimmberechtigt. Daß in England eine Generalversammlung überhaupt besteht, erklärt sich durch den unmittelbaren Anschluß an die alte Gildenorganisation mit ihrer Mitgliederversammlung ganz zwanglos. In Holland fehlt eine solche allgemeine Versammlung der Aktionäre; da alle die vertreten werden sollten, in periodisch tagenden Lokalkomitees und einem direktionsführenden Ausschusse permanent organisiert waren, mußte eine solche ebenso überflüssig erscheinen, wie etwa regel-

¹ Schmoller l. c. Bd. 17 S. 993 ff.

mäßige Plebiscite aller Niederländer neben den Provinzialständen und Generalstaaten überflüssig erschienen wären.

Man muß sich übrigens hüten, diesen äußeren Verfassungsformen allzuviel Bedeutung beizulegen. Das eigentlich Maßgebende ist — wie schon oben angedeutet — die natürliche Stärke der Interessen, — vorausgesetzt freilich, daß die Fähigkeit besteht, sie zu vertreten. Darüber später. Können jene sich nicht innerhalb der gegebenen Organisation durchsetzen, so tun sie es nebenher — ebenso wirksam. Es ist sehr wahrscheinlich, daß — in *öconomicis* wie in *politicis* — mehr und größere Entscheidungen in gänzlich formlosen und unoffiziellen — „Privat“konferenzen — bei einer guten Zigarre und einem feinen Tropfen — zustande gekommen sind, als in offiziellen und geschäftsordnungsmäßig formellen Sitzungen. Und wer an solchen „Besprechungen“ teilzunehmen hat, das kann schließlich kein Gesetz und kein Statut der Welt vorschreiben.

Die französisch-ostindische Gesellschaft war nach dem Muster der holländischen organisiert. Doch kennt man in Frankreich auch die Generalversammlung — woraus freilich nicht, wie manche Juristen meinen, zu folgern ist, daß diese ein „romanisches Rechtsinstitut“ sei. Die französische Generalversammlung der vorrevolutionären Zeit ist eine jener völlig machtlosen, dekorativen Staatsversammlungen, wie sie gerade der französische Absolutismus liebt. Schon die — von modernen Juristen vielbemerkte — Tatsache, daß ihr in der Regel der König selbst präsidiert, läßt über ihren Charakter keinen Zweifel. Neben dem königlichen Präsidenten und seinem Minister war nur für Figuranten Platz. Unter diesen Figuranten befanden sich die ersten Würdenträger des Hofes, die auf Wunsch des Königs Aktien erworben hatten — für den äußeren Glanz der Versammlung, in der wohl nur offizielle Mitteilungen gemacht und offizielle Wünsche geäußert wurden (Nachzahlungen), war also gesorgt. —

Nachdem die großen Handelsgesellschaften den Begriff der Aktie geläufig gemacht hatten, fand die Aktiengesell-

schaft auch bei einigen anderen Unternehmungen Anwendung. Es waren zunächst ausschließlich Aufgaben, die entweder überhaupt nur mit assoziierten Kapitalien, oder doch wenigstens mit solchen außerordentlich ökonomischer und rationeller gelöst werden konnten als durch einzelne. So werden bald — in engerem Zusammenhange mit den Handelsgesellschaften — einige Fischereigesellschaften (Hochseefischerei) gegründet¹. 1694 entsteht die Bank von England, indem in oft geschilderter Weise das Bedürfnis des Londoner Verkehrs nach einer Giro- und Depositenbank dem Finanzbedürfnisse der Staatskasse dienstbar gemacht wird², 1695 im Anschlusse an diese Gründung die schottische Bank. Kurz vorher waren in Frankreich die ersten Seeversicherungsgesellschaften auf Aktien errichtet worden. Die Prämienversicherung gegen Seegefahr war seit dem 14. Jahrhundert in Europa bekannt³. Bis in neuere Zeit waren aber die Versicherer meist Einzelpersonen und kleinere Kommanditgesellschaften⁴ gewesen. Das hatte zur Folge, daß entweder die Prämien sehr hoch waren, da der Versicherer, der nicht viele Verträge abschließen konnte, ein außerordentliches Risiko auf sich nahm oder aber, daß der Versicherer Verpflichtungen einging, die seine Kräfte weitaus überstiegen; in diesem Falle konnte er etwas billigere Prämien berechnen, schwebte aber in ständiger Bankerottgefahr. Wohl im Zusammenhange mit dem Drucke der Konkurrenz scheint das letztere, unreelle Verfahren mit der Zeit an Boden gewonnen zu haben. Die Bankrotte häuften sich, das Publikum wurde geschädigt und das Ansehen der Assekurateure litt. Deshalb entschlossen sich 1686 die größeren Pariser Seeversicherer, die sich schon

¹ Schmoller l. c. Bd. 17 S. 980.

² Siehe die lebendige Schilderung bei Macaulay, Geschichte von England IX, S. 125 ff.

³ Goldschmidt, Universalgeschichte des Handelsrechts I, S. 358.

⁴ Frignet l. c. S. 177. Ephemere Aktiengesellschaften im Zusammenhange mit der holländischen und englisch-ostindischen Kompanie erwähnt Brämer, Versicherungswesen, S. 276.

vorher in einer Gilde organisiert hatten, ihre Gelder zu einem einheitlichen großen Garantiefond zusammenzuschließen, auf dessen Basis es möglich war, ohne Gefahr eine größere Anzahl von Versicherungsverträgen abzuschließen und so eine Verteilung des Risikos herbeizuführen¹. In der Gründungsära von 1720, von der gleich die Rede sein soll, entstehen dann solche Gesellschaften auch in England².

Aus ähnlichen Ursachen sind auch die ersten Feuerversicherungsgesellschaften gegründet worden. In den großen Städten, wo Feuersbrünste besondere Verheerungen anrichteten, waren schon im 16. Jahrhundert lokale Versicherungsvereine aufgetaucht (London 1530, Paris 1545)³, doch konnten diese mangels genügender Risikoverteilung — eben wegen ihrer lokalen Beschränktheit — bei größeren Katastrophen nur Unterstützung, nicht vollen Ersatz gewähren. Ein größerer Garantiefond — der nicht voll eingezahlt zu werden brauchte — ermöglichte auch hier Ausdehnung auf einen weiteren, interlokalen Kreis von Versicherten und damit bessere Verteilung des Risikos. Das Ziel konnte freilich auch durch Gegenseitigkeitsgesellschaften erreicht werden, aber der Lokalegoismus setzte hier einer interlokalen Ausdehnung bedeutende Schwierigkeiten entgegen; man wollte sich nicht gern besteuern lassen, wenn in der anderen Ecke des Landes, in einer Stadt, an der man keine weiteren Interessen hatte und die man kaum kannte, ein Brand vorkam⁴. 1681 soll die erste joint

¹ Schmoller l. c. Bd. 17 S. 982.

² Weitere Assekuranzgesellschaften siehe Schmoller l. c. Bd. 17 S. 982.

³ Beer l. c. II S. 93 Auch in Deutschland gibt es im 17. Jahrhundert überall lokale „Feuergilden“. Im 18. Jahrhundert entstehen allgemein staatliche Brandsozietäten mit lokal beschränktem Wirkungskreis. Mobilien sind in die Versicherung nicht einbezogen. Brämer l. c. S. 235 ff.

⁴ Über Schwierigkeiten solcher Art siehe Bergengrün, Hansemann S. 55 f.

stock association auf diesem Gebiete in London entstanden sein¹. Das englische Sun-fire Office wird 1710 mit einer halben Million £ gegründet, 1779 erhält Hamburg die erste große Feuerversicherungsgesellschaft, 1786 errichtet der Londoner Phönix hier eine Filiale. 1812—23 entstehen in Deutschland Aktiengesellschaften für Feuerversicherung in Berlin, Leipzig und Elberfeld, 1825 gründet David Hanse-mann seine Aachener und Münchner².

Noch einige andere Aktiengesellschaften zählt Schmol-ler in seiner öfters zitierten Übersicht auf. Ein paar Kanal-gesellschaften — vielleicht von industriellen Interessenten der Gegend ausgehend — finden sich in England seit 1770. Von einer Bergwerksgesellschaft auf Aktien berichtet Anderson schon aus dem Jahre 1690; man entdeckte da-mals auf einem Rittergute im südlichen Wales Blei- und Kupfergruben und gab zur Deckung der hohen Aufschließungs-kosten Anteile aus, zunächst 24, die bald in 4008 geteilt wurden³. Diese Stückelung scheint nicht ohne Beziehung zu dem damals (um 1695) in England herrschenden Grün-dungsschwindel gewesen zu sein. Davon gleich. 1704 hören wir von einer anderen Montanunternehmung, die anscheinend eine böse Gründung war, unter der Leitung eines Betrügers stand und 1710 von Staats wegen sehr schmerzhaft saniert wurde, wobei die Gläubiger zwangsweise in Aktionäre ver-wandelt wurden. Wir erfahren weiter von größtenteils ephemeren Wasser, Steinsalz, Salpetergesellschaften, von aktiengesellschaftlichen Leinen- und Seidenzeugmanufak-turen⁴. Mit diesen letzten Gründungen hat es aber — wenigstens zum Teil — bereits eine besondere Bewandnis.

Seit Jahrhunderten hatte es in Europa Börsen gegeben,

¹ Palgrave, Dictionary II, S. 410.

² Bergengrün ebenda.

³ Anderson l. c. VI S. 193, 4.

⁴ Anderson VI S. 256. Alle diese Gesellschaften um das Jahr 1695. In Holland kommen aktiengesellschaftliche Zuckerraffinerien vor (Familien- oder Konjunkturgründungen?). Schmoller l. c. S. 983.

auf denen Wechsel und Staatspapiere regelmäßig gehandelt wurden¹. Die Bewertung dieser Papiere erfolgte natürlich nicht auf Grund exakter Kenntnisse über die Zahlungsfähigkeit der betreffenden Staaten oder Privathäuser — wer hatte die? —, sondern auf Grund einer Summe von Nachrichten und Erwägungen, auf denen sich eine „Börsenmeinung“ aufbaute. Später kamen zu den Staatspapieren die Aktien, zunächst die der großen Handelsgesellschaften. Da Außenstehende, die als Käufer und Verkäufer auftraten, über den Geschäftsgang der ausschließlich von den Hauptinteressenten regierten Kompanien nichts Bestimmtes wissen konnten, um so mehr, als bei der großen Entfernung des Aktionsgebiets auch diese selbst häufig längere Zeit ohne genaue Kenntnisse waren, mußte selbstverständlich auch für den Aktienhandel das „on dit“ der Börse maßgebend werden. Also, wenn das Geld flüssig, der politische Horizont wolkenlos, die direkten oder indirekten Nachrichten über den Geschäftsgang der Kompanie oder ähnlicher Gesellschaften günstig waren, dann war die Börse gut gelaunt und zeigte Neigung, die Aktien hoch, selbst allzu hoch einzuschätzen. War das Geld teuer, gab es politische Besorgnisse oder schlechte Zeitungen, dann war die Börse verstimmt und bewertete die Aktien niedrig. Kluge Leute kamen bald darauf, daß es leicht sei, diese Stimmungen zu verstärken — jede große Versammlung ist sehr suggestibel — und daß man durch die Beobachtung und Verstärkung dieser Schwankungen in der Bewertung ein schönes Stück Geld verdienen könne. So entstand sehr früh das Differenzgeschäft, über dessen Praxis in Amsterdam Ehrenberg nach einer zeitgenössischen Quelle interessante Mitteilungen macht². Am sichersten ließen sich diese Differenzgeschäfte natürlich machen, wenn man selbst über den Geschäftsgang gut unterrichtet war — das au fait sein, gewann damals seine

¹ Siehe Ehrenbergs Fuggerbuch Bd. II passim.

² Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, III F., Bd. 3, S. 809.

noch heute unverminderte Bedeutung. Fehlten die Nachrichten oder waren sie für die „Tendenz“ unbequem, so ließen sie sich übrigens durch erfundene zweckmäßig ersetzen.

Wenn nun eine „gute Börsenzeit“, eine Periode also, in der alle die Börsenstimmung beeinflussenden Momente günstig waren, eine Periode der Geldflüssigkeit vor allem, durch längere Zeit anhielt, dann war die Aktienbewertung dauernd eine hohe. Es lag nun der Gedanke nahe, durch Schaffung neuer, zunächst schon bestehenden ähnlicher Gesellschaften von der Bereitwilligkeit zu hoher Bewertung, die der Aktienmarkt zeigte, zu profitieren und die Differenz zwischen den Selbstkosten der Unternehmung und dem Erlös der — infolge der günstigen Konjunktur hoch bewerteten — Aktien einzustecken. Es war auch ein Differenzgeschäft, nur daß man statt ohnehin schon hochstehende Aktien zu kaufen, von denen man nicht wußte, ob man sie zu noch höherem Kurse werde verkaufen können, Unternehmungsbestandteile — sagen wir Erzgruben — kaufte, die man relativ billiger bekam, weil ja — zunächst wenigstens — nach ihnen keine besonders große Nachfrage bestand. Dann machte man aus dem Eigentum dieser Erzgruben Aktien und verkaufte sie zu den hohen Preisen, die der gut gelaunte Markt bot. Der ganze Trick bestand darin, daß man eine wenig begehrte, also billige Ware kaufte und eine vielbegehrte, also teure verkaufte.

Das konnte zunächst in ganz ehrbarer Weise geschehen. Wenn die Unternehmung eine gesunde und aussichtsreiche war, konnte man gegen den Gewinn nichts einwenden, er war völlig „legitim.“ Aber dieser legitime Gewinn des A ließ den B nicht schlafen, der meinte, A habe wohl auf leichte Weise sein Geld verdient und man könne das schließlich auch treffen. Also ging B hin, tat dasselbe und strich seinen Gewinn ein, wenn die Börsenkonjunktur weiter gut war. Dann kam der C, der D und so weiter. Jeder sah den Gewinn der Vorgänger und dachte sich, das müsse auch ihm gelingen. Dieser hypnotisch wirkende Gewinn war

jetzt das eigentlich Wesentliche geworden, die Unternehmung selbst war nur das an sich immer gleichgiltiger werdende Mittel zum Zweck. Erzgruben waren schließlich nur in beschränkter Zahl vorhanden und wurden teurer, als die Gründer sich für sie zu interessieren begannen; man gründete also anderes, zunächst noch nach gewissen wirtschaftlichen Gesichtspunkten, später ohne solche. Es war ja schließlich einerlei, was man gründete, die Hauptsache war, daß man es in Aktienform teuer losschlagen konnte. Wie nebensächlich die Unternehmung an sich war, das hat theoretisch am schärfsten der Mann bewiesen, der im Taumel des Jahres 1720 eine Aktiensubskription ohne Angabe des Unternehmungszweckes eröffnete. Er erklärte nachher, daß er nur einen Witz habe machen wollen, aber dieser Witz war sehr illustrativ. — Die Gewinne, die man an der Börse machte und deren Fama sich rasch verbreitete, bewirkten, daß die Börse immer größer wurde; zuletzt gehörten alle Leute zu ihr, die ein paar Guineen einzusetzen hatten. Schon früher waren Haussespekulanten gewohnt, durch erlogene und gefärbte Nachrichten wie durch Animierkäufe, die günstige Stimmung zu verstärken. Nun betrieb man das in großem Stile; die eingezahlten Kapitalien der eben errichteten Gesellschaften wurden größtenteils dazu verwendet, neue Aktien, die jeden Tag aus der Emissionsquelle von Change Alley herausfluteten, zu kaufen oder zu beleihen, da ohnedies die Kauflust und Kauffähigkeit des Marktes der enormen Papierüberschwemmung nicht gewachsen gewesen wäre. —

Was ich eben beschrieben habe, ist die englische Gründungsära von 1720; um 1695 war eine solche freilich von viel kleinerem Umfange und, wie es scheint, mit glimpflicherem Ende vorausgegangen¹. Das Schema paßt aber auch auf jede andere der größeren oder kleineren Gründerepochen, die das 18. und 19. Jahrhundert gesehen hat. Der Schwindel von 1873 unterscheidet sich in keinem wesent-

¹ Eine anmutige Schilderung bei Macaulay, Geschichte von England, VIII, S. 224 ff.

lichen Punkte von dem des Jahres 1720. Das Kostgeschäft, das 1873 in Wien so außerordentlich entwickelt war, betrieb 1720 die Südseegesellschaft im größten Stile¹; Anderson erwähnt außerdem eine „bubble um auf stocks oder Annuitäten Geld zu leihen.“². „Westleys Auktionen zum Ein- und Verkauf der Aktien“ mögen eine ganz regelrechte „Börsenbank“ gewesen sein³. Höchstens eins trennt die Gründerei des Jahres 1720 von der der 70er Jahre; sie war origineller. Die mit der Mitte des 19. Jahrhunderts in Deutschland einsetzende, großindustrielle Entwicklung hatte ein reiches Material vorbereitet, das die Faiseure von 1871 ff. nur zu benützen brauchten. Es war bloß nötig, eine kleine Reise in die Provinz zu unternehmen, dort eine beliebige Fabrik oder Brauerei auszuwählen, dem Eigentümer so viel zu zahlen, daß er sie gerne hergab und einen Prospekt und einen Pack Aktien drucken zu lassen. C'était tout. So leicht hatten's die englischen Gründer von 1720 nicht. Sie hatten kein fertiges Gründungsmaterial, sie mußten es sich erst schaffen, sie mußten die Unternehmungen finden und erfinden, die sie finanzierten. Die Erfindungen waren oft recht absurd und so viel als möglich wurde auch hier nachgeahmt, aber die von Anderson gegebene Gründungsliste von 1720 ist immerhin abwechslungsreicher und amüsanter als die langweiligen, einförmigen Verzeichnisse der 70er Jahre.

Auf äußere Detailschilderung kann ich auch hier verzichten. Die Exzesse von Change-Alley und der rue Quincampoix sind oft genug beschrieben worden und auch das Jahr 1873 hat seine reiche chronistische und kritische Literatur⁴.

¹ Anderson l. c. VI S. 639.

² Ebenda S. 668.

³ Ebenda S. 660.

⁴ Für die älteren Krisen vor allem Max Wirth, Geschichte der Handelskrisen, verschiedene Abschnitte. Über 1873 informieren für Deutschland O. Glagau, Der Gründungsschwindel, 2 Bde., und Meyer, Politische Gründer und Korruption in Deutschland. Beide Steinitzer, Aktiengesellschaft.

Trotz alledem ist um die Wende des 18. und 19. Jahrhunderts die Liste der bestehenden Aktiengesellschaften nicht gerade groß. Die wichtigsten und bedeutendsten, die die vergangene Epoche erzeugt hatte, die großen überseeischen Handelsgesellschaften liegen um jene Zeit im Sterben. Nicht nur ihre eigene Dekadenz, ihre innere Entartung, über die so unendlich viel Tinte vergossen worden ist, hatte ihnen Recht und Kraft des Daseins geraubt, sondern weit mehr noch die Veränderung der gesellschaftlichen und politischen Zustände um sie herum. Die Verbesserung der Schiffstechnik, der Seepolizei, der Fortschritt in den internationalen Beziehungen hatte den Handel über das Weltmeer zu einer Unternehmung gemacht, die kaum gefährlicher, riskanter und kostspieliger war als der Handel von einer Provinz Europas zur anderen in jenen Zeiten, da die ostindischen Gesellschaften gegründet worden waren. Das akkumulierte Kapital vieler kleiner Privatkapitalisten suchte in allen Zweigen der Produktion und des Handels Verwertung und Gewinn und machte empörte Opposition gegen die Monopole, die hier oder dort einen Wirtschaftszweig diesem Verwertungsstreben versperrten. Der Gegensatz

sind politisch voreingenommen und nur mit Vorsicht zu benutzen. Für Österreich Neuwirth, Die Spekulationskrise von 1873. Neben den allgemeinen Gründungsepochen sind die auf einzelne bestimmte Industriezweige beschränkten zu beachten. Sie entstehen meist bei jungen Industrien, die gute Erfolge aufzuweisen haben — durch diese hervorgerufen. Die rapide Häufung der Konkurrenz und die Überkapitalisierung der späteren Gründungen führt zum Zusammenbruch, der eine Anzahl der Unternehmungen ganz verschlingt, andere nur nach schmerzhaften Sanierungsoperationen am Leben läßt. Bekannte Beispiele sind: die electricity mania in England 1878—82, die Brauerei-Gründungswut in Deutschland Ende der 80er Jahre, die durch übermäßige Vermehrung und Vergrößerung der Brauereibetriebe mitschuld ist an den in diesem Industriezweige herrschenden desolaten Kreditverhältnissen. Ein Beispiel aus allerneuester Zeit bietet die oberitalienische Automobilindustrie (vgl. Giornale d'Italia vom 3. September 1907). Die psychologischen Grundlagen des „Gründungsfiebers“ hat Petrazzky in seinem Buche „Aktienwesen und Spekulation“ mit ermüdendem Nachdruck betont.

der Interessen steigerte den Kampf gegen die großen Kompanien zu einer Schärfe und Heftigkeit, die bloße Humanität nie hätte erzeugen können und der sie unterliegen mußten. Der Handel übers Meer wurde wieder kaufmännischer Individualhandel, vermittelt durch kleinere und — nachdem der Dampf auch in der maritimen Lokomotion das Übergewicht erlangt hatte, vorwiegend — größere Transportgesellschaften, die ihre Tätigkeit ausschließlich auf das Frachtgeschäft beschränkten.

Selbst in England zählt Anderson für seine Zeit (um 1772) nur wenige Aktiengesellschaften auf; außer den Handelsgesellschaften und der Bank von England, zwei Edinburger Banken, einige Assekuranzkompanien, eine kleine Anzahl von Kupferbergwerken, Leinenmanufakturen, eine Bleischmelzkompanie und eine Gesellschaft zur Versorgung Londons mit Wasser. (I, p. 109). In Frankreich hatte schon Law eine Bank gegründet, die mit seinem System zusammenbrach; eine andere, die *caisse d'escompte*, mit der auch viel *Agiotage* getrieben worden war, ging 1793 durch die Revolution zugrunde — ebenso eine Gesellschaft, die — wie die Londoner — die Hauptstadt mit Wasser versorgte¹. Daneben entstehen in den letzten Zeiten des *ancien régime* einige Lebens- und Feuerversicherungsgesellschaften — wie in England und Deutschland. Auch während des ersten Kaiserreichs ist der Zuwachs nicht groß: die Bank von Frankreich, eine Seinebrückengesellschaft, ein paar Kanalgesellschaften, „*la compagnie des messageries et quelques compagnies industrielles*“². Bis 1824 bleibt der Kreis der Unternehmungen der gleiche: Bank-, Versicherungsgesellschaften, Brücken, Kanäle — Aufgaben außergewöhnlicher Art. Von allgemeiner Beteiligung ist keine Rede, die Nominalbeträge sind sehr hoch, der Aktionärkreis klein³, Erst in den spekulativen Zeiten des Bürgerkönigtums wird das anders.

¹ Frignet l. c. S. 303.

² Ebenda l. c. S. 329.

³ Ebenda l. c. S. 342.

In Deutschland war — außer den Versuchen überseischer Handelsgesellschaften — im 18. Jahrhundert vor allem eine Anzahl von Aktienbanken entstanden. Poschinger hat diese Gesellschaften im ersten Bande seines „Preußischen Bankwesens“ ausführlich geschildert. Die deutschen Banken des 18. Jahrhunderts hängen in ihrer Entstehung fast sämtlich mit der Ordnung oder besser der Unordnung des Geld- und Münzwesens zusammen und sind staatlich oder zumindest dreiviertelstaatlich organisiert. Neben der Zettel- (ein bequemes Mittel für die landesfürstliche Kasse, Schulden zu machen)¹ und der klassischen Girobank spielt auch die Leih- und — vereinzelt — die Hypothekbank eine gewisse Rolle. Der Gesichtspunkt der Anlage besonders der Waisen- und Gerichtsgelder, kehrt häufig wieder.

Aber das war auch so ziemlich alles. Die Ära der Versicherungsgesellschaften beginnt in Deutschland erst gegen 1812², die der Industriegesellschaften erst gegen 1850, ja eigentlich erst um 1870. Inzwischen hatte sich aber der Aktiengesellschaft ein neues spezifisches Gebiet erschlossen, von dem man sich um 1820 noch nichts träumen ließ.

In den ersten zwei Jahrzehnten des 19. Jahrhunderts holte Deutschland also zunächst auf dem Gebiete des Versicherungswesens nach, was anderswo längst getan war. Auch sonst geschah einiges. So gründet 1821 ein spekulativer Kaufmann aus Elberfeld — etwas atavistisch — eine „rheinisch-westindische Kompanie“, die unter der üblichen offiziellen Flagge³ ins Leben tritt, elf Jahre besteht und in ebenso langer Liquidation (1832—43) ihr Dasein beschließt. Aus demselben Elberfelder Kreise ging (1824) der „deutsch-amerikanische Bergwerksverein“, eine Aktiengesellschaft,

¹ Vgl. die Geschichte der Kölner Zettelbank: Poschinger l. c. I S. 68—86.

² Eine Feuer-Assekuranzgesellschaft entstand freilich schon 1779 in Hamburg. Siehe oben S. 29.

³ Friedrich Wilhelm III., seine Söhne und viele höhere Staatsbeamte waren beteiligt. Vgl. L. Berger, Der alte Harkort, S. 173, 4.

zur Exploitation mexikanischer Silberminen hervor — eine ganz verfehlte Gründung. Moderner als diese Kolonialgesellschaften ist die Idee, einen Dampfschiffverkehr auf dem Rhein einzurichten, die von der Kölner Handelskammer propagiert, 1825 durch eine Aktiengesellschaft realisiert wird. Freilich, leicht wurde es den paar rheinischen Kaufleuten, von denen all diese Dinge ausgingen, nicht, in dem herzlich kleinbürgerlichen Deutschland von damals Gefolgschaft zu finden¹. Bei der 1822 gegründeten vaterländischen Feuerversicherungsgesellschaft in Elberfeld bedurfte es zweier voller Jahre, ehe ihr Aktienkapital von 500 000 Thaler bei nur 20 % Baareinzahlung ganz gezeichnet war. Auf die oben erwähnte Anregung der Kölner Handelskammer zu einer Rheindampfschiffahrt wurden im ganzen von 26 Personen 56 000 Taler gezeichnet². Es kostete die größte Mühe, das Unternehmen schließlich doch zustande zu bringen. Und ganz ebenso ging's bei den ersten Eisenbahngründungen.

1825 schon — gleich nach den ersten Versuchen mit Stockton-Darlington — hatte einer der tüchtigsten und hoffnungsvollsten aus jener neuen und spärlichen Klasse moderner Unternehmer, die sich damals in Deutschland zu bilden begann, Fritz Harkort, in einem propagatorischen Aufsätze auf das technisch-wirtschaftliche Weltereignis jenseits des Ärmelkanals hingewiesen³. Im folgenden Jahre stellte er in Elberfeld eine kleine Modellbahn aus und schließlich setzt er mit Hilfe einiger Kapitalisten die Ausführung ein Paar kleiner Kohlenbahnen (mit Pferdebetrieb) durch, wie man sie in England längst kannte und wie sie auch in Frankreich um dieselbe Zeit entstanden. Zu Beginn

¹ Bei einer versuchten Bankgründung in Württemberg waren noch im Jahre 1848 die Zeichnungen sehr schwach, weil die Zeichner fürchteten, bei der Öffentlichkeit in den Verdacht des Wuchers zu kommen! Hecht, Bankwesen und Bankpolitik in den süddeutschen Staaten 1819—75, S. 29.

² L. Berger l. c. S. 176.

³ Berger l. c. S. 222 ff. Der Aufsatz ist dort abgedruckt.

der dreißiger Jahre tauchen dann die ersten großen Dampfvollbahnprojekte auf (Rhein—Weser, Dresden—Leipzig, Rheinische Eisenbahngesellschaft)¹. Ihre Realisierung gelingt nur zum Teil und nur unter den größten Schwierigkeiten. Die wenigen unternehmenden Köpfe, die die Sache betrieben, in Sachsen vor allem Friedrich List, am Rhein Hansemann, Camphausen, Mevissen, dieselben Namen, die wir kurz darauf bei den großen Bankgründungen wiederfinden, hatten gegen zwei Fronten den Kampf für die gute Sache zu führen: gegen ängstliche Aktionäre, die eigentlich von vorneherein von der Idee nicht viel hielten und sich nur hatten mitreißen lassen, und gegen eine mißtrauische und — anfänglich wenigstens — skeptische Staatsverwaltung. So ging's zunächst langsam, aber mit den ersten Erfolgen kam auch das Vertrauen und zu Beginn der vierziger Jahre haben wir bereits das erste „Eisenbahnfieber“ in Deutschland. England hatte diesen durchaus normalen Verlauf der Dinge nicht ganz ein Dezennium früher gesehen.

Bis in die siebziger Jahre sind dann die Bahnen die wichtigsten und größten Aktiengesellschaften in Deutschland (ebenso in Österreich) geblieben und der Aktienmarkt war in jenen Jahrzehnten überwiegend Eisenbahnmarkt. Im

¹ Auf die wichtigsten Daten der Eisenbahngeschichte sei hier nur hingewiesen: 1825 Stockton-Darlington, 1829 die Wettfahrten von Rainhill, die die erste praktisch brauchbare Lokomotive bringen, 1830 Eröffnung des Verkehrs auf der Linie Liverpool-Manchester. In Frankreich, Kohlenbahnen mit Pferdebetrieb, 1823—32, eine von ihnen eröffnet im letzteren Jahre den Passagierverkehr mit Lokomotivbetrieb, 1837 Eröffnung der Vollbahnlinie Paris—St. Germain. In Belgien von Anfang an ein Staatsbahnnetz, Eröffnung Brüssel—Mecheln 1835. In Deutschland Ende der 20er Jahre die oben erwähnten Kohlenbahnen, 1835 Eröffnung von Nürnberg—Fürth mit Dampfbetrieb, 1837 wird die erste Strecke von Leipzig—Dresden in Betrieb gesetzt, 1838 die Strecke Berlin—Potsdam eröffnet. In Österreich Pferdebahnen 1830 und 1832 (Prag—Lana, Linz—Budweis), erste Dampfstrecke Wien—Wagram 1838. In Nordamerika wird schon 1829 die erste Strecke mit Dampflokomotion betrieben. Italien erhält 1839 die erste Linie, Neapel—Portici.

Jahre 1854 veröffentlichten die Frankfurter Zeitungen regelmäßig die Kurse der Aktien von zwei Banken (österreichische Nationalbank und Darmstädter) und sieben Eisenbahnen (davon eine italienische). Der „Aktionär“, der damals zu erscheinen begann, brachte außerdem noch die Notierungen zweier Dampfschiffahrtsgesellschaften (darunter eine österreichische), zweier Banken, zweier Versicherungsgesellschaften, zweier Zuckerfabriken, einer Spinnerei, einer Maschinenfabrik, der Mineralbad-Gesellschaft Homburg und endlich fünf anderer (von den Tageszeitungen nicht notierter) Bahnen (darunter zwei italienische)¹. Man sieht, wie die Bahnen — noch mehr natürlich durch die Höhe ihrer Kapitalien als durch ihre relativ ebenfalls sehr große Zahl — den Markt beherrschen. An zweiter Stelle stehen neben den älteren Versicherungs- und Schiffahrtsgesellschaften die Bankunternehmungen. Eine lebhaftere Gründungstätigkeit setzt hier freilich erst mit dem Ende der 40er Jahre ein. Bis zur Mitte der 50er Jahre werden fast ausschließlich Notenbanken errichtet, wie das in einem Lande, wo man Geld brauchte, aber nicht allzuviel hatte, nur natürlich war³. Erst gegen 1855 wird aus dem reichen Frankreich der Anlagebank- (credit mobilier) Typus importiert (österreichische Kreditanstalt, Darmstädter Bank, viele nicht ausgeführte Pläne). Die Anlagebanken kamen mit Hilfe einer Anzahl reicher Leute — hinter der Darmstädter Bank stand die rheinische Hochfinanz, Abraham Oppenheim und Gustav Mevissen — zustande, aber — die Anlagen fehlten. Deutschland war eben noch ein durch und durch agrarisch-kleingewerbliches Land, es war ein Irrtum, schon an einen Industriestaat zu glauben, weil sich hier und da ein Fabrik-

¹ Frankfurter Aktionär, Jahrg. 1904 S. 4, 5.

² Wichtige Gründungen vor 1850. Ritterschaftliche Privat(noten)-bank in Stettin (Bülow Cummerow), Berliner Kassenverein 1831, Bayrische Hypotheken- und Wechselbank in München 1835.

³ Ganz dasselbe ein Jahrhundert früher in der englischen Provinz und in Schottland. Vgl. Lexis und Nasse im H. W. d. St., 2. Aufl., Bd. 2 S. 177 und Jaffée, Englisches Bankwesen, S. 106.

schlot zwischen den Bauernhöfen und Kleinstadthäusern zu erheben begann. Die Folge war, daß „die Darmstädter Banken (Mutterinstitut und einige Tochtergründungen) sozusagen mit der Laterne in der Hand Beschäftigung für ihr riesenhaftes Kapital an allen Ecken und Enden zusammensuchen mußten“¹ und schließlich ihr Aktienkapital reduzierten, daß die österreichische Kreditanstalt zu demselben Vorgange genötigt war² und daß man schon in den 60er Jahren reuig zu den — freilich auch nicht sehr fetten — Fleischtöpfen des „regulären Bankgeschäfts“ zurückkehrte. In diesem Dezennium entstehen in Deutschland und Österreich nur „reguläre“ Banken — in Österreich führen fast alle den beruhigenden Namen „Eskomptebank“³.

Beim „regulären Bankgeschäft“ ist man dann — von dem Intermezzo der Börsen- und Gründungsbanken von 1870—73 abgesehen — so ziemlich bis zum Ende der 80er oder Anfang der 90er Jahre geblieben. Um diese Zeit beginnt man — wohl unter dem Drucke der Konkurrenz — sich wieder mehr dem Emissions- und Anlagebanktypus zu nähern. Diesmal mit mehr Glück; Deutschland war ja in den vier Dezennien seit jenem ersten Versuche auf dem Wege zum Industriestaat um ein mächtiges Stück vorwärts gekommen.

Eine neue Gattung von Gesellschaften sind die Zuckerfabriken. Fr. C. Achard hatte in den Zeiten, da der erste Napoleon auf dem Gipfel seiner Macht stand, die Marggrafsche Entdeckung, daß die Runkelrüben Zucker enthalten, zum erstenmal zu praktischer Verwertung gebracht⁴. Sein Verfahren war zuerst in Frankreich adoptiert worden, Deutsch-

¹ Max Wirth, Geschichte der Handelskrisen, S. 290.

² Jubiläumsbericht der Frankfurter Zeitung, S. 114.

³ Böhmisches, mährisches, steiermärkisches Eskomptebank, Warnsdorfer Eskomptegesellschaft; preußische Banken dieser Art siehe Poschinger l. c. III S. 143 ff. Auch Hypothekenbanken entstehen in den 60er Jahren, Poschinger l. c. III S. 184 ff.

⁴ „Die europäische Zuckerfabrikation aus Runkelrüben“ von Fr. C. Achard, 1809.

land folgte im zweiten Drittel des Jahrhunderts. Bei den hohen Kosten der maschinellen Einrichtungen und der Unsicherheit der Resultate einer ganz neuen Industrie lag die Aktiengesellschaft als Unternehmungsform nahe. — Daneben gibt es noch eine etwas größere Zahl von Aktiengesellschaften auf dem Gebiete der Berg- und Hüttenindustrie¹. Auf allen anderen Gebieten tritt die Aktiengesellschaft in Deutschland bis 1870 nur ganz vereinzelt — aus individuellen Gründen — auf.

Im ganzen wird man sagen können, daß in England bis zum Jahrhundertanfang, in Frankreich bis zum Beginn des zweiten und in Deutschland bis zum Beginn des dritten Drittels des neunzehnten Säkulums, die Aktiengesellschaft ein außergewöhnlicher Apparat war, dessen man sich nur zur Bewältigung besonderer Aufgaben bediente und daß sie nach jener Zeit anfängt, ein gewöhnliches Werkzeug für alltägliche Geschäfte zu werden. Vorher war die Aktiengesellschaft noch nicht wie heute — als regelmäßiges Glied dem normalen Verlaufe des Wirtschaftslebens eingereiht, sie stand eher über demselben als ein Requisit allgemeiner, wirtschaftlicher Politik. Deshalb die starke, staatliche Ingerenz, deshalb auch die tönenden Phrasen, mit denen Aktiengesellschaftsgründungen jener Zeit gewohnheitsmäßig begleitet werden. Von den alten indischen Kompanien bis zu den Mobiliarbanken der 50 er Jahre errichtet man Aktiengesellschaften nicht um Geschäfte zu machen, sondern „um das allgemeine Beste zu befördern,“ um „die Wohlfahrt des Landes zu erhöhen“, um „Handel und Industrie zu beleben und anzuregen“ und wie die — meist ganz auf-

¹ Vor 1850 wenig bedeutend. Zahl und Kapitalien steigen stark und rasch — die Gründe sind naheliegend — nach der technischen Revolution, die das Bessemer und besonders das Thomas-Verfahren bringt.

² 1851—70 wurden fast nur Montanunternehmungen, Banken, Bahnen und Assekuranzgesellschaften gegründet; ihr Aktienkapital beträgt 92,7 % des gesamten Aktienkapitals dieser Jahre. Rießer, Bankkonzentration, S. 32.

richtig gemeinten und hier und da sogar ein wenig zutreffenden Phrasen alle lauten, durch die man die Außergewöhnlichkeit wie die Nützlichkeit seines Unternehmens unterstreichen wollte.

Die neue Zeit, die Zeit also, in der die Aktiengesellschaft aus einer irregulären zu einer regulären Wirtschaftserscheinung geworden ist, wird regelmäßig durch „Gründungsperioden“ großen Stils eingeleitet, die sich, wie gesagt, von der englischen des Jahres 1720 im Prinzip nicht unterscheiden. Während aber die Emissionsobjekte der älteren Epoche meist absurde und phantastische Erfindungen waren — weil ja das simple, handwerkshafte Wirtschaftsleben jener Zeit selbst nichts Geeignetes darbot — entnahm, wie schon ausgeführt, die neue Gründerei ihre Gegenstände dem konkreten Gegenwartsmaterial, das die inzwischen begonnene großindustrielle Entwicklung geschaffen hatte. Daraus ergab sich die praktisch sehr wesentliche Folge, daß im 19. Jahrhundert — obwohl seine Gründer kaum skrupelvoller waren als ihre Kollegen aus dem 18. — doch aus der Asche der jedem Gründungsfieber folgenden Krise ein ungleich größerer Rückstand lebensfähiger Unternehmungen zurückblieb als früher. Aus dem Zusammenbruch nach 1720 konnten sich, wie Anderson berichtet, überhaupt nur vier Gesellschaften retten¹. Es ist ja selbstverständlich, daß eine Maschinenfabrik oder eine Brauerei, sie mag noch so sehr überkapitalisiert sein, doch immerhin mehr Aussicht hat, am Leben zu bleiben, als eine Gesellschaft zum Betriebe des perpetuum mobile.

War also das Fieber vorbei, so gab es nun, was es früher nicht gegeben hatte: einen festen Stamm von Aktiengesellschaften für reguläre, gewöhnliche Geschäfte. Die Rückstände der nächsten Gründerperioden verstärkten ihn und die Nachahmung war naheliegend, wo individuelle Gründe dazu drängten. Und so wird nun im 19. Jahrhundert die Aktiengesellschaft eine regelmäßige Unternehmungsform

¹ Anderson VI S. 670.

und verbreitet sich über alle Zweige der wirtschaftlichen Entreprise.

In England setzt, wie gesagt, dieser Prozeß am frühesten ein, weil es die älteste großindustrielle Entwicklung hatte. Von Beginn des 19. Jahrhunderts an werden häufig Banken zur Unterstützung dieser Entwicklung, aber auch eigentliche Industriegesellschaften gegründet, 1824 kommt dann der große Boom, bei dem zunächst Versicherungsgesellschaften besonders beliebt sind — man sieht, ein Stück Konservatismus steckt in jeder Revolution und man ist selten origineller als nötig. Der Prozeß schreitet weiter und erreicht dann zu Beginn der 30er Jahre — diesmal standen die Eisenbahnen im Mittelpunkt — wieder ein Intensitätsmaximum. Inzwischen hatte auch die Gesetzgebung die Zügel ein wenig gelockert, indem sie allmählich — 6 Geo IV c. 91 und 7 Wil. IV. et 1 Vict. c. 73 — den Übergang zu der durch die Bubble act von 1720 verbotenen beschränkten Haftung anbahnte. Nachdem auch dieser legislatorische Entwicklungsprozeß vollendet ist — Companies Act 1862 — wächst das Aktionsgebiet der Aktiengesellschaft in riesiger Proportion. Heute soll nach Macrosty $\frac{1}{4}$ — $\frac{1}{5}$ des englischen Nationalkapitals in Aktiengesellschaften investiert sein¹.

¹ Freilich sind hierbei Aktiengesellschaften in juristischem Sinne gemeint und die sind keineswegs sämtlich auch solche in ökonomischem Verstande. Bei dem relativ einfachen Apparat, den das englische Aktienrecht fordert, werden — um der limited liability willen — viele Privatunternehmungen — offene Handelsgesellschaften — in Aktiengesellschaftsform begründet. Ich greife aus einer aufs Gerathewohl gewählten Gründungübersicht (Financial News vom 1. August 1907) einige ganz unzweideutige Fälle heraus: A. Chapman & Cie., früher Tapetenhandlung von A. Chapman und A. A. E. Trevallion, keine Emission, erste Direktoren A. Chapman und A. A. Trevallion. Remuneration der Direktoren £ 20 jährlich. — W. T. Thorne, Kapital £ 1000, Schuhmachergeschäft in Newcastle. Keine Emission. „Managing Director“ W. Th. Thorne. — H. E. Hopperton, £ 1000. Objekt ist das Geschäft der beiden Versicherungssagenten und brokers Hopperton und Greenberg. Keine Emission — Direktoren Hopperton & Greenberg. — Ähnlich wird wohl in Deutschland die Gesellschaft mit beschränkter Haftung benutzt werden.

In Frankreich beginnt die Bewegung unter Louis Philippe — während der Restauration hatten sich die spärlichen Gründungen bloß auf die herkömmlichen Gebiete (Versicherungswesen, Montanindustrie, Brücken und Kanalbauten)¹ beschränkt. Das wird nun anders. Von 1825—37 traten in Frankreich 1106 Aktienkommanditgesellschaften — diese Form wurde an Stelle der konzessionspflichtigen société anonyme gewählt² ins Leben. Darunter befanden sich — eine ganz merkwürdige Ziffer, die der Beachtung des Kulturhistorikers empfohlen sei — 401 „Zeitungs-, Journal- und Verlagsgesellschaften“. Man wird wohl nicht fehlgehen, wenn man in der außerordentlichen Intensität des politischen Lebens den Hauptgrund dieser merkwürdigen Erscheinung sucht. — Die weitere Detaillierung ist leider sehr mangelhaft. Wir erfahren von 289 „verschiedenen“ Gesellschaften. — Eigentliche Industriegesellschaften werden 95 aufgezählt, Verkehrs- und Speditionsanstalten 93, Metallindustrie und Kohlenhandel sind mit 60 Gesellschaften beteiligt, die Schifffahrt mit 52, Banken werden 40 gegründet. Intensitätsmaxima „Gründerjahre“ sind später vor allem 1845, 46 und 1854—56 (Creditmobilier Ära)³.

In Österreich ist die Entwicklung noch langsamer als in Deutschland. Die erste Aktiengesellschaft (nach der Orientkompanie und der Compagnie d'Ostende) ist die Nationalbank 1816. 1835 existieren erst 13 Gesellschaften, 1850 erst 35. Eine Statistik aus dem Jahre 1855 erwähnt 12 Versicherungsgesellschaften, 8 Spinnereien, 5 Dampfmühlen (Ungarn ist damals noch ein wenig die „Kornkammer Europas“), 4 Eisenbahnen und ebenso viele Schifffahrts-

¹ Frignet l. c. S. 344.

² Eine Rechtsgeschichte der Aktiengesellschaft liegt nicht im Rahmen dieser Darstellung. Vgl. Lehmann, Geschichtliche Entwicklung des Aktienrechts bis zum *côde de commerce*, desselben Recht der Aktiengesellschaft, 1. Bd., ferner die älteren Werke von Renaud u. Endemann.

³ Über die Geschichte des *credit-mobilier* siehe jetzt neben dem ausführlichen Werke Aycards Plenge, *Der Credit Mobilier*.

gesellschaften, 4 Montanunternehmungen, 3 Banken, 1 Zuckerfabrik (1870 schon 57), 1 Gasfabrik (1870 schon 15) und noch einige andere Einzelercheinungen. In der nächsten Zeit nimmt dann die Zahl vor allem auf dem Gebiete des Bankwesens, der Zucker- und — aus ähnlichen Gründen — der Papierfabrikation zu. Mit dem Ende der 60er Jahre beginnt die oft geschilderte Gründungsära. Ebenso in Deutschland. Gründerjahre sind hier¹ weiter die zweite Hälfte der 80er Jahre und die Zeit um die Jahrhundertwende. In Frankreich ist bereits zu Anfang der 80er Jahre wieder ein Intensitätsmaximum der Gründertätigkeit zu verzeichnen, das sich durch die Vermittlung Bontoux' auch in Österreich bemerkbar macht². —

¹ In Österreich stagniert die Entwicklung des Aktiengesellschaftswesens seit den 70er Jahren. Über die Gründe vgl. meinen Aufsatz „Zur Besteuerung der Aktiengesellschaften in Österreich“ in Conrads Jahrbüchern, III. Folge, Bd. 28.

² In Belgien hatte schon früh unter der Patronanz zweier Zentralbanken — der noch während der holländischen Herrschaft unter starker Beteiligung des Königs Wilhelm I. 1822 errichteten Société Generale und der 1835 von deren politischen Gegnern gegründeten Banque de Belgique — eine lebhafte Gründungstätigkeit — natürlich nicht ohne Agiotageschwindel — stattgefunden — die vor allem für die Erschließung der Mineralschätze des Landes von größter Bedeutung war. Für die Gründungen von 1833—39 gibt Steinbeis (nach Heuschling) ein Gesamtaktienkapital von 583 Millionen Franken an. Davon entfallen etwa 130 Millionen auf Kohlen- und Hüttenwerke. Vgl. Steinbeis, Die Elemente der Gewerbe-förderung. Stuttgart 1853 (Ergebnisse einer amtlichen Studienreise nach Belgien).

Zu einer Geschichte der amerikanischen Aktiengesellschaftsentwicklung fehlen mir die Bausteine. Soweit sich das aus der durchaus lückenhaften Statistik beurteilen läßt, setzt eine lebhaftere Gründungstätigkeit erst nach dem Sezessionskrieg ein. In Europa kannte man bis etwa zu Beginn der 90er Jahre überhaupt nur eine Sorte amerikanischer Aktien, nämlich Eisenbahnaktien; erst damals fängt die amerikanische Industrieaktie an, jenseits des großen Teiches populär zu werden.

Neben der eigentlichen Aktiengesellschaft bewahren auch für die Gegenwart ihre früher geschilderten Keimformen nicht geringe

Der Schluß ist also überall der, daß die Aktiengesellschaft eine gewöhnliche, regelmäßige Unternehmungsform geworden ist, die in allen Zweigen wirtschaftlicher Unternehmung — in den kapitalintensiveren natürlich stärker, in den kapitalschwächeren in geringerem Maße — benutzt wird¹.

Und nun — was ist das Wesen dieser Unternehmungsform ?

Bedeutung. An die Wichtigkeit der seit dem 18. Jahrhundert rasch und allgemein aufblühenden Kommanditgesellschaft für die Steigerung der Kapitalkapazität und Leistungsfähigkeit mittlerer Unternehmungen braucht hier nur erinnert zu werden. Auch die alte Schiffspartnerschaft (Partenreederei) spielt noch heute in kleinen Verhältnissen (Seglerbetrieb) eine gewisse Rolle.

¹ Dabei treten in Deutschland und in Amerika in den letzten Jahrzehnten die sogenannten „schweren Industrien“ (Kohle, Eisen, Stahl) unter lebhaftester Unterstützung der Hochfinanz stark in den Vordergrund — eine nicht bloß aktien-, sondern ganz allgemein industriegeschichtlich fundamentale Tatsache. Durch ihre außerordentliche Kapitalintensität sind diese Industrien von jeher auf den Financier angewiesen und mit ihm eng liiert. Als daher mit dem Ausbau der Verkehrsmittel und der Zunahme der großindustriellen Produktion die Nachfrage nach ihren Produkten konstant und stark zu steigen beginnt und außerdem der Zollschutz den inneren Markt verbürgt, in beiden Ländern reichlichste Alimentierung durch die Finanz, enorme Produktionssteigerung, die in wenigen Jahren Englands drei Generationen alte Vorherrschaft beseitigt. Die Rückschläge, zu denen dieses beispiellose Wachstum führen mußte und tatsächlich geführt hat, sind in ihren Wirkungen durch die den schweren Industrien infolge der natürlichen Begrenztheit der Bodenschätze, ihrer außergewöhnlichen Kapitalintensität und der Uniformität ihrer Erzeugnisse eigenen Fähigkeit zur Kartellierung und Monopolisierung wesentlich abgeschwächt worden. — Eine besondere Anziehungskraft übten die schweren Industrien auf den promoter großen Stils, da sie Dank ihrer technischen Besonderheit Gründungen größten Umfangs und Zusammenballungen zu immer riesenhafteren Konzernen nicht nur möglich, sondern auch rationell machten und so ganz außerordentliche Gründergewinne ratifizierten.

Zur Illustration: Finanzial- und Commercial-Chronicle
BD 76, S. 73, 234.

Kotierungen an der New Yorker Fondbörse (Millionen Dollars):

	Stocks	Bonds
1893	198,2	288,8
1896	590,7	582,2
1899	704,1	525,4
1901	1642,0 (U.St. Steel. C.)	923,0
1902	784,0	533,6

Ein großer Teil der Neukotierungen fällt auf Rekonstruktionen und Fusionen (1898 vier Fünftel).

Roheisenproduktion der Union (in Mill. Gross tons):

1888	6,4	1897	9,6	1901	15,8
1892	7,2	1899	13,6	1902	17,8
1895	9,4				

Zweites Kapitel.

Das Wesen und die treibenden Kräfte der Aktiengesellschaft.

Das Objekt der Aktiengesellschaft ist — das lehrt uns geschichtliche Betrachtung und tägliche Erfahrung in gleicher Weise — die kapitalistische Unternehmung. Damit soll natürlich nicht geleugnet werden, daß in der Rechtsform der Aktiengesellschaft auch auftreten kann, was keine kapitalistische, ja was überhaupt keine wirtschaftliche Unternehmung ist. So figurirt in der vorhin zitierten Übersicht beim englischen Registeramt angemeldeter limited companies auch ein Fußballklub der Stadt Salisbury. Doch brauchen uns Fälle dieser Art natürlich nicht weiter zu bekümmern.

Also eine kapitalistische Unternehmung. Bleiben wir einen Augenblick bei diesem Begriffe stehen. Wenn man von dem spezifischen Inhalte absieht, so besteht eine kapitalistische Unternehmung aus einem System von wirtschaftlichen Verkehrsakten (Verträgen) verschiedener Art (Kauf- und Verkaufs-, Miet-, Pacht-, Leih-, Arbeitsverträgen), die im engsten gegenseitigen Zusammenhange und in vollständiger gegenseitiger Abhängigkeit stehen und die den Zweck haben, über die anfänglich in diesen Verträgen engagierten Summen von Verkehrswerten — das Unternehmungskapital, einen disponiblen Überschuß, gleichfalls von Verkehrswerten — praktisch werden diese Verkehrswerte regelmäßig wenigstens rechnerisch auf Geld reduziert

und der Überschuß wenigstens teilweise auch in Geld realisiert — zu erzielen. Es ist nämlich eine weitere Bedingung der kapitalistischen Unternehmung, daß der ganze Zyklus von Verträgen, aus dem sie besteht, nicht inaugurirt werden kann, wenn nicht eine gewisse Summe von Verkehrswerten — ein gewisses Kapital — zur Erfüllung der aus den ersten dieser Verträge resultierenden Verpflichtungen gegeben ist. Ob dieser Zyklus von Verträgen nur einmal eingeleitet und durchgeführt (wie bei den Grundstücksspekulationen der Terraingesellschaften) oder ob er in regelmäßiger Periodizität immer wieder in den Dienst der Überschußproduktion gestellt wird, ist theoretisch irrelevant. Ebenso ist für den Begriff der kapitalistischen Unternehmung der Inhalt gleichgiltig; was nur mit Kapital unternommen werden kann und dazu dient (durch wirtschaftliche Verkehrsakte), einen Überschuß zu erzielen, fällt unter ihn. Es gibt unstreitig kapitalistische Unternehmungen, deren Tätigkeit sich darauf beschränkt, Geld an verschiedene Schuldner zu leihen — Trusts beispielsweise, die Obligationen kleinerer öffentlicher Körper erwerben, Hypothekenbanken, bei denen der ganze Vertragszyklus im Ausleihen und Wiederverleihen besteht. Auf der anderen Seite sind Maßregeln, die zur Sicherung schon bestehender Forderungen dienen sollen, keine kapitalistischen Unternehmungen — sie mögen noch so kompliziert sein. Also z. B. moderne Bondholdervereinigungen oder die Georgsbank in Genua. Sie stehen allerdings in Beziehung zu bereits früher eingeleiteten kapitalistischen Unternehmungen — die in den angeführten Fällen im Darleihen von Geld gegen Zins bestehen — sind es aber selbst nicht. Denn erstens ist zu ihrer Inauguration kein Kapital nötig und zweitens zielen sie auf keine Überschußproduktion ab, sondern nur auf die Sicherung des Überschußempfangs aus einer schon bestehenden kapitalistischen Unternehmung. Deshalb ist also, wie schon im vorigen Kapitel angedeutet, die genuesische Georgsbank keine kapitalistische, ja überhaupt keine Erwerbsunternehmung — sie hat kein selbständiges Erwerbsstreben —

und daher auch keine Aktiengesellschaft im ökonomischen Sinne. Dagegen wird später bei der Bank von England das Kapital — der Vorschuß an die Staatskasse — von vornherein mit der Absicht aufgewandt, durch den Betrieb des Bankgeschäftes Überschüsse zu erzielen — also eine ganz unzweideutige kapitalistische Unternehmung.

Die Erzielung eines Überschusses über das aufgewendete Kapital — Wissenschaft und Praxis haben für ihn den gleichen Namen: Profit — ist also das regelmäßige Ziel jeder kapitalistischen Unternehmung. Dieses Ziel wird aber bekanntlich nicht immer und nicht immer im gleichen Grade erreicht. Einmal sind es äußere Kausalitäten — man bezeichnet sie mit dem zusammenfassenden Namen Konjunktur — die den Abschluß der die Unternehmung darstellenden Verträge oder einzelner von ihnen, bald erleichtern, bald erschweren, ja gänzlich unmöglich machen, bald unter günstigen, bald nur unter ungünstigen Umständen gestatten; auf der anderen Seite entscheidet die Fähigkeit und Ehrlichkeit derjenigen, welche jene Verträge abschließen und ihre Durchführung überwachen — der Unternehmungsleiter — darüber, ob die Abschlüsse auf der günstigsten, erreichbaren Basis und die Durchführung in der zweckentsprechendsten Weise erfolgen. Von diesen kausalen Momenten — Konjunktur und geistige wie moralische Qualifikation der Leiter — sind also die Unternehmungsergebnisse abhängig; sie bestimmen Existenz und Höhe des den Zweck der ganzen Unternehmung bildenden Überschusses.

Interessiert an den Resultaten der Unternehmung sind natürlich die Empfänger dieses Überschusses. Freilich streng genommen nicht sie allein. Jedermann, der aus einem Kontraktverhältnisse mit der Unternehmung an dieselbe künftige Forderungen hat, ist ein wenig an ihren Resultaten mitbeteiligt, da ein Mißlingen die Erfüllung seiner Forderungen unmöglich machen kann. Es gibt also streng genommen so viele Interessenten an einer Unternehmung als Leute, die künftig zu erfüllende Forderungen an sie haben. Aber

dieses Interesse ist ein indirektes, mittelbares, abgeschwächtes; es richtet sich nur auf die Erfüllung ganz bestimmter Kontrakte und wird von mäßig schlechten Ergebnissen wahrscheinlich gar nicht berührt, ebenso wie es von besonders guten keinen Vorteil zieht. Das Gesetz und — im allgemeinen wenigstens auch die Praxis geben daher jenem Interesse keinen Ausdruck. Das Gesetz, das sich so entschieden auf die Seite des Gläubigers stellt, wenn seine Ansprüche zur vereinbarten Zeit nicht erfüllt werden, gibt ihm vorher nicht die kleinste Ingerenz auf jene Unternehmungen, die ihm verpflichtet sind. Und auch in der Praxis kümmert sich der Gläubiger in der Regel nicht um den Geschäftsgang der schuldnerischen Unternehmung — wo käme schließlich diese auch hin, wenn sie allen Gläubigern, dem Besitzer des Grundes, auf dem ihre Fabrik steht und der an sie künftige Mietzinsforderungen hat, dem Maschinen- oder Materiallieferanten, der ihre Wechsel besitzt, dem Beamten, dem sie den Gehalt des Monats schuldet, Einblick und Einfluß gewähren sollte? Diese mittelbaren Gläubigerinteressen gewinnen also in aller Regel keinen realen Ausdruck und bleiben ohne Einfluß auf die Führung der Unternehmung. Freilich gibt es auch hier Ausnahmen. So ist es bekannt, daß Banken sich nicht selten bei größeren Krediten den Einblick in die Bücher des Schuldners und das Recht vorbehalten, in wichtigen Fragen der Unternehmung, insbesondere bei Ausdehnung des Geschäftsumfanges gehört zu werden. Ist der Schuldner schwach und das Darlehen groß, so kann diese Aufsicht zu förmlicher Tyrannei ausarten und dem schuldnerischen Unternehmer völlig die Hände binden¹.

Die direkten, unmittelbaren und unbedingten Interessenten dagegen sind die Überschußempfänger. Überschußempfänger sind natürlicherweise vor allem die, welche einen der beiden für das Zustandekommen der Unternehmung

¹ Vgl. den Generalversamlungsbericht des Dortmunder Walzwerkes „Rote Erde“ im Berliner Börsen-Courier vom 19. Oktober 1906.

wesentlichen Bestandteile beistellen; das Kapital und die Unternehmerarbeit — wie wir sie eben definiert haben — also Kapitalisten und Unternehmungsleiter. Doch können die einen wie die anderen ganz oder teilweise durch fixe Vergütungen — Kapitalzins, festes Direktorengelohn — entschädigt werden; dann gehören sie nicht mehr zu den unmittelbaren, sondern zu den mittelbaren und indirekten Unternehmungsinteressenten, von denen wir vorher sprachen. Es ist aber selbstverständlich, daß nicht der ganze Überschuß prinzipiell in dieser Weise verteilt werden kann — eine schwankende Größe läßt sich nicht restlos in eine fest bestimmte Anzahl fixer Teile auflösen. Bei jeder kapitalistischen Unternehmung muß also zumindest ein Überschußempfänger vorhanden sein, der einen schwankenden und von vornherein unbestimmten Ertrag erhält — ein direkter Unternehmungsinteressent¹.

Ich habe vorhin daran erinnert, daß der Erfolg der Unternehmung — Existenz und Höhe des Überschusses — einmal von äußeren Kausalitäten abhängig ist, die sich dem Einflusse des einzelnen völlig entziehen, dann aber auch von der Vollkommenheit, mit der die Unternehmungsleiter ihr Handeln den gegebenen Umständen und dem angestrebten Ziele koordinieren.

¹ Die Zahl der direkten Unternehmungsinteressenten ist mit den erwähnten beiden Gruppen — Kapitalisten und Unternehmungsleiter — nicht erschöpft. Subalterne Angestellte und Arbeiter können — zur Weckung ihres unmittelbaren Interesses an der Unternehmung, der sie dienen — an deren Erträgen beteiligt werden — (amerikanisches profit-sharing-System). Auch der die Unternehmung nach dem Ertrage steuernde Staat ist ein direkter Interessent. Doch fehlt beiden — den Angestellten, weil sie ja auf diese Überschüsse — wenigstens bisher — kein Recht haben, dem Staate infolge unserer politisch konstitutionellen Grundsätze und infolge der praktischen Undurchführbarkeit die Ingerenz auf die Unternehmungsleitung. Eine Ausnahme bilden jene — sehr spärlichen — englischen industriellen Produktivgenossenschaften, bei denen prinzipiell die Arbeiter die direkten Interessenten sind. Doch auch hier die Tendenz, die neu eintretenden Arbeiter nur als Arbeitnehmer anzustellen. Vgl. Nostiz, Aufsteigen des Arbeiterstandes in England, S. 342.

Es gibt also — in der theoretischen Analyse — Leute, die die schwankenden Unternehmungserträge empfangen, und Leute, deren Handeln diese Erträge bestimmt — soweit sie nicht durch die höhere Macht äußerer Einflüsse bestimmt werden. In welchem Verhältnisse stehen nun diese Individuen oder Gruppen zueinander?

Das ursprüngliche und auch theoretisch naheliegendste Verhältniß ist das der Identität. Irgend jemand, der imstande ist sich die Verfügung über das notwendige Kapital zu verschaffen, beginnt mit diesem eine Unternehmung zu eigenem Nutzen; das heißt, er — es können natürlich auch mehrere Personen zusammen sein — ist zugleich Unternehmungsleiter und Überschußempfänger in einer Person. Etwa nötiges fremdes Kapital wird mit fixem Leihzins entschädigt. Das ist der Typus der individuellen oder kollektiven Privatunternehmung.

Nun treten aber Umstände ein, die es notwendig oder erwünscht machen, die fremden Kapitalisten, mit deren Besitz die Unternehmung arbeitet, statt mit fixen mit schwankenden Erträgen zu entschädigen, aus indirekten zu direkten Interessenten zu machen. Der Grund kann sein, daß die Unternehmung zu riskant ist, als daß der einzelne die Gefahr allein auf sich nehmen könnte und wollte — der Fall unserer ersten Aktiengesellschaft, der *societas maris*. Es kann sein, daß das Verhältniß der fremden Kapitalien zu dem in der Unternehmung angelegten Gesamtkapital ein so großes ist, daß bei einigermaßen schlechtem Geschäftsgange das fixe Erfordernis nicht aufgebracht und die Gesellschaft in den Bankrott getrieben würde¹. Er kann sein, daß die Gläubiger selbst auf eine schwankende Entschädigung

¹ Ein klassisches Beispiel dafür, wie durch eine allzugroße Höhe der festen Lasten das Gleichgewicht einer Unternehmung chronisch bedroht und die Gläubiger selbst aufs stärkste geschädigt werden, liefert die ältere Geschichte der amerikanischen Eisenbahnen — bis in die zweite Hälfte der 90er Jahre — mit ihren ewig notleidenden Bonds und ihren immer wiederkehrenden Zwangsverwaltungs- und Reorganisationsnotwendigkeiten.

dringen, um von der außergewöhnlichen Rentabilität der Unternehmung zu profitieren, wie uns das von den deutschen Handelshäusern der Fuggerzeit überliefert ist. Er kann schließlich sein, daß auch ohne besondere Größe und besonderes Risiko von vorneherein viele kleine Kapitalisten zu direkten Teilnehmern der Unternehmung gemacht werden, weil sie — wie wir schon gesehen haben — zumal zu gewissen Zeiten geneigt sind, den Wert solcher Teilhaberschaft zu überschätzen und zu überzahlen — weit mehr, als wenn ihre möglichen Aussichten auf eine fixe Zinsvergütung eingeschränkt werden.

Welches immer nun aber auch die Gründe sein mögen — wir haben uns ja in dem historischen Abriß des letzten Kapitels eingehender mit ihnen beschäftigt — die Folge ist jedenfalls eine Zunahme der Zahl der direkten Interessenten. Der Titel, aus dem diese neuen direkten Interessenten an den Unternehmungserträgen partizipieren, ist jetzt ausschließlich die Kapitalbeteiligung. Damit sind für ihre — theoretisch beinahe unbegrenzte — Vermehrung die Tore geöffnet. Theoretisch wäre es denkbar, eine Unternehmung mit einem Kapital von 10 Millionen M., also keineswegs eine von den allergrößten, die wir heute kennen, aus einer Million Aktienbeiträgen von je 10 M., also mit einer Million direkter Interessenten in dem oben angenommenen Sinne, zu konstruieren. Praktisch wäre das natürlich — von der juristischen Unmöglichkeit (in Deutschland) 10 M.-Aktien auszugeben, ganz abgesehen — völlig undurchführbar, nur der öffentlichen Zwangsgewalt möglich. Aber auch die Praxis zeigt immerhin respektable Ziffern. Von der englisch-ostindischen Kompanie wissen wir bereits, daß sie zu einer gewissen Zeit fast 1000 Subskribenten und gegen Ende des 18. Jahrhunderts etwa 600 Aktionäre hatte. Der Credit Mobilier soll 1866 14 000 Aktionäre in seinen Büchern verzeichnet haben¹. Die Illinois Central Railway besaß (1900) 6526 stockholders — oder wurde vielmehr von

¹ Plenge, Credit Mobilier, S. 93.

ihnen besessen. Die Aktien der Chicago-, Burlington & Quincy-Eisenbahn waren in 18000 verschiedenen Händen, als die Bahn von der Northern Securities Cie. übernommen wurde (1901)¹.

Daß das Verhältnis zwischen direkten Unternehmungsinteressenten und Unternehmungsleitern nun nicht mehr Identität ist und sein kann, ist eigentlich zu selbstverständlich, um ausgesprochen zu werden. Dies auch dann, wenn man die zuletzt erwähnten Riesenzahlen auf die Seite schiebt, und an Kapitalsassoziationen mit einigen oder auch nur einem Hundert Teilhabern denkt. Zunächst würde die Unternehmungsleitung selbst — deren Um und Auf ja rasche und bestimmte Koordination des Handelns an gegebene Kausalitäten ist — aufs stärkste beeinträchtigt, wenn nicht lahmgelegt, weil sowohl Raschheit als Bestimmtheit unter der Vielköpfigkeit der Leitung leiden müßten. Man denke bloß daran, wie sehr auf politischem Gebiete — in konstitutionellen Staaten mit einer Mehrzahl von Parteien — die Gesetzgebungsarbeit durch die Notwendigkeit verzögert wird, die Billigung der relativ wenigen Führer der Mehrheitsparteien zu gewinnen! In politicis ist es freilich häufig kein Nachteil, wenn die Gesetzgebungsmaschine etwas langsamer arbeitet; aber man stelle sich einen Unternehmungsvorstand vor, der erst zwischen einer Reihe dissentierender Köpfe Einigkeit herstellen müßte, ehe er einen Beschluß durchführen kann, der beispielsweise Anpassung an die Marktlage bezweckt! Zudem wäre eine solche Vielköpfigkeit der Regierung eine unerhörte Kraftverschwendung; es würden viele das schlechter leisten, was wenige besser vollführen könnten — ein auf die Dauer unhaltbarer Zustand. Und endlich — das würde voraussetzen, daß alle Teilhaber persönlich nach wie vor in erster Linie an der Unternehmung interessiert und also imstande und geneigt wären, ihr ihre Zeit zu widmen — mit anderen Worten, daß es lauter Großaktionäre wären. Denn der kleine Aktionär

¹ Annals of the American Academy. XXII, S. 477, 486.

kann sich ja gar nicht regelmäßig um die Gesellschaft kümmern, die ihm bloß eine kleine Zusatzrente zu seinem Einkommen abwirft; seine Interessen liegen naturgemäß in der Richtung der Hauptquelle seines Einkommens — dieser gehört seine Zeit und seine Arbeitskraft. Ein Kaufmann, der vielleicht 300 oder 500 M. aus Aktiendividenden bezieht, wird sich um sein Geschäft kümmern, von dem er lebt, und nicht um seine Aktiengesellschaft. Das klingt banal und selbstverständlich, muß aber doch erwähnt werden. —

Ich habe in den letzten Ausführungen bereits von Aktiengesellschaften, nicht mehr von kapitalistischen Unternehmungen schlechthin gesprochen. In der Tat ist der ökonomische Tatbestand der Aktiengesellschaft jetzt erreicht und scheidet sich mit der wachsenden Zahl der fremden Interessenten und dem Aufhören persönlicher Beziehungen zwischen ihnen und den Unternehmungsleitern immer deutlicher von dem der Privatunternehmung¹. Das Verhältnis

¹ Zwischen der aktiengesellschaftlichen und der Privatunternehmung wie überall im wirtschaftlichen Leben keine Kluft, sondern allmählicher Übergang. Diesen Übergang bilden Unternehmungen mit einer geringen Anzahl direkter Interessenten, die, ohne selbst an der Unternehmungsleitung regelmäßigen Anteil zu nehmen, doch in näheren persönlichen Beziehungen zu deren Trägern stehen. Gegenüber der ausgesprochenen Nichtidentität bei der Aktiengesellschaft hier gewissermaßen halbe Identität, die eine lebhaft entwickelte der spezifisch-aktiengesellschaftlichen Eigentümlichkeiten ausschließt. Die Rechtsform dieser zwischen privater und aktiengesellschaftlicher Unternehmung mitten inne liegenden Gebilde ist die Kommanditgesellschaft und neuerdings oft die Gesellschaft mit beschränkter Haftung. Doch kann bei der letzteren der persönliche Zusammenhang bereits fehlen.

Einen persönlich eng verbundenen Kreis stellen — in anderem sozialen Milieu — gewöhnlich auch die Mitglieder der Genossenschaften dar; häufig sind diese übrigens nicht nur Kapital-, sondern auch Personalassoziationen — also keine Verschiedenheit der Unternehmungsleiter und direkten Unternehmungsinteressenten. Die Mehrzahl strebt gar keine selbständige Überschußproduktion, sondern bloß die Förderung der Unternehmungen ihrer Mitglieder an, scheidet also aus unserem Begriffe der (Erwerbs)unternehmung überhaupt aus. Über Konsumvereine vergleiche weiter unten.

— persönlicher oder wirtschaftlicher — Identität beider, das jene charakterisiert, verschwindet.

Frägt sich nun: Wenn nicht mehr das Verhältnis der Identität, welches denn? Gehören die Unternehmungsleiter überhaupt dem Kreise der direkten (Kapital)Interessenten an? Und wenn ja, welche von diesen direkten Interessenten, den Aktionären also, sind es? Ist das individueller Zufall, oder läßt es sich unter kausaler Regel begreifen?

Man gestatte mir — als Einleitung zur theoretischen Behandlung dieser Frage — ein paar historische Reminiscenzen.

Wir erinnern uns, daß die englische wie die holländisch-ostindische Kompanie von Großaktionärkomitees regiert wurde, die auch formell die kleinen Teilhaber von jeder Mitwirkung an der Verwaltung ausschlossen. — Über die Handelsgesellschaften im fridericianischen Preußen berichtet uns Victor Ring in seinem früher erwähnten Buche: „Die Großaktionäre sind die natürlichen Leiter des Unternehmens (in diesem speziellen Falle der ‚Emdener asiatischen Handlungskompanie‘), sämtlich als Direktoren oder Hauptpartizipanten mit der Verwaltung derselben betraut: Sie bilden zugleich mit Vertretern der kleinen Interessenten (10 Aktien eine Stimme) die Generalversammlung. Nur den Großaktionären (20 Aktien) stehen die Bücher offen. So wird zugleich durch Geheimwirtschaft den Kleinaktionären jede tätige Mitwirkung abgeschnitten.“¹ Das bißchen formelle Recht in der Generalversammlung, wenigstens beschränkt mitstimmen zu dürfen, wird augenscheinlich auch nur durch die Obrigkeit aufrechterhalten, die zwar nicht demokratisch ist, aber auch keine privaten Oligarchien liebt. Denn „im allgemeinen ist das Begehren nach einer Beschränkung des Einflusses (?) der kleinen Aktionäre einerseits, das Überwiegen der größten andererseits unverkennbar“¹. „Offenbar sind die Direktoren im weiteren Sinne (mit den Haupt-

¹ l. c. S. 240.

partizipanten) auch die bedeutendsten Aktionäre. Generalversammlung und Versammlung der Direktoren und leitenden Hauptpartizipanten decken sich in der Regel.“¹

Ursprüngliche Statuten der bayrischen Hypotheken- und Wechselbank in München (1835): § 25. „Die gesamte Aktiengesellschaft wird der Verwaltung gegenüber durch den Bankausschuß vertreten. Die 60 größtbeteiligten Aktionäre bilden den Bankausschuß.“ Dieser wählt das Direktorium (§ 26), jenes ernennt die leitenden Oberbeamten (Bankadministration, § 29)².

Zu den Generalversammlungen des Crédit Mobilier wurden nur 200 „Hauptaktionäre“ zugezogen. Die Administratoren dieses Instituts — die Péreire — besaßen eine „oligarchische Macht“³.

Mit dem Crédit Mobilier sind wir bis in die fünfziger Jahre des 19. Jahrhunderts gekommen. Nach dieser Zeit hören die direkten und unverblünten Nachrichten über die Herrschaft der Großaktionäre auf, die Aktiengesellschaft wird formell zu einem streng demokratisch-konstitutionellen Gebilde und wir müssen uns hinter die Kulissen bemühen, wenn wir die wirklichen Herrschaftsverhältnisse erkunden wollen. Und das kam so:

Von vornherein — wenn man nämlich von der ersten embryonalen Periode der italienischen *societas*, die auf die Gegenwartsentwicklung keinerlei Einfluß geübt hat, abieht — waren die Aktiengesellschaften äußerlich einigermaßen konstitutionell eingerichtet — nicht weil ihr ökonomischer Charakter das nötig machte, sondern — wie wir sahen — durch den formellen Anschluß an schon bestehende Organisationen; in den Niederlanden an die so hoch gehaltene politische Verfassung der vereinigten Provinzen, in England an die Gildenorganisation der *regulated company*,

¹ l. c. S. 242.

² Vgl. die Statuten in der Sammlung deutscher Bankstatuten von Hocker.

³ Plenge, l. c. S. 93, 04.

aus der ja die erste ostindische Gesellschaft unmittelbar hervorgegangen war. Wir wissen aber auch, daß dieser Konstitutionalismus — abgesehen von dem ganz leeren Scheinkonstitutionalismus der französischen Aktiengesellschaft des *ancien régime* — rein aristokratisch war. Nur der Absolutismus, der zwar nicht demokratisch, aber gleichmacherisch ist und dem, wie gesagt, private Oligarchien höchst unsympathisch sind, setzt sich im 18. Jahrhundert dieser aristokratischen Tendenz zugunsten der Kleinaktionäre einigermaßen entgegen. Nichtsdestoweniger weiß sich — wie wir soeben gesehen haben — noch in der ersten Hälfte des 19. Jahrhunderts die natürliche Vorherrschaft der Großaktionäre auch in der äußeren Organisation kräftig genug durchzusetzen.

Um die Mitte des Jahrhunderts aber — und einige Zeit nachher — beginnt sich die Gesetzgebung eifriger und eingehender mit der Aktiengesellschaft zu beschäftigen. Es ist wichtig, ja für die Rechtsgeschichte der Aktiengesellschaft entscheidend, daß die ersten Kodifikationen, die sie detaillierter behandeln — in England, in Frankreich, in Deutschland — in eine Epoche fallen, die von liberal-demokratischen Schlagworten erfüllt ist. Die Zeit der ersten Aktiengesetze i. e. S. ist — kurz gesagt, die Zeit des *laissez faire* und des souveränen Individuums, die Zeit, deren Axiom es war, daß der einzelne — man dachte freilich zunächst nur an das bürgerliche Individuum — völlige Freiheit haben müsse, seine Angelegenheiten selbst — ohne staatliche oder sonstige Bevormundung — zu leiten, die sich gar keine Skrupel darüber machte, ob er auch immer dieser Aufgabe gewachsen sein werde und die von vornherein überzeugt war, daß die Souveränität des einzelnen der einzige Weg zum allgemeinen Besten sei. Die Aktiengesetzgebung ist durch diese Ideen in zwei Richtungen beeinflusst worden; sie wurde liberal, indem sie — zunächst wenigstens — die staatliche Bevormundung völlig beiseite schob — Aufhebung des Konzessionszwanges — und sie wurde demokratisch, indem sie den Aktionär schlechthin zum Ausgangs- und Zentralpunkt der

ganzen juristischen Konstruktion machte. Jedermann hat ein Recht darauf, seine eigenen Angelegenheiten selbst zu leiten; die Aktiengesellschaft ist eine Angelegenheit der Aktionäre, die ja ihre direkten Interessenten sind — von ihren Ergebnissen unmittelbar berührt werden; die eigentlichen Leiter des Unternehmens sind also die Aktionäre und zwar alle Aktionäre, da, wie gesagt, jedermann das Recht hat, seine Angelegenheiten selbst zu leiten. Da aber augenscheinlich nicht alle diese ihnen von rechtswegen zukommende Leitungstätigkeit ausüben können — aus vorhin gestreiften Gründen — so delegiert die Gesamtheit der Aktionäre, die, wie gesagt, nach dieser Anschauung der eigentliche Herr der Unternehmung ist, diese ihre Befugnis an einen engeren Kreis von — Vertrauensmännern, muß man im Rahmen dieser Vorstellung sagen, — die nun ihrerseits die exekutiven Beamten ernennen — genau so wie nach streng konstitutionell politischer Theorie, das souveräne Volk eine Vertretung wählt und diese aus ihrer Mitte heraus eine Exekutive bildet. Das eigentliche Recht, die Aktiengesellschaft zu regieren, liegt theoretisch nur bei der Gesamtheit der Aktionäre, wie sie in der Generalversammlung auftreten; bloß aus praktischen Gründen wird dieses Recht an einen engeren Kreis von Bevollmächtigten, die keine ursprünglichen Sonderbefugnisse haben, delegiert.

Das ist die konstitutionell demokratische Juristentheorie der Aktiengesellschaft. Sie beherrscht heute noch die Gesetzgebung, ja sie hat sich noch schärfer akzentuiert, während die Politik des *laissez faire* nach einer Anzahl trüber Erfahrungen aufgegeben wurde — indem man freilich nicht zum Konzessionszwange zurückkehrte, dafür aber die Normativbestimmungen vermehrte und verschärfte. Gerade jene schlimmen Erfahrungen trugen dazu bei, die Aktiengesellschaft formell noch mehr in der Richtung dieser demokratischen Theorie auszubauen; denn immer waren es einzelne und kleinere Gruppen gewesen, die sich Mißbräuche hatten zu Schulden kommen lassen — Gründer, Direktoren, Aufsichtsräte — was lag unter solchen Umständen näher, als

in der stärkeren Betonung und Unterstreichung der Souveränität der Gesamttaktionäre ein Heilmittel zu suchen. Und so schreibt denn ganz neuerdings einer der angesehensten, österreichischen Handelsrechtslehrer: „Die Generalversammlung erscheint als das oberste, in allen Angelegenheiten der Gesellschaft entscheidende Organ, welches innerhalb der durch das Gesetz und das Statut seiner Wirksamkeit gezogenen Grenzen, die wirtschaftliche Richtung der Gesellschaftstätigkeit und die Dauer der Gesellschaft bestimmt“¹. Die Generalversammlung ist nichts anderes als die versammelte Gesamtheit der Aktionäre (§ 212 R. H. G. B.)².

Daß eine solche Entwicklung der Rechtsanschauung für oligarchische Aufrichtigkeiten keine Gelegenheit mehr bot, leuchtet wohl unmittelbar ein. Formal mußte der Begriff des „Hauptpartizipanten“ vor dem nivellierenden Gesetze, das nur Aktionäre kannte, Aktionäre schlechthin mit theoretisch gleichem Rechte, fallen; formal — ob auch materiell? Sehen wir zu!

Eine Aktiengesellschaft kann aus verschiedenen Gründen entstehen. Sie kann entstehen, wenn eine Privatunternehmung, sei es durch den Fortschritt ihrer technischen oder kommerziellen Ausdehnung, sei es durch eine Verminderung im Vermögen ihrer Besitzer oder durch die Entfernung eines Teils desselben aus der Unternehmung — veranlaßt wird, neue Teilhaber zu suchen, oder wenn Gläubiger einer solchen Privatunternehmung ihre immobilisierte Forderung durch Verwandlung in Aktien flott machen wollen (die bekannten „Mußgründungen“ unserer Banken). Sie kann entstehen, wenn sich eine Anzahl Leute zusammentun, um eine neue Idee durchzuführen, die für den einzelnen zu viel Kapital erfordert oder zu riskant ist, aber im Falle des Gelingens großen Gewinn verspricht. Beispiele dieser Art haben wir in unserer historischen Betrachtung zur Genüge kennen gelernt. Sie kann schließlich entstehen, indem bei günstiger

¹ Randa, System des Handelsrechts II, S. 145. Ähnl. Entsch. des R.O.H.G. XV, S. 125.

² Soweit sie nicht selbst auf ihr Erscheinen verzichten.

Börsenkonjunktur Leute sich vereinigen und eine Unternehmung gründen — oder eine schon bestehende kaufen, um die Aktien dem kauflustigen Markte teuer anzuhängen — ein uns ebenfalls bereits bekannter Fall. Eine kleine Variation dieser Gruppen stellen die Fusionen dar, bei denen mehrere schon bestehende Unternehmungen zu einer größeren Gesellschaft vereinigt werden, entweder weil eine solche Fusion technisch-wirtschaftliche Vorteile bietet, oder auch ohne solche — zu bloßen Agiotagezwecken. In der englischen Industriegeschichte des letzten Jahrzehnts kommen beide Arten nebeneinander vor, die erstere vor allem in der Eisen- und Stahl-, die letztere hauptsächlich in der Textilindustrie¹.

Alle diese Fälle nun haben eines gemeinsam: daß es immer nur eine beschränkte Anzahl von Leuten ist, von denen die ganze Sache ausgeht und die — sozusagen — die Maschine in Gang bringen. Da ist — um in der Reihenfolge unserer Beispiele zu bleiben — der Privatunternehmer der Geld braucht, weil sein eigenes für die Unternehmung nicht reicht, der Bankdirektor, der sein Debitorenkonto entlasten möchte, der findige Kopf, der gerne seine Ideen in Gold ausmünzen will, der Industrielle, der die technischen Vorzüge einer Fusion und der promoter, der die Kauflust des Marktes sieht. Sie sind die eigentlichen Anreger der ganzen Sache. Aber sie können sie in der Regel allein nicht durchführen. Nur in ganz besonderen Zeiten hätte der findige Kopf Erfolg, wenn er einfach hinginge und das Publikum aufforderte, Aktien zu zeichnen und einzuzahlen, dann werde er ihm eine glänzende Unternehmung aufbauen. In der Regel würde das Publikum ihm deutlich zu verstehen geben, daß es erst Resultate oder doch wenigstens ein paar reiche Leute sehen wolle, die an die Sache glaubten

¹ Vgl. Macrosty, The trust movement in british Industry, passim. Ein Beispiel der ersteren Art Fusion ist Vickers & Maxim, auch Coats Zwirntrust; krasse Beispiele der zweiten die englische Calico printers Association oder der amerikanische Schiffsbaustrust. Vgl. auch Raffalovich, Trusts, Cartels et Syndicats, S. 70.

und ihm ihr Geld anvertrauten, ehe es selbst „mitgehe“. Der findige Kopf braucht also Geldleute, die die Sache „finanzieren“, der Geldmann, der gründen will, um die Marktkonjunktur auszunützen, braucht eine Unternehmung oder die Idee zu einer solchen und jemand, der diese Idee durchzuführen imstande ist, der promoter endlich, der selbst kein Geldmann ist — ein Typus, der gar nicht selten vorkommt¹ — braucht beides — Industrielle und Geldleute. Der Ausdruck Industrieller ist dabei natürlich im weitesten Sinne zu nehmen und nicht bloß auf Warenproduzenten zu beschränken — er soll nur die technische Fähigkeit zur Durchführung der Unternehmung bezeichnen.

Diese Gruppen von Leuten, die gegenseitig aufeinander angewiesen sind und sich gegenseitig ergänzen, kann man als „Gründerkonsortium“ bezeichnen; das Wort hat noch von anno 73 her einen etwas fatalen Beigeschmack; hier soll es natürlich in gänzlich indifferenter Bedeutung gebraucht werden. Für unsere augenblickliche Absicht ist es völlig irrelevant, ob das Konsortium zu dem Zwecke gegründet, selbst aus dem Betriebe der zu gründenden Gesellschaft Nutzen zu ziehen oder bloß zu dem Zwecke, die Aktien möglichst rasch mit Agio zu verkaufen; in beiden Fällen muß das Gründerkonsortium die Unternehmung organisieren, es muß alle jene Anstalten treffen, welche notwendig sind, die Unternehmung in Gang zu bringen und es muß sie auch weiterhin in Gang erhalten. Aus dem ganz einfachen Grunde, weil sonst niemand da ist, der das täte. Auch wenn — bei einer Finanzgründung — die Aktien sehr rasch verkauft werden und daher das Interesse der Gründer an der Unternehmung rapid abnimmt, müssen doch diese oder die, die sie eingesetzt haben, sie weiter leiten. Denn die neuen Aktionäre, die nur die Kapitalverwertung im Auge haben, kümmern sich um den Betrieb der Unter-

¹ So fungierten bei den Fusionen in der englischen Textilindustrie Chartered Accountants, die als solche die einzelnen Firmen kannten, als promoters. Auch in Amerika sind die promoters — die Faiseure — und die underwriters — Geldleute keineswegs immer identisch.

nehmung nicht. Schon aus dem einfachen Grunde nicht, weil die Gesellschaft nicht ihr Hauptinteresse bildet — wenigstens in der überwiegenden Mehrzahl der Fälle — und sie daher, wie oben ausgeführt, gar keine Zeit für sie haben. Je dezentralisierter der Besitz, je größer die Zahl der kleinen Aktionäre wird, desto selbstverständlicher ist es, daß die Gründer und ihre Leute an der Spitze der Unternehmung bleiben, die bekanntlich Kontinuität der Durchführung erfordert.

Mit der wachsenden Dezentralisation des Aktienbesitzes wächst auch die Ohnmacht der Aktionäre gegenüber dieser regierenden Gruppe. Da sind Leute, die organisiert sind, das heißt gewöhnt, dauernd und regelmäßig zusammenzuarbeiten, die selbst die Notwendigkeiten des geschäftlichen Betriebs kennen und imstande sind, ihn vielleicht mangelhaft, aber immerhin doch eben zu leiten. Und da sind Leute, die nicht organisiert sind, nicht gewohnt miteinander zu arbeiten — sie kennen einander gar nicht¹ —, Leute, denen die Erfordernisse des Geschäftsbetriebs fremd sind — sie haben gar keine Zeit sie kennen zu lernen — und die ihn nicht leiten könnten. Und zwischen beiden Gruppen ein Betrieb, der Kontinuität der Leitung erfordert, — sonst geht er zugrunde.

Die Herrschaft der Aktiengesellschaft kann nur wechseln, wenn eine andere Gruppe kommt — von Leuten, gleichfalls organisiert, gleichfalls die Betriebsnotwendigkeiten kennend und wenn nicht selbst zur Leitung fähig, so doch fähig, die Leute auszuwählen, die die Gesellschaft leiten können. Diese Gruppe kann die kleinen Aktionäre um sich scharen, sie kann sie veranlassen, ihr Vertrauen zu schenken statt jener anderen, und sie kann so mit Hilfe der kleinen Aktionäre die Herrschaft der Aktiengesellschaft erringen. Aber sie besteht nicht aus den kleinen Aktionären, die nur

¹ Engerer persönlicher Zusammenhang der Aktionäre mitunter bei kleineren, rein lokalen oder halbprivaten Gesellschaften. Dafür bei uns neuerdings meist die Form der Gesellschaft mit beschränkter Haftung. Vgl. oben S. 56.

ein sekundäres Interesse an der Gesellschaft haben, kann nicht aus ihnen bestehen, schon weil eben deren Interessen zu wenig auf die Gesellschaft konzentriert sind. Es ist immer nur eine Oligarchie, die die andere ablöst. In Amerika ist solch' eine Change in Control etwas ganz Alltägliches — aber sie ist immer nur der Übergang der Herrschaft von einer Finanz- oder industriellen „Gruppe“ an eine andere — sie kann — nach der ganzen Natur des Zusammenhangs — nichts anderes sein¹.

¹ Drastischer und deutlicher als jede allgemeine Auseinandersetzung zeigt ein reales Vorkommnis aus naher Vergangenheit die absolute Unfähigkeit der nicht ständig organisierten, sondern bloß in der Generalversammlung alljährlich auf ein Stündchen oder zwei vereinigten Aktionäre, „zu regieren“. Szene: London E. C. Cannon Street Hotel, 11. ordentliche Generalversammlung der „Oceana Consolidated Companie Ltd.“ am 12. Dezember 1907. Die Oceana Consolidated ist eine holding company ausgesprochen spekulativen Charakters und zahlt keine Dividenden. Über die Details ihrer Kapitalanlage bewahrt sie auch ihren Aktionären gegenüber absolutes Stillschweigen. Da diese bereits durch zwölf Jahre „bloß mit Versprechungen und Hoffnungen gespeist worden waren“, wurden einige von ihnen ungeduldig und ein gewisser Mr. Golmick schlug unter Hinweis auf die mangelnde Detaillierung des Jahresberichtes die Wahl eines fünfgliedrigen Komitees von Aktionären vor, um die „Assets“ der Kompanie einer eingehenden Prüfung zu unterziehen. Da der Board sah, daß Mr. Golmick Assistenz erhielt — ein Mr. Neville sprang ihm bei — und daß die Stimmung der Versammlung oder wenigstens eines Teils derselben gereizt war — erklärte er sich — eine Taktik, die ja häufig genug angewendet wird — nun selbst für den Antrag Golmick. Da die Sache aber vorher nicht abgemacht worden war, ereignete sich die denkwürdige Tatsache, daß das „oberste und in allen Angelegenheiten der Gesellschaft entscheidende Organ“ nicht imstande war die fünf Leute für das Prüfungskomitee zu designieren: „The meeting then proceeded to appoint a committee, but when the names of Mr. Golmick and Mr. Neville had been selected, there was a difficulty in finding any other members. It was therefore arranged that these two gentlemen should invite three of the largest Share holders to act with them and submit their names to the Directors for approval.“ (S. 17 des offiziellen Generalversammlungsberichtes.)

Steinitzer, Aktiengesellschaft.

5

Wir konstatieren also vorderhand, daß die Regierung der Aktiengesellschaft regelmäßig in den Händen kleinerer Gruppen von Personen liegt, die organisiert und eben darum fähig sind, die Gesellschaft zu leiten. Über Wesen und Zusammenhang dieser regierenden Gruppen später.

Wir können nun das Interessenverhältnis dieser regierenden Gruppe zur Aktiengesellschaft nach zwei Richtungen bestimmen; wir können uns einmal fragen, ob das überwiegende Interesse an den Ergebnissen der Gesellschaft bei der regierenden Gruppe liegt oder bei den anderen, nicht regierenden Aktionären, was praktisch auf die Frage hinauskommt, ob die regierende Gruppe einen relativ großen oder einen relativ kleinen Teil des Gesamtaktienkapitals repräsentiert. Und wir können andererseits fragen, ob die Aktiengesellschaft — in einem gegebenen, konkreten Zeitpunkte — selbst das einzige wirtschaftliche Interesse der sie regierenden Gruppe bildet, oder ob diese gleichzeitig noch andere wirtschaftliche Interessen verfolgt, sei es nun bloß neben oder in Verbindung mit der Leitung jener Gesellschaft¹. Wir werden gleich sehen, wie bedeutsam diese Unterscheidung ist. Kombinieren wir also diese beiden Gesichtspunkte, so erhalten wir vier Fälle jenes Interessenverhältnisses, die in praxi natürlich in einer ganzen Nuancenreihe gradueller Unterschiede ineinander übergehen².

1. Die regierende Gruppe verfügt nicht nur über einen relativ großen Teil des Kapitals, sondern ihre wirtschaft-

¹ In der folgenden theoretischen Analyse ist angenommen, daß die Interessen der regierenden Gruppe gleichmäßig und einheitlich orientiert sind. In Wirklichkeit kann es innerhalb der regierenden Gruppe Interessendivergenzen geben, die durch ein Kompromiß ausgeglichen werden müssen. Theoretisch ist das irrelevant, praktisch — wie wir im nächsten Kapitel sehen werden — unter Umständen sehr bedeutsam.

² Auch faktisch häufig ineinander übergehen. Am leichtesten und häufigsten wird sich — aus naheliegenden Gründen — der Tatbestand des zweiten in den des vierten Falls verwandeln. Vgl. auch im folgenden Kapitel.

lichen Interessen sind auch in denen der Aktiengesellschaft selbst völlig begrenzt.

2. Die regierende Gruppe verfolgt ebenfalls keine anderen als die in der Aktiengesellschaft verkörperten Interessen, ist aber selbst nur mit einer relativ kleinen Quote an den Resultaten derselben beteiligt.

3. Die regierende Gruppe verfolgt — obwohl in relativ bedeutendem Maße an den Gesellschaftsresultaten interessiert — doch daneben auch andere wirtschaftliche Interessen, andere wirtschaftliche „Unternehmungen“. Endlich

4. die Interessen der regierenden Gruppe sind — wie im Falle 3 — nicht in denen der Gesellschaft begrenzt; ihre Beteiligung an deren Resultaten ist gering. Der Begriff der „Unternehmung“ ist dabei im weitesten und allgemeinsten Sinne zu nehmen; alles was zum Zwecke des Profits unternommen wird. Wir werden später noch einen anderen, schärferen Begriff, den der selbständigen Unternehmung nötig haben — vorläufig brauchen wir ihn noch nicht.

Der erste Fall entspricht am vollkommensten der privaten Unternehmung; die Identität der Interessen der Gesellschaft und ihrer Leiter ist zweifellos und vollständig. Diese werden um ihrer selbst willen aus der Aktiengesellschaft soviel herauszuwirtschaften suchen, als sie nur imstande sind.

Im zweiten Falle besteht allerdings noch ein Parallelismus der Interessen zwischen Leitung und Gesellschaft — aber keine volle, ungebrochene Identität mehr. Die Ergebnisse der Unternehmung kommen der regierenden Gruppe nur zu einem kleinen Teile zugute. Sie wird daher wahrscheinlich nicht mehr mit derselben Energie wie die vorige nach möglichster Verbesserung derselben streben, und sie wird vor allem trachten, den ihr zufließenden Teil trotz ihrer geringen Kapitalbeteiligung soweit als tunlich zu vergrößern. Davon später bei der Erörterung der gesellschaftlichen Verteilungspolitik.

Immerhin, diese beiden Typen haben eins gemein: in

jedem Falle bleibt die in der Aktiengesellschaft verkörperte Unternehmung Selbstzweck; Richtungs- und Zielpunkt der Leitung ist nur die wirtschaftliche Durchführung dieser Unternehmung. Das wird anders — oder kann wenigstens anders werden im Falle 3 und noch mehr im Falle 4. Denn jetzt ist die Durchführung der in der betreffenden Aktiengesellschaft verkörperten Unternehmung nicht mehr identisch mit den Interessen der Leiter, sondern nur mehr mit einem Teile derselben; das wirtschaftliche Interesse der Leiter schließt das der Aktiengesellschaft ein — in größerem oder geringerem Maße — aber es ist nicht mehr in ihm begrenzt, wie in den ersten beiden Fällen. Und da es jedem, der wirtschaftlich handelt, nicht auf die Teilergebnisse, sondern auf ein möglichst günstiges Gesamtergebnis dieser seiner ökonomischen Tätigkeit ankommt und er sein Handeln auch ausschließlich im Hinblick auf ein solches einrichtet, so ist die Aktiengesellschaft des dritten und besonders die des vierten Falles unserer Analyse in den Augen derer, die sie regieren, nicht mehr alleiniger Selbstzweck, sondern nur mehr Mitzweck oder auch nur Mittel zum Zweck. Der Ziel- und Richtungs- punkt ihrer Leitung liegt nicht mehr unbedingt in ihr, sondern in den Interessen eines größeren oder kleineren Gesamtkomplexes von Unternehmungen — in dem oben umrissenen Sinne — die teils Aktien-, teils Privatunternehmungen, teils dauernd, teils ephemere sein können — von denen sie aber jedenfalls nur ein mehr oder weniger bedeutender Teil ist.

Ich glaube, das ist theoretisch unanfechtbar. Es ist aber damit freilich noch nicht gesagt, daß diese Tatsache auch praktische Konsequenzen haben muß. Nehmen wir an, eine und dieselbe Gruppe von Personen kontrolliere zufällig eine Straßenbahn und eine Schokoladefabrik. Es ist nun unleugbar, daß die Interessen dieser Gruppe weder in denen der Straßenbahn noch in denen der Schokoladefabrik begrenzt sind, sondern daß ein möglichst großes Gesamtergebnis aus beiden das Ziel ihres Strebens bildet. Um

dies zu erreichen, wird sie aber schwerlich anders handeln können, als sie handeln müßte, wenn sie nur Schokoladenfabrikant oder nur Straßenbahnbesitzer wäre; denn zwischen diesen beiden Unternehmungen gibt es gar keine ökonomischen Beziehungen, und es läßt sich deshalb durch koordiniertes, wirtschaftliches Handeln auch keine Besserung des Gesamtergebnisses erzielen. Also muß man sehen, aus jeder einzelnen zu machen, was möglich ist. Die Unternehmungen werden demnach in praxi — aus praktischen Gründen — so geleitet, als wäre jede für sich alleiniger Selbstzweck.

Wäre dem immer so, hätte also die Sache immer nur eine bloß theoretische Bedeutung wie in dem eben erwähnten Falle, dann hätte ich es mir sparen können, den Leser mit einer langweiligen und abstrakten Analyse zu ermüden, deren Zweck kaum einzusehen wäre. Aber die Angelegenheit wird in dem Augenblicke praktisch, wo diese verschiedenen Unternehmungen einer und derselben Gruppe in wirtschaftlichen Beziehungen zueinander stehen — oder sich in solche bringen lassen —, die eine gegenseitige Einwirkung zur Folge haben oder ermöglichen. Mit anderen Worten, wenn das Handeln der einen Unternehmung für die Ergebnisse der anderen nicht mehr völlig gleichgültig ist — wie es für jene Straßenbahn gleichgültig ist, wo die Schokoladenfabrik ihr Rohmaterial einkauft —, sondern auf sie Einfluß übt. In diesem Falle wird es selbstverständlich sein, daß unsere Gruppe die von ihr geleiteten, solcherart in Beziehung zueinander stehenden Unternehmungen im Hinblick auf ein möglichst günstiges Gesamtergebnis durchführt und mit Rücksicht auf ein solches ihr Handeln koordiniert. Wir haben jetzt die Aktiengesellschaft quasi als Teil einer größeren einheitlichen Gesamtunternehmung, deren Prosperieren das eigentliche Ziel ist. Dabei ist immer der vorhin angedeutete ganz umfassende Begriff der Unternehmung festzuhalten.

Das Handeln unserer Gesellschaft wird nun also ab-

gebogen durch Gesichtspunkte, die nicht in ihr selbst liegen, durch die Rücksicht auf jenes größere Ganze, dessen Interessen eigentlich — für die leitende Gruppe — im Spiele sind. Die Resultate dieser Abbiegung können für die Gesellschaft an sich indifferent, ungünstig oder günstig sein.

Das letzte wird vielleicht auf den ersten Blick Widerspruch erregen. Man wird sagen, daß es im Wesen und im Zwecke der Unternehmung selbst liege, möglichst günstige Resultate zu erzielen und daß es demnach hierzu nicht der Einwirkung eines über die Aktiengesellschaft hinausgehenden, weiteren Interesses bedürfe. Aber einmal kann der Gesellschaft in ihrem isolierten Zustande das den größten Vorteil verbürgende Handeln unmöglich sein, während die Interessengemeinschaft es ihr ermöglicht. So können beispielsweise Unternehmungen, die einander gegenseitig beeinflussen — sei es als Kontrahenten oder als Konkurrenten — durch wechselseitige Anpassung wirtschaftliche Vorteile erzielen, vorausgesetzt, daß einheitliches oder verbundenes Interesse dauerndes harmonisches Zusammenarbeiten gewährleistet¹. Außerdem kann zwischen kontrahierenden Unternehmungen, die unter einheitlicher Leitung stehen, eine künstliche Verschiebung der Kontraktvorteile stattfinden, oder es können Kontraktverhältnisse hergestellt werden, die sonst überhaupt nicht entstanden wären, wenn dies dem kombinierten Gesamtinteresse der leitenden Gruppe entspricht. Ein Beispiel. Herr Hansemann von der Berliner Diskontogesellschaft war bekanntlich ein führendes Mitglied der die Gotthardbahn regierenden

¹ Ein Beispiel solch' gegenseitiger Anpassung selbständiger Unternehmungen zu beiderseitigem Vorteile bieten die jetzt auf Grund einer Interessengemeinschaft harmonisch arbeitenden großen chemischen Etablissements „Höchster Farbwerke“ und „Cassela & Cie.“ Die Interessengemeinschaft wurde durch gegenseitigen Erwerb von Anteilen geschaffen. Cassela, das bisher Privatfirma gewesen war, wurde deshalb in eine Gesellschaft mit beschränkter Haftpflicht verwandelt. Vgl. „Aktionär“ 1904 S. 578. Vgl. übrigens zu all diesen Ausführungen das folgende Kapitel.

Gruppe und gleichzeitig leitender Interessent der Dortmunder Union. Dank dieser Interessenverbindung erhielt die Dortmunder Union sehr große Schienenlieferungen für die Gotthardbahn — die sie ohne dieselbe wahrscheinlich nie bekommen hätte. Die Gotthardbahn erlitt vielleicht einen Verlust — vorausgesetzt, daß sie, was ja durchaus möglich ist, die Schienen anderswo besser oder billiger bekommen hätte — die Dortmunder Union gewann — indem sie ein Geschäft machte, das sie sonst nicht gemacht hätte, und das kombinierte Interesse der Diskontogesellschaft scheint so am besten auf seine Rechnung gekommen zu sein. — Ebenso können bei Konkurrenzunternehmungen, die einheitlich regiert werden, durch entsprechendes Handeln Verschiebungen in den Ergebnissen, in der Richtung eines — für die regierende Gruppe — möglichst günstigen Gesamtergebnisses erzielt werden. Als der Schiffahrtstrust Morgans durch Erwerb eines controlling interest der Aktien der Leyland-Linie in die Hände bekommen hatte, nahm er ihr einige bisher mit Erfolg betriebene Routen weg und gab sie anderen Trustmitgliedern, deren Ergebnisse dadurch eine Verbesserung erfuhren, die sie als isolierte Unternehmungen nie erfahren hätten, während freilich die Leyland-Linie und ihre unabhängigen Aktionäre um der Gesamtinteressen des Trusts willen geschädigt wurden — eine Tatsache, auf die sie hinzuweisen nicht verfehlten, obwohl sie natürlich nicht imstande waren, sich zu helfen. — Weiter — das vorteilhafteste Handeln — im Sinne der Gesellschaft — kann in der Isolierung nicht gerade ganz unmöglich, wie in den eben erwähnten Fällen, aber es kann mit Bedenken verbunden sein, die den individuellen Unternehmer zurückhalten — Unsicherheit des Gelingens — vielleicht eben durch die Isolierung der Einzelunternehmung, momentane Verluste trotz künftigen Vorteils, sehr starke Beschränkung der selbständigen Bewegungsfreiheit der Unternehmung, — während sie für das allgemeine, kombinierte Interesse gar keine oder doch eine wesentlich abgeschwächte Bedeutung besitzen. Wie die ersten amerikanischen Schienen

nach Japan gekommen seien, darüber zirkuliert die folgende Geschichte. Mr. James J. Hill, der eigentliche Leiter des nördlichen Bahnnetzes der Vereinigten Staaten, empfing eines Tages japanische Agenten, die in Europa Schienen bestellen sollten. Er nötigte sie, zwei Tage auf seinem Landsitze zu verbringen, verschaffte sich telegraphisch die billigsten englischen Schienenpreise und die niedrigsten Frachtraten von Antwerpen oder Middlesborough nach Yokohama. Dann setzte er sich mit seinen „Freunden“ in der Stahlindustrie in Verbindung und kombinierte mit ihnen einen Preis loko Yokohama, der geringer war als der billigste englische. An der Offerte, die binnen 48 Stunden an die Japaner erging, waren die erzeugenden Stahlwerke beteiligt und die Great Northern-Eisenbahn, die die Schienen an den pacifischen Ozean und zu Schiff nach Japan führte. Es ist wahrscheinlich, daß damals beide Preisopfer brachten um des künftigen, sofort in seiner Allgemeinheit erfaßten Vorteils willen; aber sicher ist es, daß jene Schienen überhaupt nie nach Japan gekommen wären, wenn nicht zwischen den Hill-Bahnen und den von Morgan mit seinen Freunden beherrschten Stahlwerken eine Interessengemeinschaft bestanden hätte, die eben rascheste Koordination zu gemeinsamem Zwecke ermöglichte¹. — Daß die Furcht, seine Selbständigkeit zu verlieren, den individuellen Unternehmer häufig von dem für ihn vorteilhaftesten Handeln zurückhält, ist eine jedem Kartellhistoriker geläufige Tatsache. Das mit der einzelnen aktiengesellschaftlichen Unternehmung an sich weniger identifizierte kombinierte Interesse kommt über solche Bedenken natürlich weit eher hinweg. Es ist beispielsweise nicht erweislich, aber sehr wahrscheinlich, daß manche unserer bedeutendsten deutschen Kartelle durch den Druck der beteiligten Banken zustande gekommen sind, die die vor dem Verluste ihrer Selbständigkeit bangen Einzelunternehmungen auf diese Weise zu ihrem Besten förmlich gezwungen haben².

¹ „Aktionär“ 1905, S. 271.

² Durch die Überwindung jener Eigentümlichkeiten, die man

Die Ergebnisse der Gesellschaft an sich können jedoch — wie sich schon aus den vorhin erwähnten Beispielen der Gotthardbahn und der Leyland-Linie ergibt — durch die Koordination an die Gesamtinteressen auch ungünstig beeinflußt werden. Ungünstige Teilergebnisse, die andere Teilergebnisse in stärkerem Grade verbessern, liefern ein günstigeres Gesamtergebnis und sind daher zweckmäßig. Schematisch dargestellt: eine und dieselbe Gruppe leite zwei Unternehmungen, die — sagen wir als Kontrahenten — miteinander in Verbindung stehen, sei aber an der Gesellschaft A mit der Hälfte, an der Gesellschaft B nur mit einem Drittel des Kapitals beteiligt, also auch nur in diesem Maße an deren Resultaten interessiert. Zwischen beiden Unternehmungen sei also — ich sagte schon, daß sie Kontrahenten sind — ein Vertrag abzuschließen. Wären beide unabhängig voneinander und eine jede nur auf den größten eigenen Vorteil bedacht, so würde der Vertrag vielleicht auf einer Basis geschlossen, die jeder, der A sowohl als der B, einen Gewinn von 100 sicherte¹. Der Vorteil für die regierende

vielleicht als „Partikularismus der Einzelunternehmung“ zusammenfassen könnte, ist die Entwicklung von der Konkurrenz zum Verband, die unserer Zeit eigen ist, außerordentlich gefördert worden. Die Aktiengesellschaft mit ihren „Interessengemeinschaften“ war und ist der Schrittmacher des Kartell- wie des Trustgedankens — wie wir noch des näheren sehen werden.

¹ Genau genommen bringt der einzelne Vertrag an sich — wenn sich nicht in ihm der Zyklus erschöpft — überhaupt keinen meßbaren Vorteil; erst im Hinblick auf und innerhalb dieses ganzen gewinnbringenden Zyklus erhält er den Charakter vorteilhaften Handelns. Da es sich hier jedoch ausschließlich um die durch Abweichungen vom Normalen sich ergebenden Differenzen handelt, dürfte doch wohl gegen diese Bezeichnung des — faktisch aus dem Gesamtprofit nicht mathematisch ausscheidbaren, aber schließlich doch existierenden unter den gegebenen Umständen normalen Vorteils durch eine Normalziffer nichts einzuwenden sein. Will man sehr exakt sein, so kann man statt derselben auch X und Y einsetzen; das Ergebnis wird dadurch natürlich nicht verändert — nur weniger anschaulich für den Nichtmathematiker. Führen wir die Rechnung ganz allgemein durch, so erhalten wir folgendes Resultat:

Gruppe — ganz schematisch dargestellt — wäre unter diesen Umständen $\frac{100}{2} + \frac{100}{3} = 83 \frac{1}{3}$. Wird der Vertrag aber so abgeschlossen, daß er der Gesellschaft B gar keinen Gewinn abwirft, der A dagegen den doppelten, also nebst ihrem auch den, den sonst die Gesellschaft B erzielen würde, dann wäre der Vorteil für die regierende Gruppe $\frac{200}{2} + \frac{0}{3} = 100$, also größer. Würde der Vertrag so abgeschlossen, daß er für die Gesellschaft B einen Verlust von 100 und für die A entsprechend einen Gewinn von 300 brächte, so wäre der Vorteil für die regierende Gruppe noch größer: $\frac{300}{2} - \frac{100}{3} = 116 \frac{2}{3}$ ¹. Trotzdem wird es aller

Die Beteiligung der regierenden Gruppe an der Gesellschaft A sei $\frac{1}{p}$, die an der Gesellschaft B $\frac{1}{q}$; wie in unserem konkreten Falle sei die Beteiligung an A größer, also $p < q$. Die — nicht genau bestimmbaren — Vorteile bei normalem Vertragsabschluß seien für A x, für B y, für die regierende Gruppe also $\frac{x}{p} + \frac{y}{q}$. Die Abweichung zugunsten der Gesellschaft A und auf Kosten der B bezeichnen wir mit a. Der Vorteil für die regierende Gruppe ist dann $\frac{x+a}{p} + \frac{y-a}{q} = \frac{x}{p} + \frac{y}{q} + \frac{a(q-p)}{pq}$. Nach unserer Annahme $q > p$ ist der Ausdruck $\frac{a(q-p)}{pq}$ positiv. Er ist um so größer, je größer a (die Abweichung zugunsten der Gesellschaft A), je größer $q-p$ (die Differenz der Beteiligungsquoten) und je kleiner p (je größer die Beteiligung an A). Die Verkleinerung von q wird in ihrer die Größe des Ausdrucks steigernden Wirkung durch die damit verbundene Verkleinerung von $q-p$ paralysiert.

¹ Der Vorteil solcher Abbiegung ist natürlich um so größer, je geringer der Anteil der Gruppe an den Resultaten von A und je stärker er an den Resultaten von B ist. Sein Maximum wird erreicht, wenn der Anteil an A auf 0 herabsinkt, die Erträgnisse von B dagegen voll eingestrichen werden — wenn also B eine Privatunternehmung der regierenden Gruppe darstellt. Über die Verbindung von Privatunternehmungen der Leitung mit der Aktiengesellschaft vgl. das nächste Kapitel.

Wahrscheinlichkeit nach nicht zu einer Vereinbarung auf dieser letzten — materiell faktisch vorteilhaftesten Basis kommen — schon aus Angst vor öffentlicher Meinung, Presse, Zivilrichter und Staatsanwalt¹. Man wird sich vielmehr in der Regel auf dieser eben gezeichneten Linie des größten Vorteiles nur ein Stück vorwagen und halt machen, ehe ein Eklat entsteht.

Mutatis mutandis — hier handelt es sich nicht um das wie des Abschlusses von Verträgen, wie im vorigen Falle, sondern um das ob — kann dasselbe Schema auch auf Konkurrenzunternehmungen, die von derselben Gruppe regiert werden, angewendet werden. Es ist das Beispiel der Leyland-Linie, das wir eben angeführt haben. Beide Fälle sind nichts anderes als die schon vorhin erwähnte künstliche Verschiebung der Konkurrenz- oder Kontraktvorteile im Interesse eines möglichst günstigen Gesamtergebnisses. Für die einzelne dem Interessenkomplex eingereihte Unternehmung kann das Ergebnis dieser Verschiebung natürlich positiv oder negativ sein.

Ich möchte noch einmal darauf hinweisen, daß der Begriff der Unternehmung hier im weitesten Sinne zu verstehen ist. Jede Einzelhandlung und jeder Komplex von Handlungen — auf die Einfachheit oder Kompliziertheit kommt es gar nicht an — deren Zweck Überschußproduktion, die Erzielung eines Profits ist, ist in diesem Sinne Unternehmung. Wenn hier immer von einem Komplex von Unternehmungen, von kombinierten wirtschaftlichen Interessen die Rede war, so braucht man dabei noch nicht an einen Komplex von lauter Bergwerken, Eisenbahnen oder Fabriken zu denken. Ein Beispiel wird das klar machen. Die österreichische Südbahn zahlte seinerzeit — noch unter

¹ Die Amalgamated Copper Cie. wurde beschuldigt, Lieferungsverträge zu enormen Preisen mit ihren Subkompanien abgeschlossen zu haben. Diese Gesellschaften veröffentlichen keine Berichte — wodurch die Sache natürlich wesentlich erleichtert wird.

der Herrschaft Bontoux — jahrelang für Bons 9%, während sie Obligationen zu 6% hätte ausgeben können. Im Besitze dieser Bons befand sich der Präsident des Verwaltungsrates¹. — Wir haben hier ziemlich genau unseren schematischen Fall von vorhin. Da ist ein Interessenkomplex, dem zwei Unternehmungen angehören: Die Südbahn und die Geldleiherunternehmung des Verwaltungspräsidenten. Zwischen diesen beiden wird ein Vertrag abgeschlossen, der fast vollständig unserem Schema entspricht. Durch diesen Vertrag muß die Südbahn um 3% mehr bezahlen und das Haus des Verwaltungsrates erhält um 3% mehr als sonst bei gleicher Sicherheit. Das Vorgehen wird dadurch ökonomisch, daß die regierende Gruppe — oder maßgebende Elemente derselben — an jenem Verluste nur zum Teile partizipieren — entsprechend ihrem Aktienbesitze — den Gewinn aus dem Darlehnsgefchäfte aber voll einstreichen. Ein anderes Beispiel ähnlicher Art. In den siebziger Jahren regierte Jay Gould die Union Pacific. Er benützte diese Tatsache dazu, diese Eisenbahn mit der Kansas Pacific zu verschmelzen, deren Aktien er zu etwa 12½% gekauft hatte. Union Aktien standen damals zwischen 60 und 70 und der Austausch erfolgte al pari; für jede Kansas Aktie erhielt man, resp. vor allem Gould eine Union Aktie. Goulds Gewinn bei dieser Transaktion wurde auf mehr als 10 Millionen Dollars geschätzt². Wir haben hier wieder zwei Unternehmungen, beide von Herrn Gould geleitet; die Union Pacific Eisenbahn Unternehmung und seine eigene Spekulationsunternehmung. Wir haben zwischen beiden wieder ein Kontraktverhältnis, das die eine schädigt und die andere fördert. Goulds Gesamtinteresse kam glänzend auf seine Rechnung, um so mehr als es ihm gelang, seinen Besitz an Union-Aktien abzustoßen, ehe die schädlichen Folgen jenes Geschäftes für die Bahn zutage traten³.

¹ M. Wirth, Geschichte der Handelskrisen, S. 621.

² Villard, Lebenserinnerungen, S. 423. „Aktionär“ 1887 S. 484.

³ Eine häufige „Unternehmung“ von Aktiengesellschaftsleitern bildet die Spekulation in Aktien der Gesellschaft selbst; durch diese

Das führt auf einen Punkt, den wir bisher vernachlässigt haben, nämlich auf die Veräußerlichkeit der Aktie. Ich habe bereits im vorigen Kapitel gesagt, daß ich die freie und formlose Veräußerlichkeit der Anteile nicht für ein unbedingtes essentielle der Aktiengesellschaft im ökonomischen Sinne halte. Der theoretische Fundamentalsatz, auf den diese ganze Unternehmung hinsteuert, gilt auch ohne die Voraussetzung leichter Negotiabilität der Aktie; aber es ist freilich unzweifelhaft, daß diese seine Wirksamkeit in außerordentlicher Weise verstärkt. Wenn die regierende Gruppe über die Möglichkeit verfügt, ihr Interesse an den Resultaten der Unternehmung nach einer gewissen Zeit abzustoßen, so erstreckt sich eben ihr Interesse an möglichst günstigen Resultaten nur auf diese Zeit. Es kann für sie vorteilhaft sein, die Ergebnisse der Gesellschaft während dieser Periode ihres Interesses künstlich zu verbessern — auf welche Weise das geschehen kann, werden wir später sehen — auch wenn solch temporäres Hinauftreiben der Resultate die Unternehmung später vorübergehend oder dauernd schädigt¹. Ein berühmtes Beispiel solcher Politik

können für die leitende Gruppe günstige Ergebnisse verstärkt (Haußspekulation), ungünstige paralyisiert werden (Baissespekulation). Ein Beispiel des letzteren Falles. Als die unter Einfluß Rockfellers stehenden Bahnen des pennsylvanischen Ölgebiets den Tarifikampf gegen das mit Rockefeller konkurrierende Vanderbilt-System der Pennsylvania Central und Empire Transportation Co. aufnahmen — ein Kampf, der diesen Bahnen die empfindlichsten Einbußen in den Einnahmen verursachte — hielten sich die leitenden Großaktionäre derselben durch Baisseverkäufe schadlos oder vielmehr sie verdienten noch durch die Verluste ihrer Gesellschaften. Hier besteht zwischen den beiden Unternehmungen der leitenden Großaktionäre (Eisenbahn und Spekulation in den Aktien dieser Eisenbahn) zwar weder ein Kontrakt noch ein Konkurrenzverhältnis, wohl aber — und das ist das Entscheidende — ein kausaler Zusammenhang — daher auch hier der Verlust der einen einen Gewinn der anderen Unternehmung bedeutet. Vgl. Duimichen, Die Trusts, S. 42. Report of the Ind. Commission I, S. 150.

¹ Der umgekehrte Fall im folgenden Kapitel S. 135 ff.

ist das „wrecking“, das die Fisk, Gould und Russel-Sage — in den 70er und 80er Jahren vor allem — systematisch und gewohnheitsmäßig an den amerikanischen Eisenbahnen betrieben. — Auf der anderen Seite wird die vorhin schematisch dargestellte Schädigung einer Unternehmung zugunsten anderer Interessen oder vielmehr zugunsten des gesamten Profitinteresses der leitenden Gruppe noch viel vorteilhafter, wenn es gelingt, das Interesse an der geschädigten Unternehmung zum Teile oder ganz abzustoßen, ehe der Schaden fühlbar wird. Man kann sich das an unserem Schema leicht verdeutlichen. Beispiel dieses Falles ist alles, was in den weiten Begriff des Gründungsschwindels eingereiht zu werden pflegt. Z. B. irgendeine der famosen Baugesellschaftsgründungen von anno 73. Wir haben da wieder zwei Unternehmungen — es können in praxi natürlich auch mehr sein; dadurch wird das System nur komplizierter, aber in der Sache nicht geändert — die Grundstücksspekulationsunternehmung der Gründer und die offizielle Unternehmung der Baugesellschaft. Beide werden von den Gründern geleitet. Da diese aber hoffen, das Interesse an der Baugesellschaft bald ganz oder fast ganz abstoßen zu können, stellen sie zwischen diesen beiden Unternehmungen ein Kontraktverhältnis her, das die Baugesellschaft so stark als möglich schädigt, um ihre Spekulationsunternehmung ebenso sehr zu fördern. Gelingt ihnen die Abstoßung der Baugesellschaftsaktien ehe die Schädigung fühlbar wird, so war ihr Kalkül richtig und die Richtigkeit erweist sich durch einen großen Gesamtprofit aus der ganzen Transaktion. Theoretisch stellt das Ganze nur eine durch die — zuerst nicht in Betracht gezogene — Veräußerlichkeit der Aktie hervorgebrachte Variation unseres schematischen Falles von vorhin dar.

Es ist Zeit, aus unseren bisherigen Bemühungen rückschauend die Bilanz zu ziehen und das gewonnene Aktivresultat scharf und prägnant auszusondern — wie es einem ordentlichen Unternehmer ziemt.

Wir sind von der Konstatierung ausgegangen, daß bei der Privatunternehmung zwischen Unternehmungsleitern und direkten Unternehmungsinteressenten volle Identität besteht. Daraus folgt unmittelbar die absolute Identität der Interessen; wollte man diese Folgerung nicht zugeben, so müßte man Handeln gegen das eigene Interesse unterstellen — und für eine ökonomische Untersuchung ist solch eine Voraussetzung durchaus unzulässig.

Wir haben dann weiter festgestellt, daß bei der Aktiengesellschaft jene Identität zwischen Unternehmungsleitern und direkten Interessenten aufgehoben ist — ja wir haben gerade hierin das ökonomische Kriterium der Aktiengesellschaft erblickt. Aus dieser Tatsache folgt logisch zunächst nur, daß von vornherein auch keine Identität der Interessen der Unternehmungsleiter und der direkten Interessenten besteht; daß auch eine Diskrepanz dieser Interessen eintreten kann, ist damit noch nicht gesagt.

Wir haben schließlich den Fall angenommen, daß jene Gruppe von Personen, welche die aktiengesellschaftliche Unternehmung leitet, auch andere wirtschaftliche Interessen, andere, miteinander und mit jener Aktiengesellschaft in Beziehung stehende „Unternehmungen“ im weitesten Sinne des Wortes verfolge.

Die Aktiengesellschaft — immer im ökonomischen natürlich, nicht im rechtlichen Sinne — ist nun aber die einzige selbständige Unternehmung, die in einen solchen Interessenkonnex eingereiht erscheinen kann. In jedem anderen Falle mag der formale Schein einer selbständigen Unternehmung gegeben sein — selbständiger Name, selbständige Buchführung — materiell kann es sich nur um einen Unternehmungsteil — wirtschaftlich, oder um einen Betrieb — technisch — handeln. Denn eine selbständige Unternehmung — im strengen und eigentlichen Sinne — ist eben nur das, was selbständig und für sich allein einen Überschuß für die direkten Unternehmungsinteressenten erzeugt; nicht alles was zu solcher Überschußproduktion beiträgt. Ein Beispiel wird die Sache deutlich machen.

Die Ilseder Hütte besitzt ein Walzwerk zu Peine. Dieses besteht formell als selbständige Unternehmung; daß es in Wirklichkeit keine solche ist, ergibt sich schlagend aus folgender Tatsache. In Ilsede sind die Kommunallasten sehr gering, in Peine dagegen sehr hoch; es wird deshalb so bilanziert, daß der ganze Gewinn auf das Ilseder Werk fällt, während Peine regelmäßig gewinnlos oder mit minimalem Gewinnvortrag abschließt¹. Wäre Peine eine (selbständige) Unternehmung — Zweck: selbständige Überschußproduktion —, so wäre das sehr unangenehm, da es aber nur ein Betrieb ist, ist dieses Bilanzierungskunststück für jedermann — außer der geprellten Steuergemeinde — völlig gleichgiltig — ebenso wie es gleichgiltig wäre, wenn das Peiner Werk überhaupt keine gesonderte Bilanz aufstellte².

Anders bei einer Aktiengesellschaft. Diese ist vom Standpunkte ihrer Aktionäre — den eben erwähnten Fall lediglich formaler Aktiengesellschaften ausgenommen — immer eine Unternehmung für sich. Vom Standpunkte der sie leitenden Gruppe dagegen kann sie auch bloß Unternehmungsteil sein. Verdeutlichen wir uns die Sache noch einmal durch ein Schema.

Die Interessen der leitenden Gruppe seien $\frac{A}{3}$ $\frac{B}{2}$ C; d. h. also A und B seien Aktiengesellschaften, die von der Gruppe regiert werden und an denen sie mit dem dritten Teil und der Hälfte des Kapitals beteiligt ist, C sei eine Privatunternehmung der Gruppe, an der sie demnach voll interessiert ist. Die eigentliche Unternehmung der leitenden Gruppe ist also — Zusammenhänge natürlich vorausgesetzt —

¹ Stillich, Eisen- und Stahlindustrie, S. 67.

² Solche Unternehmungsbestandteile können, wie eben beispielsweise das Peiner Werk, auch die Form der Aktiengesellschaft besitzen. In diesem Falle müssen aber alle Aktien den Interessenten der Gesamtunternehmung gehören. Zweigbahnen, deren gesamtes Aktienkapital in den Händen der Hauptgesellschaft sich befindet u. dgl. m.

$\left(\frac{A}{3} \frac{B}{2} C\right)$, wobei es auf das Gesamtergebnis ankommt und alle drei Betriebe nur als Unternehmungsteile fungieren; die Teilresultate sind gleichgiltig, wie im vorigen Beispiele das Ergebnis des Peiner Walzwerks gleichgiltig war. Das ist die Ansicht vom Standpunkte der regierenden Gruppe. Anders ist die der übrigen Aktionäre von A und B. Für sie sind A und B Unternehmungen und deren Ergebnisse maßgebend, denn die Aktionäre von A sind nicht an den Resultaten von B interessiert, ebenso umgekehrt die von B nicht an denen von A und schließlich beide nicht an den Erfolgen von C. Was für die leitende Gruppe Teilergebnisse sind, sind für sie eben Ergebnisse und Verschiebungen (zwischen diesen Teilergebnissen) die für die regierende Gruppe gleichgiltig sind, sind es für sie durchaus nicht. Man denke sich, daß das Peiner Walzwerk nicht vollständig der Ilseder Hütte gehörte, sondern auch ein paar selbständige Aktionäre besäße; was würden diese zu der erwähnten Bilanzierungsmethode sagen, die unter den gegebenen Umständen bloß eine rein buchhalterische Angelegenheit ist!

Nun haben wir gesehen, daß diese theoretische Diskrepanz nicht praktisch zu werden braucht. Sie wird nicht praktisch, solange nicht — vom Standpunkte der regierenden Gruppe aus betrachtet — das eine oder andere der Teilergebnisse zugunsten des Gesamtergebnisses verkleinert wird. Eine Vergrößerung desselben durch Einreihung in den Konnex, die, wie wir ja sahen, ebenso gut möglich ist, wird keinen Mißton bringen; hier liegt ja kein Zwiespalt der Interessen vor, da für beide Teile der größtmögliche Gewinn erzielt wird. Erst im entgegengesetzten Falle tritt die Verschiedenheit der Gesichtswinkel, unter denen die Aktionäre und die Leiter der Gesellschaft diese sehen, scharf und deutlich hervor und biegt die einheitliche Zielstrebigkeit der Unternehmung ab — und wenn diese Abbiegung heftig ist, dann gibt es eine schrille Dissonanz. Die Zielstrebigkeit jeder Unternehmung ist auf einen möglichst großen Überschuß

gerichtet — die Erzielung des größten möglichen Gewinns ist ja der natürliche Zweck der Unternehmung. Das gilt aber nur von der ganzen selbständigen Unternehmung im eigentlichen, vorhin betonten Sinne, nicht von jedem Unternehmungsteil. Nun ist aber, wie gesagt, die Aktiengesellschaft — immer im ökonomischen Sinne genommen —¹ der einzige Komplex wirtschaftlicher Handlungen, der gleichzeitig Unternehmungsteil — für die regierende Gruppe — und Unternehmung — für die Aktionäre schlechthin — sein kann. Bei der privaten Unternehmung ist solche Zweideutigkeit ausgeschlossen; jede wirtschaftliche Handlung und jeder Komplex solcher ist hier eindeutig bestimmt — (selbständige) Unternehmung oder Unternehmungsteil. C beispielsweise in unserem obigen Schema ist ganz zweifellos und eindeutig Unternehmungsteil, denn die Interessenten von C fallen mit den Interessenten der Gesamtunternehmung $\left(\frac{A}{3} \frac{B}{2} C\right)$ zusammen; wäre das nicht der Fall, so wäre C auch Aktiengesellschaft — ökonomisches Kriterium: Nichtidentität von Unternehmungsleitern und direkten Interessenten —² und unsere Formel falsch, denn dann dürften wir nicht schlechthin C setzen, sondern etwa $\frac{3}{4} C$ oder $\frac{4}{5} C$ u. dgl.

Die Aktiengesellschaft ist also tatsächlich der einzige Fall einer selbständigen Unternehmung, wo diese innere Zweideutigkeit auftreten kann — ein Faktum von fundamentaler Bedeutung für ihre Theorie sowohl wie für ihre Politik, denn dadurch ist die aktiengesellschaftliche die einzige selbständige Unternehmung, bei der die Erzielung des größten möglichen Überschusses mit dem Interesse der Unternehmungsleiter nicht übereinstimmen, die einzige deshalb, die planmäßig und absichtlich

¹ Vgl. oben S. 56.

² Siehe oben S. 56.

in einer anderen als in der Richtung des größtmöglichen Überschusses durchgeführt werden kann¹.

Eine Aktiengesellschaft entsteht, wie jede Unternehmung dadurch, daß eine beschränkte Anzahl von Leuten, die die unentbehrlichen Unternehmungsbestandteile — Kapital und Unternehmungsarbeit, d. h. die Fähigkeit zur Durchführung der Unternehmung — wenigstens vorläufig beistellen können, sich zur Ausführung derselben vereinigen und dieselbe in Gang bringen. Diese Gruppe kann größer oder kleiner sein, sie kann aus zehn oder zwei Mitgliedern bestehen und es kann schließlich auch ein einziger Gründer genügen, wenn er über alles verfügt, was die Unternehmung zunächst braucht, um „unternommen“ werden zu können.

Die so gegründete Unternehmung bleibt jedoch im ökonomischen Sinne Privatunternehmung, wenn jene Gruppe von Leuten, die sich zusammengetan haben, um sie in Gang zu bringen, das direkte Interesse an derselben nicht wenigstens zum Teil weiter veräußert. Das wissen wir ja bereits; zum ökonomischen Begriffe der Aktiengesellschaft gehören direkte Interessenten, die nicht der Unternehmungsleitung angehören — dies natürlich auch wieder im materiellen, nicht im formellen Sinne verstanden.

An einer früheren Stelle dieses Kapitels habe ich die

¹ Diese ganze Analyse steht, wie der Leser bemerkt, unter der gewöhnlichen Voraussetzung kapitalistischer Wirtschaftsordnung, daß nur Kapitaleigentümer und Unternehmungsleiter die primären und unmittelbar berechtigten direkten Interessenten sind (vgl. S. 51, 2). Ist dem nicht so, dann können analoge Verhältnisse eintreten, ohne daß eigentlich der ökonomische Tatbestand der Aktiengesellschaft gegeben wäre. So bei den S. 52 Anm. 1 zitierten Arbeiterproduktivgenossenschaften oder bei der öffentlichen Unternehmung. — Genossenschaften dagegen, deren direkte Interessenten Unternehmer sind, die von ihnen Förderung ihrer eigenen Geschäfte erwarten, sind, wie schon erwähnt, selbst kaum als (Erwerbs-)unternehmungen zu klassifizieren; sie sind Agenturen anderer Unternehmungen, die sie unterhalten und ihr Risiko tragen. Ähnlich Konsumvereine.

Gesichtspunkte aufgezählt, unter denen eine Aktiengesellschaft gegründet werden kann. Wenn der Leser sich die Mühe nimmt, diese Übersicht noch einmal zu überblicken, so wird er finden, daß man eigentlich zwei theoretisch scharf voneinander differenzierte Gründungshauptfälle unterscheiden kann. Der eine umfaßt alle Gründungen, die fremdes Kapital nur zur Unterstützung heranziehen wollen, weil diese aus dem einen oder anderen Grunde — bedeutende Größe oder starkes Risiko der Unternehmung — notwendig ist, bei der die Gründer aber lebhaft an der Unternehmung selbst — an sich — interessiert sind und diese doch vor allem im eigenen Interesse betreiben wollen; ein historisches Beispiel solch einer Gesellschaft ist die englisch ostindische Kompanie, die, wie wir wissen, nur mit reichlichster Unterstützung außenstehender Kapitalisten zustande kommen konnte. Der andere Hauptfall ist die Gründung, die ausschließlich einen gewinnbringenden Verkauf der Aktien im Auge hat und bei der deshalb der Unternehmungsinhalt für die Gründer nur sekundäre Bedeutung besitzt. Die Praxis kennt natürlich auch ein vermittelndes „teils — teils“; Gründungen bei denen sich beide Gesichtspunkte vereinen.

Entscheidend dafür ist, ob das im Gründerkonsortium dominierende Element der Industrielle — das Wort in dem Sinne, in dem ich es an einer früheren Stelle dieses Kapitels gebraucht habe — oder der Financier ist¹. Dem Industriellen ist es um die Unternehmung an sich, dem Financier um den Zwischengewinn der Finanzierung zu tun; für den Industriellen handelt es sich darum, Kapitalisten, für den Financier Industrielle zu finden, die seine Gesichtspunkte akzeptieren. Häufig gibt es, wie erwähnt, noch einen Mittelsmann, den promoter, der beide in Verbindung bringt und

¹ Der Industrielle wird dominieren, wenn er über relativ bedeutende Kapitalien, die sich in seiner Unternehmung dauernd festlegen wollen, die Verfügung besitzt oder erhält. Anderenfalls gerät er in Abhängigkeit von den Gesichtspunkten des Finanziers.

seine „Connaissancen“ wie die diplomatische Fähigkeit seiner Person in den Dienst der Sache stellt¹.

Die Gesellschaft, bei deren Gründung der Industrielle das entscheidende Wort gesprochen hat, ist der Privatunternehmung nahe verwandt, wie sie ja auch häufig genug von ihr ausgeht und keinen anderen Zweck hat, als die Kapazität der schon vorher bestehenden Privatunternehmung zu erweitern. In der Regel wird sie unserem ersten theoretischen Falle von vornhin entsprechen — sie wird von Hauptinteressenten regiert werden, die mit der Unternehmung eng verbunden sind, sich mit ihr in einem gewissen Sinne identifizieren und ihre ganze Kraft in ihren Dienst stellen — von Industriellen, mit einem Wort, die sich kaum mehr als dem Namen nach von privaten Unternehmern ihres Wirtschaftszweiges unterscheiden. Familiengründungen pflegen in der zweiten, bisweilen auch in der dritten Generation diesen Typus zu repräsentieren. Er ist aber überhaupt vorwiegend in alten, starken und gut fundierten Gewerben, die in den Händen alteingesessener, reicher Industriellenfamilien die Krücken der Haute-Finance entbehren können. Er ist deshalb der herrschende Gesellschaftstypus in allen älteren englischen Industriezweigen — nur in gewissen, schwächeren Teilen der Textilindustrie und in einigen ganz neuen Industrien seit kurzem durch den finanziellen einigermassen verdrängt. In der Stahl- und Eisenindustrie Englands sind die technisch und kommerziell vorteilhaften Fusionen der letzten Jahre völlig ohne Mitwirkung der zentralen Finanz durch die großen Werke selbst durchgeführt worden. An der Londoner Börse spielt — wie man sich aus jedem

¹ Über den Promoter, seine Aufgaben und seine spezifischen Qualitäten hat Professor Meade im 20. Bande der *Annals of American Academy* eine instruktive, kleine Arbeit veröffentlicht. Bisweilen — in Zeiten großer Kauflust — tritt der Promoter direkt vor das Publikum und fordert es auf, to underwrite. Der Zeichner erhält einen Bonus in Common Stocks auf seine Zeichnung von preferred stock (siehe weiter unten). Vgl. Meade in den *Annals of Am. Academy* XVI, S. 348, und Report of the Industrial Commission (Trustenquete) XIII, S. VIII.

Kursblatte und jedem Börsenberichte des „Economist“ überzeugen kann — der Markt der heimischen Industriewerte eine außerordentlich bescheidene Rolle — die Zahl der notierten Papiere ist relativ winzig, die Umsätze sind unbedeutend. Der englische Finanzmann hat überall in der Welt seine Hand im Spiel, — außer in der englischen Industrie. Man kann monatelang die Berichte der Londoner Börse verfolgen, ohne von den größten Stahlwerksgesellschaften des Landes eine Silbe zu hören, während in Berlin Gelsenkirchner, Harpener, Laura, in New York United Steel und Amalgamated Copper die führenden Marktpapiere sind. Der alte Reichtum der englischen Industrien, die sich im allgemeinen organisch, aus sich heraus, nicht sprunghaft, — wie etwa die „schweren Industrien“ Deutschlands und Amerikas entwickelt hatten, machte die Mitwirkung der Finanz bei dieser Evolution überflüssig. Ganz ähnlich haben sich die Dinge in Holland entwickelt. Im Jahre 1885 läßt sich der Frankfurter „Aktionär“ von seinem holländischen Korrespondenten berichten: „Die Aktien bleiben meist im Besitze der ersten Gründer und in deren Familien- und Bekanntenkreise. Das größere Publikum nimmt keinen Anteil und an der Börse werden die Titel nicht gehandelt.“ Der Korrespondent schiebt diese Eigentümlichkeit allerdings auf eine unerklärliche Versessenheit des holländischen Publikums, nur im Auslande — beispielsweise an amerikanischen Eisenbahnshares — sein Geld zu verlieren und auf eine prinzipielle Perhorreszierung heimischer Werte. Allein diese Erklärung ist denn doch ein bischen zu lahm! —

Die zweite Gruppe von Gründungen ist also die, bei der der Financier die erste Geige spielt. Zunächst der Begriff des Finanziers. Wenn man die Betrachtung auf die Aktiengesellschaft beschränkt, so ist Financier der, der das zu einer aktiengesellschaftlichen Unternehmung — ursprünglich oder zusätzlich — nötige Kapital vorläufig vorschießt, nicht um es durch die Unternehmung selbst dauernd zu verwerten, sondern um es durch Weiterverkauf der Unternehmungsanteile mit Profit wieder zu ersetzen seine; Unter-

nehmung ist also nicht die aktiengesellschaftliche Unternehmung selbst, sondern das, was man eben landläufig Finanzierung zu nennen pflegt. Für den finanziellen Gründer ist der Inhalt der von ihm gegründeten Aktiengesellschaft nur insofern von Bedeutung, als von ihm das Gelingen seiner Unternehmung, also der Verkauf der Aktien zu höherem Preise abhängt. In Zeiten des Gründungsfiebers tritt er — wie wir schon früher gesehen haben — fast vollständig in den Hintergrund. In normalen Zeiten, wo das Publikum zurückhaltender ist und nach Erfolgen fragt — nämlich das wirkliche Publikum, das mit seinem eigenen Gelde kauft, und auf dieses muß es dem seriösen Finanzier ankommen — ist die Rentabilität sein natürlicher Leitstern. Ich habe schon gesagt, daß das Finanzieren ein Geschäft ist, das, wie alle Geschäfte, in ehrlicher und unehrlicher Weise betrieben werden kann — und daß es nicht der Zweck dieser Studie ist, einen Pitaval der Aktiengesellschaft zu liefern. — Der Finanzier sucht also nach rentablen Unternehmungen — er kann es natürlich auch vorziehen, nach leichtgläubigen und urteilslosen Leuten zu fahnden, denen er unrentable anhängen kann; indes — die Theorie des Betrugs fällt — wie gesagt — außer den Rahmen unserer Untersuchung.

Nun läßt sich da freilich keine ausnahmslose Regel aufstellen, allein im großen und ganzen wird man doch behaupten können, daß der Finanzier sein Gründungsmaterial vor allem in neuen Industrien mit starkem Geldbedarf oder in alten Industrien, die durch technische Umwälzungen gleichfalls eine wesentliche Verstärkung ihres Kapitalbedarfs erfahren haben, sucht und findet. Ich habe schon erwähnt, daß das nicht für ausgesprochene Gründerjahre gilt, wo jedes Objekt recht ist und der Übernahmepreis keine Rolle spielt. In solcher Zeit dringt der Finanzier durch die Höhe der Preise, die er bietet, in alle, auch in alte und gut fundierte Industrien ein. In der Regel bleiben ihm aber diese im ganzen verschlossen — abgesehen natürlich von einzelnen Unternehmungen, die verschuldet sind oder an Geldmangel leiden. Die alten Unternehmungen

der Branche brauchen ihn nicht, und in einem mit wohl-fundierten und eingelebten Unternehmungen besetzten Wirt-schaftszweige neue zu gründen, ist wenig verlockend. Neue Gebiete mit relativ kleinem Kapitalerfordernis werden meist rasch und ausgiebig von Privatunternehmungen okkupiert. Bleibt also, was wir oben gesagt haben; neue oder durch technische Umwälzungen erneuerte Industrien mit großem Kapitalsbedarf. Hier ist der Finanzier notwendig und hier kann er deshalb den Herrn spielen. Hier ist also seine eigentliche Domäne.

Lange Zeit sind die Eisenbahnen solch eine neue In-dustrie mit außerordentlichem Kapitalsbedarf gewesen und sie waren bis in das letzte Drittel des neunzehnten Jahr-hunderts in allen Ländern das bevorzugte Objekt des Finanziers. Dann waren eine Zeitlang Banken das Gebiet seines Schaffens. Freilich die bedeutendsten, noch heute blühenden Großbanken Deutschlands gehören nur zur Hälfte hierher. Die Leute, die sie schufen waren Finanziers, aber die Institute selbst sollten auch Finanziers werden, sie sollten die Geschäfte ihrer Gründer auf der breiten Basis einer großen, kapital-kräftigen Aktienunternehmung fortsetzen. Dieses Ziel ist übrigens erreicht worden — die deutschen Großbanken sind heute in ihrem Lande die Finanziers — ganz schlechthin und ihre privaten Berufsgenossen sind bekanntlich fast ausgestorben. Die Gründung dieser Banken war also nur zur Hälfte eine Finanzoperation, zur anderen war sie eine Erweiterung des Geschäftes der Gründer selbst, die darum ein starkes Interesse an den neugegründeten Unternehmungen, behielten und die Leitung derselben selbst in die Hand nahmen. Wenn man die Statuten aus jener Jugendperiode des deutschen Bankwesens durchblättert (sie sind von St. Hocker gesammelt und herausgegeben worden), so wird man überall außerordentliche Befugnisse des Ver-waltungsrats — dieser Ausdruck war damals noch der üb-liche — bemerken, während der Vorstand auf die rein tech-nische Leitung der Exekutive beschränkt bleibt. Und wenn man die ersten Jahresberichte der Darmstädter Bank bei-spielsweise zur Hand nimmt, so wird man finden, daß der

Präsident des Verwaltungsrats — Herr Gustav Mevissen in diesem Falle — den ausführlichen Geschäftsbericht erstattet, der von seite der Direktion nur durch ein paar technische Details ergänzt wird. Vergleicht man damit einen Bericht derselben Bank von 1906 oder 1907, so wird man das genaue Gegenteil sehen; der Vorstand erstattet den eigentlichen Bericht und der Verwaltungsrat, der sich inzwischen unter dem Einflusse des Gesetzes in einen Aufsichtsrat verwandelt hat — eine Metamorphose, über die wir noch zu sprechen haben werden —, fügt bloß ein Paar nichtssagende Phrasen hinzu und wird nur ausführlicher, wenn er einem toten Kollegen den Nekrolog zu schreiben hat. Im Laufe der Zeit sind eben jene Finanziers, die als Gründer und auch als Interessenten die Regierung der Gesellschaft übernommen hatten, allmählich dahingegangen, ihr Interesse an der Gesellschaft ist in andere Hände geraten und zersplittert. Die alten regierenden Hauptinteressenten verschwanden also und aus dem verzweigten und zersplitterten Kreise der Aktionäre tauchten keine neuen auf. Diese Entwicklung stellte die technischen Leiter der Banken, die die alten Bankiers ursprünglich nur als oberste Exekutivbeamte eingesetzt hatten, naturgemäß in den Vordergrund, machte sie zu einem autokratischen, sich selbst ergänzenden Kollegium, das nun seinerseits den Aufsichtsrat einsetzt; der Mangel an organisierten, leitungsfähigen Großinteressenten konzentriert eben alle Macht auf die unmittelbaren technischen Leiter der Unternehmung. Der Vorgang wiederholt sich übrigens überall, wo ursprüngliche Hauptinteressenten verschwinden, ohne von anderen abgelöst zu werden, wo vielmehr ihr Interesse an der Gesellschaft zersplittert. Nur ist freilich dieser Zustand niemals von gesicherter Stabilität; ein Paar Leute, die sich organisieren und einen genügenden Teil des Aktienkapitals zu erwerben imstande sind, können ihm jederzeit ein Ende machen¹.

¹ Franz Klein — nebenbei einer der verdienstlichsten juristischen Bearbeiter des Aktienwesens — hat diese, in manchen Fällen

Neuerdings ist vor allem die Montan- und elektrische Industrie das Aktionsgebiet des Finanziers geworden — außerdem koloniale Unternehmungen aller Art. Die chemische Industrie, die sich in Deutschland so kräftig entwickelt hat, ist zu sehr von dem persönlichen Genie ihrer Leiter abhängig, als daß der Finanzier die Herrschaft in ihr hätte erobern können. Sie wird vornehmlich von Privatunternehmungen oder Aktiengesellschaften, die in ihrem Charakter Privatunternehmungen sehr nahe stehen, betrieben¹. In

eklatante Autokratie des Vorstands als allgemeine These hingestellt. Das ist natürlich eine unzulässige Verallgemeinerung. Überall wo organisierte, regierungsfähige Interessenten vorhanden sind, ist die Macht des Vorstands keineswegs eine unbeschränkte. Einiges darüber übrigens später.

¹ Auch in der elektrischen Industrie bestand eine alte, durch das persönliche Genie ihres Gründers groß und reich gewordene Privatunternehmung: Siemens. Sie ist heute wohl keine reine Privatunternehmung mehr — das ließ der Charakter des elektrischen Geschäfts, wie er sich unter Führung der Allgemeinen Elektrizitätsgesellschaft entwickelte, nicht zu —, aber sie ist noch ziemlich reine Familienunternehmung — nur ein relativ kleiner Teil ihres Aktienkapitals ist im Besitze Außenstehender. (Hasse, Die Allgemeine Elektrizitätsgesellschaft, S. 39.) Die Allgemeine Elektrizitätsgesellschaft dagegen war von vorneherein eine Finanzgründung. Als sie 1883 unter den Auspizien einiger Berliner Banken ins Leben trat, besaß sie gar keinen technischen, nur finanziellen Ehrgeiz; sie produzierte überhaupt nicht selbst, sondern beschränkte sich auf die finanzielle Verwertung von Konzessionen und Patenten und gründete bald die Berliner Elektrizitätswerke, eine Unternehmung, aus der reichlicher Spekulationsgewinn floß. Im Jahre 1888 nahm sie dann ihren gegenwärtigen Namen an und begann selbst zu fabrizieren. Ob sie technisch Besonderes geleistet hat, entzieht sich meiner Beurteilung; Kreller, ein Ingenieur, leugnet dies und meint, daß sie nur schematische Massenproduktion betrieben und auf technische Lorbeeren stets verzichtet habe (Deutsche elektrotechnische Industrie, S. 20). Dagegen hat sie mit reichlichster Bankunterstützung jenes System in die Industrie eingeführt, nach dem, wie Kreller treffend sagt, „das Endprodukt einer Elektrizitätsgesellschaft nicht aus Fabrikaten, sondern aus Effekten“, und der Profit, wenn nicht der Gesellschaft selbst, so doch der mit ihr verbundenen Finanziers aus Emissionsgewinnen besteht. Daß diese spekulative Methode, die engste Verbindung mit der Hochfinanz

der Montanindustrie und ebenso in der Elektrizitätsbranche war es der starke Kapitalbedarf vor allem durch die technischen Umwälzungen, der diese Industrien dem Finanzier in die Arme führte. Ich habe schon an einer früheren Stelle erwähnt, daß in Deutschland wie in Amerika die Finanz diese Wirtschaftszweige ganz außerordentlich reichlich mit Kapital gespeist und ihnen zu einer hypertrophischen Entwicklung verholfen hat¹.

Der ursprüngliche und eigentliche Zweck des Finanziers ist also die profitable Abstoßung der Unternehmungsanteile, die flotation, wie man in England und Amerika sagt. Ist diese vollständig gelungen, so ist die Unternehmung für ihn beendet, das vorgeschossene Kapital ist mit Gewinn ersetzt und für neue Unternehmungen disponibel. Die gegründete Aktiengesellschaft selbst wird dem Finanzier gleichgültig, er überläßt ihre Regierung den technischen Leitern, die er bei der Gründung eingesetzt hat², und reserviert sich selbst bloß funktionslose Sinekuren — wozu ja das Institut des Aufsichtsrats reiche Gelegenheit bietet, und die Möglichkeit gelegentlicher lukrativer Geschäfte mit der Gesellschaft und spekulativ wertvoller Informationen.

In der Regel aber glückt es dem finanziellen Gründer keineswegs so vollständig, von seiner Schöpfung loszukommen, wie er eigentlich ursprünglich möchte. Zunächst

--- --
voraussetzt, auch mit den Gefahren der Gründerei die Aktien der gegründeten Gesellschaften nicht losschlagen zu können — verbunden ist, haben manche von den Nachahmern der Allgemeinen Elektrizitätsgesellschaft schmerzlich erfahren. Vergleiche außer dem erwähnten Buch von Kreller: Fasolt, Die sieben größten deutschen Elektrizitätsgesellschaften, und Schulze, Bankkatastrophen in Sachsen (Kummer-Concern).

¹ Schon Wagner hat übrigens die Vermutung ausgesprochen, daß die Überproduktion in der deutschen Eisenindustrie mit deren enger Liierung mit Finanzkreisen zusammenhängt. Kontradiktorische Verhandlungen über den Stahlwerksverband, S. 409.

² Bei dauernd gut rentierenden Unternehmungen mögen dann leicht diese technischen Leiter selbst durch allmählichen Aktienwerb zu Großinteressenten werden.

ist die Emission ein langsamer, allmählicher Prozeß — wenigstens in normalen Zeiten — und ein Unternehmen, das durchaus nicht immer voll, sondern häufig nur bis zu einem gewissen Grade gelingt. Bis zu welchem, das hängt vom Emissionskredit des betreffenden Finanziers, von der Dezentralisation seiner Verteilungsapparate (Filialsystem der Großbanken) und endlich von der Marktlage ab. Ist der Markt mit Papieren „gesättigt“ und der Zinsfuß hoch, so gelingt die Emission nur in sehr geringem Maße, im umgekehrten Falle ist — *ceteris paribus* — alle Aussicht, daß der Emissionserfolg ziemlich vollständig sein werde¹. Das Gelingen der Emission wäre aber ein noch viel langsames, wenn es der Finanzier nicht durch Kreditgewährung förderte; daher die Effektenbelehnung seit jeher die notwendige Ergänzung der Finanzierung und der Finanzier mit dem Bankier eng verbündet ist, wie in England, oder selbst Bankier — wie in Deutschland. Auch in Amerika besteht die intimste Gemeinschaft zwischen den Banken, insbesondere den Trustkompanien und den Finanziers. Der finanzielle Gründer kann also ein direktes Interesse an der gegründeten Gesellschaft in stärkerem oder schwächerem Maße bewahren — nämlich wenn die Emission nicht voll gelingt und er — oder der mit ihm verbündete Bankier behält ein indirektes Interesse an derselben, weil Gesellschaftsanteile das Pfand für die zu deren Erwerbung gewährten Darlehen bilden. Ist der Finanzier, wie in Deutschland, auch Bankier, so wird er naturgemäß der Bankier der Gesellschaft und kann nun als Gläubiger an ihr ein weiteres indirektes Interesse erwerben. Braucht die Gesellschaft neues Kapital, so übernimmt er wahrscheinlich die Beschaffung. Der Finanzierungsprozeß erneuert sich und mit

¹ In den geldknappen Jahren 1906 und 1907 blieben dieselben amerikanischen Underwriter Syndikate, denen man ihre Fonds und Aktien nicht lange vorher aus den Händen gerissen hatte, fast auf allen ihren Emissionen „sitzen“ und mußten schließlich beinahe den ganzen gezeichneten Betrag unter ihre Mitglieder verteilen. Financial & Commercial Chronicle B D 85, S. 187.

ihm die Wahrscheinlichkeit, daß weitere direkte und indirekte Interessen der Gesellschaft in den Händen des Finanziers und des mit ihm verbundenen Bankiers zurückbleiben. Das Ende vom Liede ist, daß der finanzielle Gründer, der ursprünglich nichts wollte als Emissionsgewinn, mit ganz bedeutenden Summen direkt und indirekt in seiner Gründung engagiert ist, ohne vorläufig imstande zu sein, diese Interessen abzustößen.

Beiläufig ergibt sich hieraus, daß Finanzieren eine Unternehmung ist, die in der Regel sehr viel Kapital erfordert; sie ist deshalb mit der Banktätigkeit der Sammlung und Verwaltung fremder Gelder, wie schon erwähnt, eng verknüpft. Bankier und Finanzier sind, wenn nicht eine Person, so doch immerhin treu zusammenhaltende Brüder.

Nun gründet aber der berufsmäßige Finanzier so viele Unternehmungen, als er mit Gewinn abstoßen zu können glaubt, denn ihm handelt es sich ja nicht um die Unternehmung, sondern um den Finanzierungsgewinn, und der wird um so größer sein, je mehr Gesellschaften gegründet werden — vorausgesetzt freilich, daß ihre Anteile mit Gewinn verkauft werden können. Natürlich ist die Tätigkeit durch die Kapitalkraft, über die der Finanzier verfügt, begrenzt. Der Finanzmann mit geringer Kapitalkapazität kann nur viel gründen, wenn sein Kapital gewissermaßen rasch umschlägt, d. h. wenn seine Emissionen schnell und vollständig gelingen. Das ist aber nur bei außerordentlich günstigen Konjunkturen, in „Gründungsperioden“ der Fall. Der Finanzier dagegen, dem große Kapitalien zur Verfügung stehen, kann seine Gründungstätigkeit vervielfachen, ohne auf volle Rückkehr seines Kapitals aus dem einzelnen Geschäfte warten zu müssen.

Die Folge ist, daß der Finanzier, der fleißig gegründet oder „nachgegründet“ (rekonstruiert) hat, sich nach einiger Zeit an einer ganzen Anzahl von Gesellschaften interessiert findet, die er selbst ins Leben gerufen, deren Leiter er eingesetzt und die demgemäß seinem Einfluß unterworfen sind. Hätte er kein Interesse mehr an den

Gesellschaften, seinen Emissionsgewinn in Sicherheit und sein Kapital ersetzt, dann hätte er, wie schon gesagt, gar keine Veranlassung, diesen Einfluß besonders geltend zu machen. Aber nun ist er selbst mehr oder minder engagiert. Er findet jetzt vielleicht von der höheren Warte seines allgemeinen Interesses, daß diese Gesellschaften durch koordiniertes Zusammenwirken sich und vor allem ihm nützen können. Er hat zum Beispiel in einer Branche mehrere Unternehmungen finanziert, die sich nun heftige Konkurrenz machen. Der Finanzier, der an ihnen interessiert ist, sieht den Schaden, den sie dadurch sich und ihm zufügen und stiftet Frieden — zum besten seiner Tasche. Lange vor der Geburt des Kohlensyndikats, seit 1888, hatten die unter Führung der Diskontogesellschaft stehenden Zechen (Gelsenkirchen, Westfälischer Grubenverein, Bochumer Präsident) ihr gemeinsames Verkaufsbureau¹. Er findet, daß die Gesellschaften ihm durch entsprechende Kombination ihrer Tätigkeit Vorteil bringen könnten, und er macht aus ihnen ein System².

Das kann in verschiedener Weise geschehen. Es kann das Werk eines kleinen engherzigen Betrügers sein, der die seinem Einflusse unterstehenden Kompanien sich zum besten seiner Privatschatulle übervorteilen läßt und sie schließlich heillos ruiniert dem Sanierungsmesser oder dem Konkursverwalter überläßt. Diese Art, Gesellschaften in einen unheilvollen Konnex zu bringen — bei uns unter dem ganz treffenden Namen „Schachtelsystem“ bekannt — ist in

¹ Goetzke, Das rheinisch-westfälische Kohlensyndikat, S. 26. Simmersbach, Die wirtschaftliche Entwicklung der Gelsenkirchner Bergwerks Aktiengesellschaft, S. 94.

² Selbstverständlich kann ein solches System — es habe nun spekulative oder industrielle Ziele — auch dadurch gebildet werden, daß jemand die dazugehörigen Aktiengesellschaften, deren Gründung er selbst ferngestanden ist, ad hoc zusammenkauft, resp. ein kontrollierendes Interesse derselben erwirbt. Das Ursprüngliche und die Regel ist freilich, daß die Systembildung von den gründenden — oder rekonstruierenden — Finanzgruppen ausgeht.

der volkswirtschaftlichen Tagesliteratur so ausgiebig behandelt, daß ich mir eine Detailschilderung wohl ersparen kann¹.

Es kann das Werk eines skrupellosen Spekulanten sein, für den der Einfluß auf die einzelnen Gesellschaften nichts anderes bedeutet als die Tasten, mit denen er die Klaviatur der Börse spielen kann. Er weiß, daß jeder Ton, den er anschlägt, seine Börsenresonanz finden wird, und er weiß im Vorhinein, welchen Ton er anschlagen wird. Die Unternehmungen sind in diesem Falle der Spielball von Berufsspielern, die in ihren Umständen und Aussichten gewaltsam und häufig Veränderungen hervorbringen, um diese Veränderungen mit der Sicherheit der Eingeweihten spekulativ verwerten zu können. In dieser Weise haben bekanntlich die Gould, Fisk, Russel-Sage in den siebziger und achtziger Jahren des vergangenen Jahrhunderts die amerikanischen Eisenbahnsysteme „verwaltet“².

Oder — letzte und bedeutsamste Möglichkeit — aus dem Finanzier — oder neben ihm, eng mit ihm verbündet, entwickelt sich ein Industrieller, aber gewissermaßen ein Industrieller höheren Grades. Ein Industrieller, der mit keiner Einzelunternehmung verwachsen ist, — wenn er auch vielleicht persönlich aus einer solchen herauswächst — und dessen Gesichtspunkte deshalb großzügiger sein können als die mit einer Unternehmung ausschließlich verknüpften —, freilich auch leicht weniger nüchtern.

Das — nun also industrielle — System von Gesellschaften, das der Finanzier und damit der aus seinen Lenden geborene Industrielle beherrscht, kann natürlich klein oder groß sein — je nach der Kapazität des Finanziers. Ist es klein, so bleibt auch das Feld des neuen Industriellen ein

¹ Viel Material im Jubiläumsberichte der „Frankfurter Zeitung“.

² Daneben haben freilich die Herren auf eine direkte Plünderung der von ihnen regierten Gesellschaften nicht verzichtet. An jeder Fusion, jedem Pacht- und Leihvertrag wurde auch unmittelbar verdient. Man denke an die oben erwähnte Fusion der Kansas und Union Pacific.

kleines und begrenztes, ist es groß, so kann er zum Branchenoligarchen und zu dem werden, was man neuerdings gern „captain of industry“ nennt. Der „captain of industry“ ist mit dem Finanzier groß geworden, er ist deshalb ein amerikanisch-deutscher, kein englischer Typus. Er führt seinen Namen ganz zu Recht, denn sein Streben gilt nicht der Einzelunternehmung, die ihm bloß ein Rad in der Maschine ist, sondern dem ganzen Industriezweige, ja wenn er an den stärksten Finanzkräften einen Rückhalt besitzt und es ihm gelingt, sie unter seinem Programm zu vereinigen¹, dann kann er seine Ziele auch über die Grenzen des einzelnen Industriezweigs hinaus erstrecken und Industriepolitik in einem Sinne treiben, in dem man dieses Wort früher nur von öffentlichen Gewalten zu gebrauchen gewohnt war. Wenn er ursprünglich aus den Unternehmungen, die er in der Hand des Finanziers fand, sein industrielles System kombinierte², so wird er später suchen, dem Finanzier seine Gesichtspunkte beizubringen und mit dessen Vermittlung nun **das** zu gründen oder zu erwerben, was sein — industrielles — System erfordert. So bildet sich seit einigen Jahren in Nordamerika unter der Mitwirkung der stärksten Finanziers des Landes ein deutliches System heraus, das keinen geringeren Zweck verfolgt als Massenprodukte, vor allem der entwickeltsten Industrie des Landes, der Eisen- und Stahlindustrie unter

¹ Größere industrielle Systeme zeigen stets eine Tendenz zur Vereinigung und Konzentration der Finanzgruppen, da sie leicht über die Einflußsphäre der einzelnen hinübergreifen. Ein industriepolitisches System, das in der Beherrschung eines ganzen Industriezweigs gipfelt, ist — zumal bei monopolistischen Tendenzen — ohne das Zusammenwirken einer Mehrzahl starker Finanzkräfte gar nicht möglich.

² Es kommt auch vor, daß der Finanzier von vorneherein systematisch nach den Plänen und Wünschen des Industriellen gründet. Doch handelt es sich dann regelmäßig um einen kleineren Kreis eng zusammengehöriger — gleichartiger oder einander ergänzender — Gesellschaften. Beispiel: Treberconcern, die einzelnen Elektrizitätsconcerne.

einheitlicher Leitung und Kontrolle ab ovo zu erzeugen und zunächst auf den heimischen, dann aber auch auf den Weltmarkt vorzuschieben. Diesem System gehören Kohlen-, Hütten- und Stahlwerke, Eisenbahnen und neuerdings Schifffahrtslinien an¹; unter diesem Programme sind die bedeutendsten Gründungen der letzten Jahre — der Stahl- und der verunglückte Schifffahrtstrust ins Leben gerufen worden. Damit soll natürlich nicht gesagt werden, daß finanzielle und spekulative Rücksichten ganz verschwunden sind — gewiß nicht. Es ist sehr viel „Indefensible financing“ in der amerikanischen Gründungsgeschichte der letzten Jahre. Aber die Gesichtspunkte des Emissions- und Spekulationsgewinnes und der Auswucherung der Gesellschaften zugunsten der eigenen Tasche sind unstreitig nicht mehr die alleinherrschenden; sie ordnen sich einem industriellen oder besser industriepolitischen Programm unter, das zumindest an Großzügigkeit nichts zu wünschen übrig läßt.

Lange nicht in dem Ausmaße, wie in den vereinigten Staaten ist solche systematische Industriepolitik auf finanziellem Untergrunde in Deutschland zutage getreten. Immerhin weist auch hier die Oligarchie der elektrischen und die straffe Konzentration der Montanindustrie deutlich auf die einheitlichen Finanzinteressen im Hintergrunde². Ein

¹ Über die Verbindung des Stahltrust mit den Eisenbahnen siehe Wilgus, „United States Steel Corporation“, S. 6, über die der Eisenbahnen mit den Schifffahrtslinien beisp. Raffalovich, Trusts, Cartels et Syndicats, S. 158, 177; Macrosty, Trust movement, S. 31. Die Standard Oil hat bekanntlich von jeher die engsten Beziehungen zu den Bahnen des Ölgebiets unterhalten und vor allem mit deren Hilfe ihre Vorherrschaft begründet. Report of the Ind. Commission I, S. 159. Vgl. auch „Aktionär“, 1901, S. 215.

² Die Industriepolitik der Haute finance kann übrigens — theoretisch ist das ja schon erläutert — mit dem Interesse einzelner Unternehmungen des betreffenden Industriezweigs zusammenstoßen. Sind diese Unternehmungen Großunternehmungen, die selbst — für sich — bedeutende Interessenten besitzen, so werden diese versuchen die Einflüsse der Finanz abzuschütteln und die Interessen dieser ihrer Unternehmungen gegen die nivellierende, allgemeine Industriepolitik

Steinitzer, Aktiengesellschaft.

Industriesystem wie das amerikanische, in dessen Mittelpunkt die Eisenbahnen stehn, macht der staatliche Eisenbahnbesitz bei uns möglich. Interessengemeinschaften zwischen industriellen Etablissements und Schiffahrtslinien — kleinere Exportsysteme sozusagen, mit den großen amerikanischen freilich nicht zu vergleichen — sind auch in Deutschland neuerdings entstanden. So hat der Norddeutsche Lloyd durch ihm nahestehende Finanzkreise einige Industrie-Gründungen an der Weser veranlaßt, die ihm neue Frachten zuführen sollten^{1 2}.

jener zur Geltung zu bringen. Also eine Reaktion der Einzelunternehmung. In der deutschen Stahlindustrie scheinen sich Dinge dieser Art vorzubereiten. Vgl. übrigens das folgende Kapitel.

¹ „Aktionär“ 1906, S. 535.

² Es ist wiederholt behauptet worden — der alte Strousberg hat mit besonderer Vorliebe darauf hingewiesen und neuerdings ist ihm Lindenberg, der diesen heute fast vergessenen Eisenbahnhelden überhaupt gerne zitiert, darin gefolgt (50 Jahre Geschichte einer Spekulationsbank, S. 34), daß Aktiengesellschaften, die mit der Finanz liiert sind, leicht in eine unökonomische Wirtschaft verfallen. Die Möglichkeit, durch die Vermittlung des Bankiers und des Finanziers immer leicht Geld erhalten zu können, mache sie leichtsinnig und unbedenklich; technische, ja sogar ästhetische Momente — Strousberg wettert besonders gegen die „überflüssige Bahnhofsarchitektur“ — erhielten ein unberechtigtes Gewicht und die Rentabilität leide. Ein Korn Wahrheit steckt sicher in dieser Behauptung, die sich besser belegen ließe, wenn über die interne Geschichte der Gesellschaften mehr an die Öffentlichkeit käme. Die Unrentabilität der Niles-Werke — einer Gründung der Allgemeinen Elektrizitätsgesellschafts-Gruppe — soll sich — ich kann dafür freilich kein gedrucktes Zeugnis anführen — durch solch starkes und einseitiges Überwiegen der technischen Gesichtspunkte, bei deren Berücksichtigung die Kosten keine Rolle spielten, erklären. Weit wichtiger erscheint es mir aber, daß der auf den Finanzier gestützte Industrielle oder Industriepolitiker, von dem wir vorhin sprachen, aus ähnlichen Gründen, stets zur Erweiterung und Ausgestaltung des von ihm beherrschten industriellen Systems geneigt sein wird. Er weiß, daß er immer über den Kapitalmarkt verfügen kann und was den privaten Unternehmer davon abhält, sein Werk allzusehr über seine eigene Kraft hinaus zu erweitern, — die Furcht, seine Unabhängigkeit zu verlieren — dieses Moment

Mit der Begründung eines Systems — es sei nun spekulativ oder industriell oder beides — taucht ein neues, freilich rein technisches Problem auf, das weder für den industriellen Gründer unseres ersten Typus, noch für den „reinen“ Finanzier, der nichts will als Emissionsgewinn, sonderliche Bedeutung besitzt. Alle Aktiengesetzgebungen der Welt stimmen darin überein, daß sie die Aktiengesellschaft als einen konstitutionellen Körper betrachten, der in letzter Linie nach dem Majoritätsprinzip regiert wird. Die Sanktionierung der Leitungstätigkeit durch Mehrheitsbeschluß der Generalversammlung ist überall eine formelle Unerläßlichkeit. Der Begriff der Generalversammlung ist — wie schon bemerkt wurde — ausnahmslos demokratisch, wenn auch der Grundsatz des deutschen Handelsgesetzbuchs: „Jede Aktie gewährt eine Stimme“ keineswegs überall legalisiert ist.

Die Mehrheit in der Generalversammlung ist also eine formelle *conditio sine qua non* der Beherrschung der Aktiengesellschaft. Dem industriellen Aktiengesellschaftsgründer — Typus eins — macht das keine Sorge. Wahrscheinlich besitzt er selbst mit seinen Freunden die Mehrheit der Aktien und wenn etwas daran fehlen sollte, so braucht ihn das in der Regel auch nicht zu beunruhigen. Aktionäre einer gut, d. h. im eigenen Interesse geleiteten Gesellschaft sind nicht geneigt, sich um eine oppositionelle Standarte zu scharen. Nur in einem Falle müßte unser Mann auf der Hut sein; wenn eine finanzkräftige Gruppe

existiert für unseren von vorneherein mit der Finanz liierten Industriellen natürlich nicht. Es kommt dazu, daß der Finanzier seinen Wünschen gerne folgen wird, da sie ihm selbst Gelegenheit geben reichlich zu verdienen. Die Folge ist, daß Wirtschaftszweige, in denen der finanzielle Industriepolitiker herrscht, im ganzen eine größere Neigung zur Erweiterung und Ausgestaltung, stärkerer Inanspruchnahme des Kapitalmarkts und — Überproduktion zeigen müssen, als andere. Der auf den Schultern des Finanziers stehende Captain of Industry ist der Hauptschuldige an der außerordentlichen Knappheit, die den Weltgeldmarkt nun schon fast zwei Jahre lang charakterisiert, und es ist sehr wahrscheinlich, daß er uns auch in Zukunft noch manchen hohen Reichsbanksatz bescheeren wird.

hinter der Kontrolle über die Gesellschaft her wäre und durch Gewährung hoher Preise die Aktien der Außenstehenden an sich brächte. In solchem Falle gibt es natürlich Krieg, bei dem, wie bei jedem Krieg, der siegt, der den letzten Louisdor in der Tasche hat. Davon abgesehen wird das Majoritätsprinzip dem Aktiengesellschaftsleiter dieser Gattung wenig Kopfzerbrechen machen.

Ebensowenig hat die Frage zunächst für die finanziellen Gründer besondere Bedeutung. Solange er selbst an der Gesellschaft interessiert ist, verfügt er auch über ein entsprechendes Stimmmaterial und wenn seine Interessen abgestoßen sind, dann ist es für ihn ja auch nicht mehr sonderlich wichtig, Einfluß in derselben zu behalten. In der Regel wird dieser übrigens gar nicht in Gefahr sein; wir wissen bereits, daß die nicht dauernd organisierten Aktionäre gänzlich regierungsunfähig sind.

Anders bei einem „System“; es sei nun, wie gesagt, spekulativ oder industriell oder beides. Hier handelt es sich darum, eine größere Anzahl von Aktiengesellschaften mit geringer Kapitalbeteiligung an jeder einzelnen regieren zu können — ein rein technisches Problem, wie man sieht. Immerhin hängen die Entwicklungsmöglichkeiten des Systems in stärkstem Maße von seiner Lösung ab. Denn das ist einleuchtend: je geringer die Kapitalsquote ist, deren Besitz zur Beherrschung der Aktiengesellschaft in diesem formalen Sinne genügt — natürlich ohne die Sicherheit dieser Herrschaft zu beeinträchtigen — desto umfassender kann bei gleicher Größe der in den Händen der regierenden Gruppe verfügbaren Mittel, das „System“ sein, desto mehr und desto größere Gesellschaften lassen sich dem gemeinsamen Zwecke koordinieren, desto stärker werden also die spekulativen und industriellen Möglichkeiten, auf die es abgesehen ist, gesteigert.

Das einfachste Verfahren besteht darin, daß man sich auf die wiederholt erwähnte Tatsache der Regierungsunfähigkeit zersplitterter, nicht dauernd organisierter, mit den Betriebsnotwendigkeiten nicht vertrauter, in der Regel mit anderen

Interessen und Sorgen als die Leitung der Aktiengesellschaft beschäftigter Aktionäre verläßt. Die Mehrheit wird dadurch gebildet, daß man dem eigenen relativ kleinen Aktienbesitz noch die Stimmen jener Aktien hinzufügt, über die man als Pfand für zum Erwerb derselben gewährte Darlehen Verfügung besitzt und daß man auch von anderen Aktionären, soweit man mit ihnen in Verbindung treten kann, Stimme oder Vertretungsvollmacht verlangt. Das ist die Methode, nach der bei den meisten finanziell regierten Aktiengesellschaften Deutschlands die Generalversammlung arrangiert wird; in der Regel genügt sie, um eine „erdrückende Majorität“ zu bilden — selbst dann, wenn sich im abgelaufenen Jahre unangenehme Dinge für die Gesellschaft ereignet haben sollten¹.

Liefert diese Methode nun aber auch für den Normalfall durchaus genügende Resultate, so fehlt ihr doch die absolute Sicherheit. Sie versagt eben in dem Augenblick, wo eine andere finanzkräftige Gruppe sich anschickt, die Kontrolle der Gesellschaft zu erwerben. Diese andere Gruppe kann sowohl die verpfändeten als die von der bisherigen Leitung bloß vertretenen² Aktien kaufen und so die

¹ Bei den oberschlesischen Kokswerken wurde 1905 ein großer Unterschleif entdeckt; der Schaden der Gesellschaft betrug etwa 700 000 M. In der folgenden Generalversammlung lehnte der Präsident des Aufsichtsrates — ein Berliner Großbankdirektor — jede Verantwortlichkeit dieser Körperschaft ab, da eine Überwachung in diesem Sinne nicht zu ihren Funktionen gehöre. Er wies darauf hin, daß von 6 729 000 M. Aktienkapital, das in der Versammlung abstimme, etwa 6,7 Millionen — also über 99 % — „der Verwaltung zur Vertretung überlassen sei“. Berliner Börsen-Courier vom 27. April 1906

² Neuerdings hat man in Amerika versucht, sich im Kreise der eigenen Angestellten zuverlässige, ergebene Aktionäre, mit deren Stimmen man sicher rechnen kann, zu schaffen. Die Angestellten der United States Steel erhielten die Aktien gegen Ratenzahlungen. Um sie zum Behalten derselben zu veranlassen und auch um sie an die Unternehmung selbst zu fesseln, wurden ihnen Extraprämien versprochen, die sie erhalten sollten, wenn sie nach fünf Jahren noch

Mehrheit und damit die Herrschaft der Aktiengesellschaft auf ihre Seite bringen; die bisher kontrollierende Gruppe kann das nur dadurch verhindern, daß nun auch sie ihren Aktienbesitz vermehrt und die Mehrheit der Aktien wirklich an sich bringt, bevor die Gegenpartei dieses Ziel erreicht. Die Methode zwingt also bei ernstem Angriff zu einer Schlacht, die ebenso kostspielig — die um die Aktien kämpfenden Parteien treiben sich natürlich gegenseitig den Preis derselben in die Höhe — wie unsicher ist. Das Hibernia Beispiel hat gezeigt, wie man unter Umständen mit großen Kosten und ohne volle Sicherheit des Erfolges um eine Gesellschaft kämpfen muß, die man bloß mit Hilfe entlehnter und abgeleiteter Rechte beherrscht. Der Verlust eines wichtigen Gliedes aber kann das ganze System ins Wanken bringen oder doch zumindest seine Wirksamkeit wesentlich beeinträchtigen. Bei der Hibernia affaire beispielsweise fürchtete man, daß durch den Verlust dieser Gesellschaft das industriepolitische System, welches durch das Kohlensyndikat repräsentiert wird, in der Durchführung seiner Absichten gehemmt werden könnte.

Es galt also Methoden zu finden, die diese Unsicherheit beseitigen, die es ermöglichen, mit einem relativ kleinen Aktienbesitze dauernd auszukommen, ohne in die Gefahr des Verlustes der Kontrolle geraten zu können. Diese Methoden sind vor allem in Amerika in größter — Deutschland weit überlegener — Vollendung ausgebildet worden. Nur in geringem Ausmaße haben sie vorläufig bei uns Nachahmung gefunden — zum Teil stellen sich einer solchen auch gesetzliche Hindernisse entgegen.

Ich möchte fünf Hauptmittel anführen, durch die der amerikanische Finanzmann die Verbilligung der Aktiengesellschaftskontrolle erreicht, ohne deren Sicherheit zu schmälern: die möglichste Ersetzung stimmberechtigten durch stimmloses Kapital, die Kreierung von Aktien mit

in den Diensten der Gesellschaft stünden und im Besitze der Aktien wären. Financial and Commercial Chronicle Bd. 76 S. 2, 51.

hohem Stimm-, aber sehr geringem Kostenwert, die mittelbare Kontrolle — vor allem durch holding companies oder durch ein ganzes System solcher, die möglichste Heranziehung fremder Gelder in Darlehnsform als Unterlage für den Aktienbesitz, endlich das eigentümliche und juristisch etwas zweideutige, ökonomisch aber gänzlich eindeutige Gebilde des voting trust. Von allen diesen technischen Mitteln wird in Deutschland nur das vierte — die möglichste Heranziehung fremder Gelder als Unterlage des Aktienbesitzes — in nennenswertem Ausmaße verwendet.

Zunächst wird dem europäischen Leser der Bilanzen großer amerikanischer, finanziell regierter Aktiengesellschaften, die für seine Begriffe außerordentliche Höhe der bonded indebtednes, des Obligationenkapitals auffallen. Die „funded debt“ erreicht häufig den dritten Teil, ja die Hälfte des ganzen Kapitals und ist bei den sogenannten holding companies sogar regelmäßig größer, oft viel größer als der Stock. Am stärksten aber tritt die bonded indebtedness in ihrem Verhältnis zum Gesamtkapital freilich bei den Eisenbahnen in den Vordergrund und von diesen hat auch die Methode ihren Ausgang genommen. Und das kam so. Die größten amerikanischen Eisenbahnen waren sämtlich von Leuten gebaut worden, die an alles andere eher glaubten, als daß diese in die kaum erschlossene Wildnis — das Wirtschafts- und Kulturleben Nordamerikas beschränkte sich damals auf die wenigen Städte des Ostens — vorgeschobenen Linien sich jemals rentieren würden. Sie wurden gebaut, weil der einzelstaatliche Patriotismus darauf hinarbeitete, die Regierung Landschenkungen machte, und weil man glaubte, daß sich an der Sache schließlich doch etwas verdienen ließe — freilich nicht durch den Betrieb, wohl aber durch den Bau. Gebaut wurde — ähnlich wie seinerzeit in Europa — in Generalentreprise; eine Anzahl von Leuten vereinigten sich zu einer construction company, die die Ausführung übernahm. Die construction company hatte zwei Ziele; einmal den Bau möglichst hoch zu berechnen — es wurde, wie bei uns auch, eine fixe Summe per Meile vereinbart —,

dann aber auch, sich nur in Papieren bezahlen zu lassen — von Barzahlung konnte natürlich keine Rede sein — die leicht und ohne Verlust verwertet werden konnten. Sie überkapitalisierten also die Bahn — der Bauprofit des Credit Mobilier of America, der construction company der Union Pacific soll $27\frac{1}{2}\%$ der Anlagekosten betragen haben — und sie suchte sich so weit als möglich in Obligationen bezahlt zu machen, weil sie nicht hoffen konnte, Aktien bei der herrschenden geringen Meinung über die Rentabilität der Bahn zu guten Preisen loszuschlagen. Als die Union Pacific fertig gebaut war, hatte sie so ein Obligationenkapital von annähernd 74 Millionen Dollars, während an stock im ganzen nur 36,7 Millionen Dollars ausgegeben waren. Und dieses Verhältnis wiederholte sich bei allen Pacific Bahnen¹.

Für diejenigen, die später die Kontrolle jener Bahnen erwarben, war diese Situation sehr angenehm, da sie sich um die stimmlosen Bonds nicht zu kümmern brauchten und bloß eine Mehrheit der wenigen und in der Regel gering bewerteten Aktien in ihren Besitz zu bringen hatten. Die Bondholders selbst freilich erlebten schwere Enttäuschungen. Bei der Überkapitalisierung der Bahnen und dem starken Vorwiegen der Bonds im Gesamtkapital konnten natürlich nicht alle diese Obligationen von gleicher Güte sein. Nachdem die erste Hypothek vergeben war, mußte man mit der zweiten vorlieb nehmen — die sogenannten General- oder Consolidated Mortgage Bonds, die auch in Europa vertrauensselig genommen wurden — und war auch diese in Anspruch genommen, so kam man zu bonds, die ihren Namen führten, wie *lucus a non lucendo*, Bonds, die sich auf gar keine Hypothek mehr stützen konnten und nichts anderes als Aktien ohne Stimmrecht waren — die sogenannten income bonds². Die Folge waren häufige Bankrotte und zahlreiche

¹ Vgl. Journal of Political Economy, Vol. II, S. 430 ff.

² Von 29 Income Bonds-Serien, die 1890 an der New-Yorker Börse gehandelt wurden, zahlten bloß sechs Dividenden. Meade in den Annals of American Academy XVII, S. 235.

Rekonstruktionen, bei denen die ungenügend oder gar nicht organisierten Obligationenbesitzer — besonders die europäischen — schwere Einbußen erlitten¹.

Die Methode, durch reichliches, stimmloses Obligationenkapital die Herrschaft über die Aktiengesellschaft zu ökonomisieren, hat aber — abgesehen davon, daß sie, wie gesagt, das wirtschaftliche Gleichgewicht der Gesellschaft ständig bedroht — noch einen anderen erheblichen Nachteil; sie schränkt die Gewinnstmöglichkeiten des Finanziers ganz

¹ In den siebziger und achtziger Jahren sind die großen amerikanischen Bahnen, wie schon oben angedeutet wurde, wesentlich als spekulative „Systeme“ verwaltet worden. Die Konzentration der Linien, die nie über ein relativ bescheidenes Maß hinausging, stand unter spekulativen, nicht unter verkehrspolitischen Gesichtspunkten, die sinnlose Konkurrenz, die das staatliche Verbot des pooling (1887) (Zusammenwerfen der Gewinne) nur verstärkte, richtete Verheerungen in den Einnahmen an, die technische Ausgestaltung wurde vernachlässigt, und während die leitenden Kreise, für die jeder die Bahn treffende Zwischenfall Gelegenheit zu einem Börsenmanöver bot, immer reicher wurden, erlebten die anderen Aktionäre und die Bondholders eine Enttäuschung nach der anderen. Die wirtschaftliche Depression zu Beginn der neunziger Jahre brachte eine ganze Reihe größerer Systeme in die Hände des Receivers. Die Untersuchung ihrer Situation ergab, that the bankrupt roads were greatly overcapitalized, that their bonds were improperly secured, that their traffic agreements and leases were often a burden rather than a help and that in many cases they had been badly, even fraudlently managed. (Meade, *Annals of Americ. Academy* XVII, S. 205). — Seit der zweiten Hälfte der neunziger Jahre ist hier eine entschiedene und wesentliche Besserung eingetreten. Verkehrs- und exportpolitische Gesichtspunkte sind maßgebend geworden. Die Konzentration ist aufs Äußerste vorgeschritten, die technische Ausgestaltung der Linien ist mit großem Eifer betrieben worden, die Tarifrivalitäten sind durch weitreichendste Interessengemeinschaften beseitigt worden. Die alte Unsicherheit der Bonds hat ziemlich aufgehört und die Aktien der größeren Systeme bringen langsam steigende, stetige Dividenden. Dies vor allem zeigt, daß die gegenwärtigen Leiter der amerikanischen Bahnen sich vor allem als Industrielle betrachten und an ihren Systemen selbst interessiert sind; daß sie auch Emissions- und Spekulations-

bedeutend ein. Obligationen sind nüchterne Anlagewerte, keine Phantasiepapiere, ihre Aussichten und ihre Kursentwicklung sind von vornherein begrenzt, sie lassen sich auch in den gläubigsten und kauflustigsten Zeiten nicht wesentlich hinaufwirbeln und man kann daher an ihrer Emission anständig, sogar reichlich, aber nie so außerordentlich verdienen, wie an in einem Boom emittierten Aktien. Der vor allem Emissionsgewinn suchende Finanzier kommt da nicht recht auf seine Rechnung¹.

Den höchsten Beifall des Finanzmannes dagegen muß die zweite Methode finden, die wir kurz als die des common share bezeichnen können. Sie besteht darin, daß, nachdem die Gesellschaft auf Grund einigermaßen exakter und vorsichtiger Berechnungen kapitalisiert ist, eine dem so be-

gewinn nicht verschmähen, soll natürlich nicht gelehnet werden; sie müßten ja ihre finanzielle Abstammung verleugnen, um das zu tun.

¹ Die amerikanische Finanztechnik kennt außer den bonds auch stimmlose Aktien. Ein Beispiel solcher haben wir in den — gegenwärtig nur mehr selten vorkommenden — income bonds bereits kennen gelernt. Heute sind bisweilen die Vorzugsaktien nicht stimmberechtigt, solange sie ihre Dividende erhalten; so beispielsweise beim Tabaktrust. Dessen Kapitalisierung sei übrigens als Illustration unserer Ausführungen hierher gesetzt (nach Comm. & Fin. Chr. v. 79, S. 1025):

rund 56 Mill.	6 % Bonds,
„ 78,7 „	4 % „
„ 80 „	preferred stock,
zus. rund 214,7 Mill.	nicht stimmberechtigtes Kapital
und „ 40 „	stimmberechtigter common shares

(in festen Händen).

Gegen ein übermäßiges Vorwiegen der festverzinslichen Obligationen in der Kapitalisation ist übrigens neuerdings in Missouri ein Gesetz erlassen worden, das eine bestimmte Höchstrelation zwischen indebtedness und stock vorschreibt. F. a. C. Chr. v. 84, S. 1488.

Die „Deutsch-Amerikanische Petroleumgesellschaft“, Rockfellers deutsche Hauptagentur, besitzt ein Kapital von 30 Millionen Mark; davon sind aber nur 9 Millionen stimmberechtigte Aktien, der Rest von 21 Millionen besteht aus stimmlosen „Genußscheinen“. F. a. C. Chr. v. 85, S. 217.

rechneten Aktienkapital in der Regel nominal gleiche weitere Aktienmasse gedruckt und als bonus unter die bei der Gründung Beteiligten gratis verteilt wird. Diese „Aktien“, die man common shares nennt, während die die eigentliche Kapitalisation der Gesellschaft bildenden nun preferred shares heißen, sind zunächst nichts anderes als zu Papier gebrachter und in Anteile zerschlagener Optimismus. Häufig sind sie nicht einmal das, häufig glauben die Gründer selbst nicht daran, daß diese Aktien jemals einen höheren Wert repräsentieren könnten, als den eines Stücks bedruckten Papiers. Jedenfalls aber können diese Aktien, denen die „Vorzugsaktien“ bis zu einem gewissen, in der Regel gar nicht niedrigen Satze — sehr oft erhalten die commons erst nach Auszahlung einer 7%igen Dividende auf die pfeils etwas — vorgehen, nur wertvoll werden, wenn sich die Erwerbsfähigkeit der Gesellschaft sehr stark entwickelt. Bis in die letzten Jahre war die Zahl der dividendenzahlenden Common Shares eine sehr geringe. Doch beginnt sich auch hierin ein Umschwung zu zeigen.

Der Common share fällt also den Gründern gratis — als bonus, wie der übliche Ausdruck lautet — zu. Diese versilbern nun zum Teil die Hoffnung, welche der common stock repräsentiert — in kauf lustigen Zeiten lassen sich auch ziemlich aussichtslose commons zu 20—30 % emittieren — zum anderen behalten sie ihn als Mittel, die Gesellschaft zu kontrollieren; denn obwohl der common share die Herren gar nichts kostet und auf dem Markte um 20, oft um 10 oder 15 % des Nominales zu haben ist, besitzt er doch dessen vollen Stimmwert. Und von diesem Gesichtspunkte aus gehört er in unser System.

Aber auch der common share hat seinen dunklen Punkt. Selbst unter günstigen Umständen liefert er nämlich ge-

¹ In der Regel sind die Vorzugsaktien auch „kumulativ“, d. h. sie haben Anspruch auf Nachzahlung aus späteren Einnahmen für jede nicht vollständig bezahlte Dividende. Würde man die pfeils nicht so ausstatten, so wären sie wieder bonds ohne die Rechte solcher, und an ihrer Emission wäre nicht viel zu verdienen.

wöhnlich eine Zeitlang kein Erträgnis — es dauert in der Regel einige Jahre, bis die earning capacity sich so weit hebt, um auch für dieses zweitgeborene Kind etwas übrig zu lassen. Vermeiden läßt sich das nur, — abgesehen von außergewöhnlichen Konjunkturen (einer solchen hatte sich der Stahltrust unmittelbar nach seiner Gründung zu erfreuen), indem man von der oben geschilderten Kapitalisierungsmethode abgeht — dann hört aber der common share auf, bonus und besonders wohlfeil zu sein.

Diesem Übelstande abzuhelfen, ist der voting trust geeignet. Das Verfahren besteht darin, daß man sich, gleich bei der Gründung oder Rekonstruktion für die Zeit der Ertragslosigkeit der commons selbst das Mandat überträgt, ihr Stimmrecht auszuüben, auch wenn sie veräußert werden sollten. Mit anderen Worten, man macht diese Aktien — bisweilen geschieht das übrigens auch bei preferred shares — für die Zeit ihrer Ertragslosigkeit stimmlos und überträgt sich selbst das Stimmrecht. Während dieser Zeit entfällt also die Notwendigkeit des Aktienbesitzes für die Beherrschung der Gesellschaft. Ist dann der Zeitpunkt gekommen, wo sie dividendenreif werden, dann kauft man langsam eine Mehrheit auf — wobei man sich natürlich hütet, die Leute allzufrüh auf jene Tatsache zu stoßen — eröffnet die Dividendenzahlung und beendet den voting trust. Der Vorteil besteht darin, daß man die common shares erst kurz vor Beginn ihrer Ertragsfähigkeit zu erwerben braucht, also das Brachliegen der Kapitalien vermeidet. Die Methode ist von Morgan bei mehreren von ihm in den neunziger Jahren rekonstruierten Bahnen angewendet worden. In den ersten Jahren wurden alle Einnahmen zu betterments und improvements verwendet — die Leitung hatte ja dank dem Voting Trust kein Dividendeninteresse — und so konnte die Grundlage für regelmäßige und stetige Common share Dividenden geschaffen werden¹.

¹ Anders zu verstehen ist der bekannte voting trust der Pure Oil Cie. Hier sind eine Anzahl kleiner Aktienbesitzer, die un-

Das System der mittelbaren Kontrolle durch holding companies ist wiederum zuerst bei den Eisenbahnen angewendet worden¹; heute ist es auch auf dem industriellen Gebiete häufig. Da man bloß eine Majorität des stimmberechtigten Kapitals der holding company — die ihrerseits wieder nur eine Majorität des stimmberechtigten Kapitals der Gesellschaft, auf die es eigentlich abgesehen ist, braucht — zu erwerben hat, ist die Kontrolle so mit geringeren Mitteln als ohne dieses Zwischenglied möglich. Schematisch: die zu beherrschende Gesellschaft habe ein stimmberechtigtes Kapital von einer Million, fünfzig Prozent genügen zur Kontrolle. Bei unmittelbarer Beherrschung ist also eine halbe Million nötig, bei mittelbarer durch eine holding Company nur eine viertel. Durch entsprechende Kombination mit den anderen Methoden — starkes Obligationenkapital, common shares, — lassen sich außerordentliche Resultate erzielen. Wenn das Kapital unserer schematischen holding company beispielsweise aus 300 000 Bonds und 200 000 Aktien einer Kategorie besteht, genügen 100 000 zur Kontrolle, werden zu den 200 000 Aktien, die also nun prefs sind, auch nur 100 000 gleich stimmberechtigte commons gefügt, dann wird die Kontrolle, da außer den geringwertigen commons nur noch 50 000 prefs erforderlich sind, noch wohlfeiler. —

Es leuchtet ein, daß die Wirksamkeit der Methode durch — „Hintereinanderschaltung“ könnte man sagen — einer Reihe von holding companies, also durch Vermehrung

abhängigen Ölproduzenten, vorhanden und es besteht die ständige Gefahr, daß diese sich durch hohe Preisangebote von scheinbar unabhängigen Elementen aus ihrem Besitze drängen lassen könnten, die sich schließlich als Agenten der Standard Oil entpuppten. An Versuchen dieser Art hat es ja nicht gefehlt. Vgl. Report of Industrial Commission I, S. 108 ff.

¹ Die erste eigentliche holding company, die „Oregon & Transcontinental Cie.“, wurde von Henry Villard gegründet, um die Oregon-Linien mit der Northern Pacific zu vereinigen. Vgl. seine „Lebenserinnerungen“ S. 437 ff.

der die Herrschaft vermittelnden Zwischenglieder erheblich gesteigert werden kann.

Die Heranziehung fremder Gelder in Darlehnsform als Unterlage für den Besitz der kontrollierenden Aktien ist, wie gesagt, auch in Deutschland einigermaßen durchgeführt worden. Die wichtigste Form, in der diese Heranziehung geschieht, ist die des Bankdepositums. Zur Illustration seien einige Ziffern über die Entwicklung der Trustgesellschaften des Staates Newyork (nach Financial and Commercial Chronicle v. 77 p. 293 f.) angeführt. Diese Trustkompanien, deren Aktivgeschäfte nur loans on collaterals und eigener Erwerb von stocks und bonds bilden, haben regelmäßig ein sehr geringes Kapital — fast nie über eine Million — das von dem Betrage der Depositen nicht selten um das fünf-, sechs-, ja zehnfache übertroffen wird.

	Depositen	Loans on collaterals	stock investments (in Millionen)
1. Januar 1891	211,3	166	47,1
1. Januar 1902	887,0	603	218,8
1. Januar 1903	823,7	554,9	219,3

Dagegen spielt die Anlage in Bonds und Mortgages begreiflicherweise keine große Rolle:

1891 17,5 1902 49,3 1903 52,3 Millionen¹.

Man hat häufig in den letzten Jahren — bald im Tone der Entrüstung, bald in dem der Bewunderung — auf die Tatsache hingewiesen, daß eine beschränkte Anzahl von Leuten — fast könnte man sie an den Fingern herzählen — einen überwiegenden Teil der amerikanischen Großindustrie und fast das ganze so ungeheuer ausgedehnte und verzweigte System der amerikanischen Bahnen repräsentiere. Und man

¹ Früher gehörten auch die Versicherungsgesellschaften dem „System“ an und stellten ihre Prämienreserven für den Erwerb von stocks zur Verfügung. Nach den bekannten Skandalen wurde jedoch diese Art der Anlage zunächst im Staate New York durch die sog. Armstrong laws (1906) verboten. Texas und Wisconsin folgten bald mit ähnlichen Gesetzen. Vgl. fin. and comm. Chronicle, v. 84, p. 1151.

hat mit einer gewissen scheuen Ehrfurcht die Milliarden aneinandergereiht, deren Wirken von jener Handvoll Menschen gelenkt wird. Die Tatsache wird weniger erstaunlich, wenn man erkennt, daß das technische Problem, mit einem Dollar hundert andere zu beherrschen, in den Vereinigten Staaten mit größerer Virtuosität gelöst ist als irgendwo sonst in der kapitalistischen Welt.

Drittes Kapitel.

Die Politik der Aktiengesellschaft.

Unter Politik verstehen wir die Grund- und Leitsätze zielstrebigen Handelns, unter Unternehmungspolitik daher die Grund- und Leitsätze, nach denen eine wirtschaftliche Unternehmung im Hinblick auf ihren Zweck — Überschußproduktion — durchgeführt wird.

Eine kapitalistische Unternehmung — andere gehen uns ja hier nichts an — besteht, wie wir bereits wissen, — formal und ganz allgemein betrachtet — aus einer Kette zweckmäßig aneinander geordneter Verträge verschiedener Art, deren Ziel die Produktion eines Überschusses — einmal oder periodisch — über das aufgewendete Unternehmungskapital bildet. Daraus folgt, wie wir ja gleichfalls schon wissen, von selbst, daß der Unternehmungserfolg von der möglichst geschickten und möglichst zweckbewußten Anordnung und Durchführung jener Verträge abhängt. Hier also ist Raum für Grundsätze zielstrebigen Handelns, für „Politik“. Aber nicht nur hier allein. Denn mit der Durchführung jener Verträge ist der Unternehmungszweck noch nicht voll erreicht. Es ist vor allem nötig, den erzielten Überschuß über das aufgewandte Kapital festzustellen — und das ist keine Arbeit, die sich im Zählen, Messen und Rechnen erschöpft; denn dieser Überschuß erscheint nicht nur in Geld, sondern auch in anderen Verkehrswerten und auch in solchen, die sich nicht rechnungs-, sondern bloß schätzungsweise auf Mark oder Dollars redu-

zieren lassen. Auch hier also, wie bekannt und wie wir noch des näheren sehen werden, Willkür — wenigstens in gewissen Grenzen — auch hier demnach die Möglichkeit zweckangepaßten Handelns. Es bleibt noch der letzte Akt, die Verwendung des disponiblen Überschusses. Er kann teils für die Unternehmung selbst zurückbehalten werden — um sie auf eine breitere Basis zu stellen oder um ihr bei künftigen widrigen Ereignissen als Stütze zu dienen —, zum anderen Teil wird er an die direkten Interessenten verteilt, was wiederum nicht gleichmäßig, sondern in verschiedenen Proportionen geschehen kann — soweit das Gesetz eine solche Ungleichmäßigkeit der Distribution zuläßt. Es ist ganz unbegreiflich, daß ein sonst so tüchtiger Aktienpraktiker wie Hecht¹ behaupten konnte, „die Festsetzung der Dividende sei nichts anderes als ein einfaches Rechenexempel.“

Es ergibt sich so ganz zwanglos eine Dreigliederung der aktiengesellschaftlichen Politik in Geschäfts-, Bilanz- und Verteilungspolitik. Systematische Rücksichten zwingen uns, diese drei Glieder getrennt und nacheinander geordnet zu betrachten. Es darf aber nicht vergessen werden, daß sie eng zusammenhängen, gleichen Zwecken dienen und in jedem konkreten Einzelfalle zu voller Einheit verschmelzen.

Es gibt Aktiengesellschaften, die man — nach berühmtem Beispiel — glücklich preisen könnte, weil sie keine Geschichte haben. Ich habe von ihnen bereits gesprochen; es sind jene Gesellschaften, die in ihrem Charakter Privatunternehmungen ganz nahe stehen und wie solche geleitet werden — also der erste Fall unserer theoretischen Analyse. Die Frage nach ihrer Geschäftspolitik — mit dieser wollen wir uns zunächst beschäftigen — fällt mit der Frage nach der Geschäftspolitik der Unternehmung schlechthin zusammen — also: Zweck: Er-

¹ Hecht, Börsen- und Aktienwesen, S. 114.

Steinitzer, Aktiengesellschaft.

zielung des größtmöglichen Gewinns, Mittel: möglichste Herabdrückung der Lasten (Ausgaben), möglichste Steigerung der Vorteile (Einnahmen). Über das wie dieses Mittels mehr zu sagen, ist hier nicht der Ort; die Unternehmung schlechthin ist ja nicht das Objekt unserer Untersuchung. Die Sache ist auch, selbst wenn man von den zahlreichen Detailunterschieden bei den einzelnen Wirtschaftszweigen absieht, keineswegs genug geklärt, um in ein paar knappen Ausführungen dargestellt werden zu können. Beispielsweise: Ob die Herabdrückung der Ausgaben besser dadurch gelingt, daß man die Arbeitslöhne möglichst knapp und die Arbeitszeit möglichst lang hält oder dadurch, daß man durch Verkürzung dieser und Erhöhung jener die Produktivität der Arbeit steigert, das ist eine Frage über die Einhelligkeit zwar einigermaßen in der Wissenschaft, aber keineswegs noch in der Praxis herrscht. Ob die Einnahmen wirksamer durch angestrengteste Qualitätskonkurrenz — der alte Glaube — oder durch Ausschaltung aller Konkurrenz — der neue Glaube — erhöht werden, ist gleichfalls eine Frage, für die das konkrete Leben nebeneinander diametral entgegengesetzte Antworten bietet. Indeß das ist glücklicherweise nicht unsere Aufgabe. Die beginnt erst da, wo sich die Aktiengesellschaftspolitik als solche von der Politik der Unternehmung schlechthin sondert, wo sie — aus den bereits erörterten ökonomischen Eigentümlichkeiten der Aktiengesellschaft heraus, eigene Blüten treibt.

Diese Eigentümlichkeiten haben, wie wir wissen, ihre Wurzel in der die Aktiengesellschaft ökonomisch charakterisierenden Nichtidentität von Unternehmungsleitern und direkten Unternehmungsinteressenten. Schon die bisherige, so wenig systematische und im ganzen so wenig ergiebige Aktiengesellschaftsliteratur hat aus jener Tatsache immerhin eine allgemeine Folgerung gezogen. Das ist die immer wiederkehrende Behauptung, die Leitung einer Aktiengesellschaft sei weniger geschickt und weniger tatkräftig als die einer Privatunternehmung, denn jener fehle „das

Auge des Herrn“¹. Es ist auch ganz unleugbar, daß in dieser Behauptung ein gutes Stück Wahrheit steckt, sonderlich dann, wenn die Leiter der Aktiengesellschaft nur ein geringes Dividendeninteresse haben, weil sie nur einen kleinen Teil des Aktienkapitals repräsentieren. Durch zweckmäßige Organisation der Leitung läßt sich dieser Nachteil übrigens zu einem großen Teile wieder wett machen — wie wir noch des Näheren sehen werden. Wichtiger als diese negativen sind aber — wie schon früher gelegentlich angedeutet — die positiven Folgen des geringen Dividendeninteresses der Leitung. Einmal das Bestreben, den ihr zufließenden Gewinnanteil auf Kosten der Dividende zu vergrößern — davon bald bei der Verteilungspolitik; dann aber auch die Versuche, den eigenen Gewinn zu mehren, indem man die Aktiengesellschaft mit anderen — eigenen — Interessen in Konnex bringt. Theoretisch ist all das im vorigen Kapitel erschöpfend behandelt worden.

Der einfachste Fall solchen Konnexes ist das, was man in der Praxis als „Geschäfte der Gesellschaft mit der Verwaltung“ bezeichnet. Das wesentliche Charakteristikum aller dieser Geschäfte ist: Leistungen der Gesellschaft an die Verwaltung (oder einzelne ihrer Mitglieder oder in Verbindung mit solchen stehende Wirtschaftssubjekte) werden zu niedrig, Leistungen der Verwaltung usw. an die Gesellschaft zu hoch bezahlt. Die Sache beginnt mit der Gründung der Gesellschaft, bei der ihr unter Umständen die Unternehmungsbestandteile — Grundstücke, Fabrikanlagen, Material — viel zu teuer verkauft werden, die sogenannte Überwertung der Apports, für die sich in der Literatur der siebziger Jahre die Beispiele massenhaft häufen² und die trotz strengerer gesetzlicher Bestimmungen auch heute noch oft genug vorkommt. Ebenso wird häufig die Leistung des Promoters durch übermäßige Gründungsprovisionen, die der

¹ Vgl. beispielsweise Oechelhäuser, Die Nachteile des Aktienwesens, S. 5 ff.

² Vor allem Glagaus Gründungsschwindel I und II, passim.

Finanziers durch sehr niedrige Begebungskurse, die Raum für einen außerordentlichen Emissionsgewinn lassen, überzahlt. All' das kann sich bei jeder Neuemission, jeder Obligationenausgabe, jedem Erwerb neuer Anlagen in analoger Weise wiederholen. Bankierdienste der Verwaltung selbst oder ihr nahestehender Finanzhäuser werden durch die Gewährung übnormaler Zinsen oder außerordentlicher Provisionen überwertet. Daß die österreichische Südbahn zu einer Zeit 9 % für ein vom Präsidenten ihres Verwaltungsrates gewährtes Darlehen bezahlte, während sie Obligationen zu 6 % hätte ausgeben können, ist in anderem Zusammenhange bereits angeführt worden. „Mr. Pearson, who acted as banker for the National Shear Company testified, that he was to receive 30 000 \$ in preferred stock and 228 000 \$ in common stock for discounting the notes of the company to the amount of 200 000 \$ and continuing this rediscounting for a period of 18 months“¹. Der neue Bericht der Interstate Commerce Commission über die Harriman-Bahnen weist nach, daß von den Harriman-Leuten bei der Reorganisation der Chicago- und Alton-Eisenbahn durch außerordentlich niedrige Begebungskurse enorme Emissionsgewinne gemacht worden sind — an nüchternen Obligationen nebenbei, nicht an phantasievollen Gambings. — Wie teuer die Aktiengesellschaft manchmal von „ihren Leuten“ kauft, dafür ist gleichfalls bereits ein Beispiel gegeben worden: die Transaktion des Herrn Jay Gould, der Kansasaktien um 12 % erwirbt und sie al pari seiner Union anhängt. Das Exempel ist nicht das einzige aus Herrn Goulds reicher Praxis; er kaufte beispielsweise gelegentlich auch Denver Aktien zu 10 % und transferierte sie zu 100 an die Union².

Die Direktoren der amerikanischen „Distilling and Cattle feeding Company“ spekulierten in der einfachsten und sichersten Weise in den Aktien ihrer Kompanie, indem sie

¹ Report of the Ind. Commission I, S. 15.

² „Aktionär“ 1887, S. 484.

diese auf dem Markte kauften und sie, wenn sie nicht stiegen, zu einem höheren Preise der Gesellschaft verkauften. Das ist freilich ein Fall, bei dem das „Geschäft“ jene Grenzen überschreitet, hinter denen der reine, lichtscheue Betrug liegt — aber er ist sehr illustrativ. Da, wie es scheint, die ganze Verwaltungstätigkeit nach ähnlich trefflichen Methoden durchgeführt wurde, hatte der Receiver nur allzubald Gelegenheit, die erbauliche Tatsache ans Licht zu bringen¹. — Mißlungene oder nicht voll geglückte Spekulationen auf die Gesellschaft abzuladen, ist übrigens ein auch in Europa bekannter Kniff; nur sind exakte Belege leider sehr schwer beizubringen. Immerhin aus älteren Jahrgängen ein paar. Herr Sternberg, der bekannte oder einstmals bekannte „Oelheim“ Schwindler, ließ von der Vereinsbank seine eigenen 4 Millionen Mark Vereinsbank-Aktien mit Aufgeld zurückkaufen². Viel früher schon — zu Anfang der 50er Jahre — „nahm die Dessauer Kreditanstalt wertlos gewordene Einzahlungsscheine der Moldauschen Landesbank zum Vollwert in Zahlung, nachdem diese Scheine von der Clique des Verwaltungsrates an der Berliner Börse fast umsonst aufgekauft worden waren“³.

Diese Politik mag bis in die Sterbestunde der Aktiengesellschaft fortgesetzt werden, ja die Liquidatoren von anno 1873 haben bewiesen, daß sie gerade dann mit besonderem Erfolge betrieben werden kann. Diese Herren — von denen Neuwirth in seiner Geschichte der Wiener Krise häufig berichtet — waren in der Regel die früheren Verwaltungsräte der liquidierenden Aktienunternehmungen. Ihre Haupttätigkeit bestand darin, die Vermögensstücke der Gesellschaften, soweit sie wertvoll waren, zu Spottpreisen sich selbst zu verkaufen — und Forderungen der Gesellschaft an sie oder ihnen Nahestehende für uneinbringlich zu erklären⁴.

¹ Rep. of the Ind. Comm. I, S. 77.

² Jubiläums-Bericht der Frankfurter Zeitung, S. 553.

³ Ebenda S. 34.

⁴ Vgl. die Zitate aus der Wiener „Deutschen Zeitung“ bei Perrot, Das Aktienwesen, S. 197.

So gewann man doppelt und wieviel die Aktionäre der liquidierenden Gesellschaft schließlich herausbekamen, war ja nebensächlich, wenn man selbst nicht viele Aktien besaß. Diese Tätigkeit der „Liquidationshyänen“ — die freilich unhöfliche Leute mit dem Handwerke jener dunklen Gesellen verglichen, die bei menschenmordenden Katastrophen aufzutauchen pflegen, wenn die Tragödie zu Ende ist — soll unter Umständen ebenso einträglich gewesen sein wie die Gründung selbst¹.

Prinzipiell ist es nur ein unwesentlicher Unterschied, wenn neben oder an Stelle dieser Geschäfte mit der Verwaltung selbst Geschäfte mit Aktiengesellschaften treten, an denen jene in stärkerem Maße beteiligt ist. Im Jahre 1890 sanierte ein österreichisch-deutsches Bankkonsortium die notleidende Prag—Duxer Eisenbahn — wofür es sich nebenbei eine Provision von 1½ Millionen Gulden bezahlte. Kaum war die Sanierung unter erheblichen Opfern von seite der Aktionäre durchgeführt worden, da erschien der Aufsichtsrat der Prag—Duxer mit dem Vorschlage, die Bahn um einen Pappenstiel an die Dux—Bodenbacher Eisenbahngesellschaft zu verkaufen. Der Aufsichtsrat der Prag—Duxer war nämlich auch Aufsichtsrat der Dux—Bodenbacher und hatte die ganze Sanierung nur vorgenommen, um dieser den billigen Erwerb einer ordentlich in Stand gesetzten und schuldenfreien Linie, die als Konkurrenzbahn gefährlich werden konnte, zu ermöglichen. Die Fürsorge des Verwaltungsrates der Prag—Duxer für die Interessen der

¹ Ein pikantes kleines Stückchen, das diesem Zusammenhange angehört — gleichfalls der Geschichte von 1873 entnommen —, sei hier noch angeführt (Neuwirth l. c. S. 78 ff.). Die Verwaltungsräte der Kahlenbergbahn-Aktiengesellschaft, die auch im Verwaltungsrate der Maklerbank saßen, waren Aktien des ersteren Unternehmens „schuldig“. Um sich billig „decken“ zu können, beschlossen sie eine Kapitalserhöhung der Bergbahngesellschaft durch Neuemission von 20 000 Aktien, von denen 10 000 als alte (am Bezugsrecht der anderen partizipierend) der Maklerbank zu einem fixen, niedrigen Kurse überlassen wurden. Dadurch gewannen sie eine billige Deckung und außerdem den Agiogewinn des Bezugsrechtes.

Dux—Bodenbacher war außerordentlich, so dotierte er beispielsweise den Reservefond über die statutarische Höhe hinaus, weil er der übernehmenden Dux—Bodenbacher unentgeltlich zufallen sollte^{1 2}.

Werden so mehrere — enger zusammengehörende — Gesellschaften in Konnex gebracht, so gibt es, wie wir schon im vorigen Kapitel gesehen haben, verschiedene Möglichkeiten. Es kann das entstehen, was man gewöhnlich ein „Schachtelsystem“ nennt. In der Regel sind es mehrere Gesellschaften, in deren Mittelpunkt eine steht, an der die leitende Gruppe am stärksten interessiert ist und deren Vorteil nun bei allen Kontrakten jener Gesellschaften untereinander das Leitmotiv bildet³. Doch wird auch die unmittelbare Ausbeutung der Gesellschaften (Geschäfte mit der Verwaltung, siehe oben) — nicht verschmäht. Endlich kann jenes System von Gesellschaften gleichzeitig als spekulatives fruktifiziert werden.

Das Wesen einer solchen spekulativen Ausnutzung der Gesellschaftsherrschaft ist bereits im vorigen Kapitel kurz charakterisiert worden. Es setzt nicht notwendig die Schädigung dieser Gesellschaften voraus, da ja auch günstige Ereignisse spekulativ ausgenützt werden können — genau so wie ungünstige. Es müssen eben überhaupt nur Ereignisse da sein, die Kursschwankungen zur Folge

¹ „Aktionär“ 1891, S. 6277.

² In diesen Zusammenhang gehören auch die bisweilen vorkommenden Fusionen guter Unternehmungen, deren Interessen größtenteils abgestoßen sind, mit schlechten, bei denen das noch nicht der Fall ist. Ähnlich die Wiener „Kartelle“ von 1873.

³ Einen anderen Inhalt hatte beispielsweise das „Schachtelsystem“ der Trebergesellschaft, das übrigens zunächst als industrieller Komplex von Unternehmungen gegründet worden war. Hier wurden die Ergebnisse aller beteiligten Gesellschaften durch Kredit und Fälschung in die Höhe getrieben, um die Aktien derselben, deren Emission nur zu einem kleinen Teile gelungen war, ins Publikum zu bringen. Die Verwaltung bereicherte sich nicht auf Kosten der einzelnen Unternehmungen, sondern bloß auf Kosten der kreditierenden Bank.

haben. Deshalb ist das Charakteristikum solcher Gesellschaften die Unruhe, die fortwährenden Überraschungen die geräuschvolle Unstetigkeit ihrer Politik¹. Also häufige Erweiterungen, Beteiligungen, Fusionen, Leih-, Pacht-, Betriebsverträge — alles mit entsprechendem Börsenkommentar. Erwartete Dividenden werden — was ja freilich nicht in die Geschäftspolitik gehört — plötzlich zurückbehalten, unerwartete ausgeschüttet. Daß dieser Mangel ruhiger Einheitlichkeit auf die Dauer auch dem Unternehmungszwecke nicht förderlich sein kann, liegt auf der Hand². In praxi vereinigt sich übrigens, wie gesagt, die Methode häufig mit den Praktiken unmittelbarer Ausbeutung, die wir oben kennen gelernt haben. Manchmal freilich unterordnet sie sich auch höheren industriellen oder industriepolitischen Gesichtspunkten.

Diese industriellen oder industriepolitischen Gesichtspunkte gipfeln in der Koordination einer Reihe gleichartiger oder einander ergänzender, jedenfalls faktisch oder potentiell in Beziehung stehender Aktienunternehmungen zu einer quasi Gesamtunternehmung. Das Feld dieser Koordination kann klein oder groß sein, sie selbst locker oder straff.

Ich habe schon im vorigen Kapitel flüchtig angedeutet, daß die Interessen der verschiedenen Mitglieder der regierenden Gruppe nicht einheitlich orientiert sein müssen. Ein Teil derselben kann zu möglichster individueller Entfaltung der Unternehmung drängen, für den anderen tritt das Individualinteresse derselben gegenüber kollektiven Gesichtspunkten zurück, die sie nur als Glied eines größeren Ganzen betrachten. Auf jener Seite werden leicht die unmittelbaren, technischen Leiter der Gesellschaft stehen, auf dieser Finanzier und Finanzindustrieller. Die Ausgleichung dieser Differenz wird durch ein Kompromiß erfolgen, das

¹ Vgl. auch Biermer, Die neueste Bankkrise und das deutsche Aktienrecht, S. 16.

² Vgl. die Schilderung des „Wrecking“ weiter unten.

die divergenten Interessen auf einer mittleren Linie zusammenführt. Von der gegenseitigen Unentbehrlichkeit — finanziell und technisch — und von dem technischen Verständnis, mit dem die kollektiv interessierte Gruppe ihren Standpunkt geltend macht, wird es abhängen, nach welcher Richtung sich jene mittlere Linie neigen wird. Bei industrieller Koordination wird davon abhängen, ob diese Koordination lose oder straff ist. Besitzt der Finanzier die unbedingte Verfügung über die Generalversammlungsmehrheit, so wird er seine Wünsche soweit durchsetzen, als er sie technisch vertreten kann¹. Ist er gewissermaßen „industriell differenziert“, also Finanzindustrieller, so kann er eine sehr straffe Koordination auch gegen die Individualinteressen der Unternehmung erzwingen. Ist er dagegen von den unmittelbaren Unternehmungsleitern technisch abhängig, so können natürlich diese ihre etwaigen Individualgesichtspunkte besser zur Geltung bringen.

Bei kleineren industriellen Systemen wird die Koordination von vornherein eine straffere sein als bei größeren. Eine kleinere Zahl von Gesellschaften, eng zusammengehörig, unter einheitlichem Gesichtspunkte gegründet oder erworben, wird leicht in einen speziellen und regelmäßigen Zusammenhang gebracht werden. Ein Schulbeispiel sind, wie schon einmal erwähnt, unsere deutschen Elektrizitätskonzerne, die sich in vollster Anpassung und ungebrochener Harmonie um die Muttergesellschaft gruppieren oder gruppieren. Bei einer größeren Zahl von Unternehmungen dagegen, die nicht von vornherein enge zusammenhängen, die erst allmählich durch die Finanzierung in eine einheitliche Interessen- und Einflußsphäre gerückt sind, die man nicht schon im Hinblick auf eine solche Koordination gründete oder erwarb, sondern zunächst lediglich, um an den einzelnen Finanzgeschäften zu verdienen — da wird das Zusammenwirken a priori ein loseres sein.

Ein Beispiel deutlicher, aber loser und unvollkommener

¹ Vgl. hierzu auch im folgenden Kapitel (IV) S. 148, 9.

finanzindustrieller Koordination gibt die deutsche Montanindustrie. Die Verbände der deutschen Kohlen- und Eisenindustrien — sind — als Vereinigungen „selbständiger“ Unternehmungen betrachtet — die straffsten, die wir kennen; in der ganzen Kartellwelt werden sie an wohldiszipliniertem Solidarismus kaum erreicht, geschweige denn übertroffen. Diese Tatsache ist gar nicht voll verständlich, wenn man nicht an die kollektiv, nicht individuell interessierten Finanzkräfte denkt, die hinter der Szene die Drähte ziehen und die ihr Gesamtinteresse auch gegen den Vorteil der Einzelunternehmung zur Geltung zu bringen wissen. Auf diese im Hintergrunde wirkenden Kräfte muß man es zurückführen, daß Differenzen über die Beteiligungsziffern, die das Zustandekommen jedes gewöhnlichen Kartells wirklich selbständiger Unternehmer ausgeschlossen hätten, im Stahlwerksverbände in zwölfter Stunde plötzlich eine glatte Erledigung gefunden haben. In einem einzigen Falle — dem des Phönix — steifte sich die Verwaltung seinerzeit hartnäckig auf das Individualinteresse ihrer Unternehmung und ließ sich erst durch das Abstimmungsprotokoll belehren, wer eigentlich Herr im Hause sei. In diesem einen Falle mußten sich jene sonst hinter den Kulissen wirkenden Kräfte in das volle Rampenlicht bemühen und gegen eine offen widerstrebende Verwaltung die Gesichtspunkte ihres Kollektivinteresses zum Durchbruch bringen.

Vergleicht man nun aber diese so stramm disziplinierten Verbände der deutschen Montanindustrie — insbesondere also den Stahlwerksverband — mit den Interessengemeinschaften der elektrischen Industrie oder mit jenem System größtenteils von jeher eng llierter Werke, die später in der United States Steel Corporation vereinigt wurden — so wird ihr Zusammenhang locker und lose erscheinen. Jene zentralen, kollektiv interessierten Kräfte greifen zwar koordinierend ein, aber nur in entscheidenden Augenblicken — wenn ihr Gesamtinteresse in Gefahr ist — nicht regelmäßig und vor allem nicht einheitlich. Und deshalb wird man in den Statuten und in der Geschichte der deutschen Montan-

verbände neben einer tüchtigen Portion Solidarismus auch noch ein ganz erhebliches Stück Individualismus finden. Der Kampf um die Beteiligungsziffern, die Steigerung der B Produktion, die Hüttenzechen- und Zechenhüttenfrage, die Angliederung eigener Handelsfirmen — das alles ist scharfer Individualismus, der sich bisweilen schon drohend gegen die allgemeine Verbandspolitik erhebt. Die individuellen Gesichtspunkte der einzelnen Großunternehmung, vertreten von ihren besonderen industriellen Großinteressenten, die in der Regel die technische Leitung in der Hand haben oder doch entscheidend beeinflussen, und bis zu einem gewissen Grade begünstigt von dem mit jener Unternehmung speziell liierten Bankier, suchen sich immer stärker geltend zu machen. Ich habe schon vorhin von dieser Reaktion der Einzelunternehmung gesprochen. Da es nur die starke Großunternehmung sein kann, die ohne und gegen den Verband ihr Heil sucht — die kleine wird ja gerade durch ihn geschützt, — so führt jene Reaktion der (großen) Individualunternehmung durch die Fusion zum Trust. Dies so:

An der Montanindustrie sind heute alle deutschen Großbanken „beteiligt“ — direkt durch Aktienbesitz und indirekt als Gläubiger. Sie alle haben daher ein gemeinsames, einheitliches Interesse, daß es der Montanindustrie in toto gut gehe. Das Mittel dazu ist anerkanntermaßen der monopolistische Verband; daß der unter allen Umständen zusammenkomme, dafür wird gesorgt. Bis zu diesem Punkte herrscht also volle ungebrochene Einheit des Interesses, nicht aber weiter. Denn die Interessenverteilung ist bei den verschiedenen Finanziers, d. h. also bei den verschiedenen Großbanken verschieden. Wäre dem anders, wäre nur ein einziges, zentrales Finanzinteresse vorhanden, eine Großbank statt deren sechs oder sieben, so wäre das Prinzip der Koordination — von technischen Unterschieden zunächst abgesehen — einfach; wo die Interessenbeteiligung am stärksten, die größten Vorteile — konkrete Beteiligungsziffern, wo sie am schwächsten, die kleinsten. Das ist ja

theoretisch bereits auseinandergesetzt. — Nun wissen wir aber, daß jene finanzielle Einheit noch fehlt; es sind mehrere „Kollektivinteressenten“ mit verschiedener Interessenverteilung da, und das Resultat wird ein vorher gar nicht genau zu berechnendes, kompliziertes Kompromiß sein, bei dem die Gesichtspunkte aller in das System eingegliederten Gesellschaften in verschiedenem Maße zur Geltung gelangen.

Es tritt nun aber das industrielle „Gesetz des zunehmenden Ertrages“ bei der Montan-, insbesondere bei der Eisen- und Stahlindustrie mit besonderer Schärfe hervor. Nicht nur, daß die größten kapitalistischen, die „gemischten“ Betriebe viel billiger produzieren als die kleineren, kapitalschwächeren¹, sie produzieren auch selbst wieder um so billiger — und verdienen also um so mehr — je mehr sie produzieren können. Sie streben daher mit aller Kraft nach möglichster Erweiterung ihrer Produktion, um durch diese ihre Produktionskosten zu verringern und ihren Gewinn zu vermehren. Hier stoßen sie nun mit der Verbandspolitik der Syndikate zusammen, die aus eben erörterten Gründen — auch das Interesse der kleineren Werke wenigstens einigermaßen vertritt. Solange jene hinter dem Syndikat stehenden finanziellen Kollektivinteressen auch die gemischten Werke beherrschen, müssen sich diese — wie der Fall Phönix mit krasser Deutlichkeit gezeigt hat —, in das System einordnen und ihren Expansionstrieb dämpfen. Aber die Folge jener technisch-wirtschaftlichen Eigentümlichkeit bleibt eben doch das Erstarken individualistischer Tendenzen. Alles was wir oben als Symptome scharfen Individualismus angeführt haben: das Zerren an der Beteiligungsdecke, die Forcierung der B-Produktion, die Fusionen zwischen Zechen, Hütten und Stahlwerken, die Angliederung eigener Werkhändler, all das nimmt von den

¹ Vgl. Mannstädt, Konzentration in der Eisenindustrie; Jutzi, Die deutsche Montanindustrie auf dem Wege zum Trust; Heymann, Die gemischten Betriebe im deutschen Großeisengewerbe. Kapitel I und III.

stärksten, kapitalintensivsten Unternehmungen der Industrie und nur von diesen seinen Ausgang. Das Ziel ist schließlich — wie gesagt — die vom Interesse des einzelnen Großwerkes ausgehende Interessengemeinschaft und Interessenverschmelzung der Stärksten — der Trust¹.

Kehren wir nach diesem speziellen Intermezzo zu unseren allgemeinen Betrachtungen zurück. Eine Koordination gleichartiger Unternehmungen wird, da ja der größte mögliche Totalgewinn das Ziel ist, *ceteris paribus* die Konkurrenzvorteile oder vielmehr genauer die Vorteile der Konkurrenzbeseitigung, konkret die Produktionsquoten zugunsten jener Unternehmungen zu verschieben suchen, an denen die koordinierenden Kräfte am stärksten interessiert sind. Bereits im vorigen Kapitel wurde ein Beispiel an-

¹ Auch in der englischen Eisen- und Stahlindustrie, hinter der keine einheitlichen Finanzinteressen stehen, sind neuerdings Fusionen und Interessengemeinschaften aus technischen und kommerziellen Gesichtspunkten häufig, aber sie gehen vom Interesse der einzelnen Großwerke aus. Sie entsprechen vollkommen den innerhalb der finanziellen Interessengemeinschaft des Stahlwerkverbandes stattfindenden, individualistischen Gründen entspringenden Fusionen der gemischten Werke.

Die unmittelbare Ursache jener loseren Koordination ist also zunächst, wie oben angedeutet, die im einzelnen mangelnde Einheitlichkeit der finanziellen Interessen, die zu allseitigen Kompromissen zwingt. Daneben aber als allgemeines Moment — und das erklärt ja auch vor allem, warum jene Einheitlichkeit bei uns nicht in dem Maße hergestellt worden ist wie z. B. in Amerika, die relativ geringe industrielle Differenzierung des Finanziers in Deutschland. Die deutschen Großbanken sind eben nicht nur Finanziers und Finanzindustrielle, sondern auch Banken. Die industriepolitische Tätigkeit ist ihnen immer mehr durch den Gang der Entwicklung aufgedrängt, als von ihnen angestrebt worden. Wären sie Industriepolitiker amerikanischen Stils, dann hätten sie längst die kleineren Werke abgestoßen — oder völlig aufgesaugt und rekonstruiert oder stillgelegt; sie hätten die ganze Industrie in strammer, spezialisierender Anpassung um den Elitekern der großen gemischten Werke gruppiert; sie hätten — mit anderen Worten — selbst den Weg zum Trust beschritten, statt dies den in ihrer Expansion gehemmten und deshalb frondierenden Großwerken zu überlassen.

geführt, das der Leyland-Linie. Da der Shipping Trust oder vielmehr seine Machthaber an der Leyland-Linie nur mit einem controlling interest, an dessen anderen Gliedern aber voll interessiert waren, so war nichts natürlicher, als daß sie diese auf Kosten jener stärkten — eine einfache Rechnung ergibt die ratio.

Das ist aber nicht alles. Eine straffe industrielle Koordination kennt noch andere Mittel zur Steigerung des Totalergebnisses, Mittel die technisch auch der einzelnen Großunternehmung nicht fremd sind. Bei gleichartigen Gliedern sind diese Mittel: Spezialisierung (technisch und kommerziell; Absatzteilung), stärkere Entwicklung der technisch vorgeschrittensten und deshalb ergiebigsten, relative Zurückdrängung der minder ergiebigen Glieder. Bei einer einzelnen Großunternehmung sind diese Glieder bloß Betriebe, bei einem industriellen System von Aktiengesellschaften, wie wir es im Auge haben, selbständige Unternehmungen. Den Unterschied kennen wir: hier ist der Zweck — wenigstens vom Standpunkte der nichtregierenden Aktionäre selbständige Überschußproduktion, dort nicht. Daß dieser Gesichtspunkt der selbständigen Überschußproduktion zwar von der Leitung zurückgedrängt, aber doch nicht ganz eliminiert werden kann, wirkt unter Umständen koordinationshemmend. Wenn sich beispielsweise innerhalb des Systems zwei gleichartige Gesellschaften befinden, von denen die eine dank ihrer technischen Überlegenheit billiger produziert als die andere, so kann es — selbst bei gleicher Beteiligung an beiden — dem Interesse der das System regierenden Gruppe am besten entsprechen, das technisch rückständige Werk überhaupt stillzulegen und seine ganze Produktion dem technisch entwickelteren zu übertragen. Die Tatsache aber, daß jener technisch rückständige Betrieb eine selbständige Unternehmung mit selbständigen direkten Interessenten darstellt, macht es natürlich unmöglich, so weit zu gehen. Die industrielle Koordination wird deshalb nicht selten zur vollen Fusion, d. h. zur Ver-

einigung zu einer großen Einzelunternehmung, zur Verwandlung der selbständigen Aktienunternehmungen in bloße Betriebe, deren Einzelergebnisse, wie wir wissen, gleichgiltig sind. Bei diesen Fusionen, die ja auch erwünschte Gelegenheit zu Finanzierungsgewinnen bieten, sind Stilllegungen — d. h. also jetzt Stilllegungen von Betrieben — nichts Seltenes¹.

Noch enger kann die Koordination einander ergänzender Systemglieder werden. Gegenseitige technische Rücksichtnahme aufeinander, gegenseitige Bevorzugung in Preisen, Qualitäten, Lieferfristen usw. Ich führe einige Beispiele aus der amerikanischen Praxis an. Mr. Guthrie refers to the connection between the American Steel Hoop Cie., the National Steel Cie. and the American Tin Plate Company. The arrangement has brought together the greatest ability engaged in a variety of iron and steel industries and in this way all the branches are developed. Thus the National Steel Co., as a producer of raw material may agree to furnish a large quantity of steel at less than the ordinary price for the sake of enabling one of the other companys, to fill a large order or to secure some new foreign market“². „The separate Companies (dem System der Federal Steel angehörig) work in harmony, securing supplies from one another and to some extent adjusting their production so, as to make the total as economical as possible. Nevertheless the separate companies contract with one another as independant (?) corporations and do not always (!) give one another preference as compared with outside parties.“³. Auch hier kann die Tatsache, daß die einzelnen Glieder selbständige Unternehmungen mit eigenen direkten Interessenten darstellen, koordinationshemmend wirken; am Ende daher wieder häufig die volle Fusion — die wie schon erwähnt, nebenbei auch dem

¹ Vgl. Report of the Industrial Commission XIII, S. XXXIV.

² Report I, S. 194.

³ Report I, S. 197.

Finanzier zu verdienen gibt. So wird über die Bildung der Carnegie Company berichtet: „Mr. Carnegie himself held a controlling interest, something over 50% in each of the companys. It was finally thought best, for the sake of harmony among the partners to put all these varied interests into one corp, to be known as the Carnegie Cie. Mr. Carnegies idea was, that a partner, ought not to have a greater interest in one branch of the business than in another, as, for instance, in coke than in steel, because it might affect the contracts between the two companies¹.

Die gegenseitige Bevorzugung kann zu „ausschließlichem Verbandsverkehr“ führen². Besitzt eine der in das System eingereihten Gesellschaften ein natürliches oder faktisches Monopol, so kann sie es durch jene Bevorzugungen in gewissem Maße auch auf die anderen Glieder des Systems übertragen, die ursprünglich über kein solches verfügen. Der wichtigste Fall dieser Art sind die freight discriminations der amerikanischen Eisenbahnen gegenüber den großen industriellen Trusts. Es ist wiederholt und von kompetenten Beurteilern die Meinung ausgesprochen worden, daß die Interessengemeinschaft mit den Bahnen, die sich in niedrigeren Raten, günstigeren Lieferfristen und auf der anderen Seite in der Verteuerung, Erschwerung und Verlangsamung aller Konkurrenztransporte äußert, das Geheimnis der Überlegenheit jener großen industriellen Gebilde zu einem guten Teile erkläre³.

¹ Report XIII, S. XCIX.

² Mr. Griffiths who is engaged in building an independent tin plate plant, testifies that the Americ. Tin Plate Co. has an arrangement with the makers of black-plate rolling machinery by which independent mills can not secure equipment. The reprehensive founders and machinists engaged in building machinery formed at the instance of the Americ. Tin Plate Co. a compact between themselves with that company. — A Director of the Americ. Tin Plate Co. has since stated that he had put a large amount of capital into the Avonmore Co. and thought it improper for that Co. to furnish machinery to a competitor. Rep. of Ind. Comm. I, S. 179 ff.

³ Wie eng „Systemgesellschaften“ miteinander liiert sind und

Es bleibt noch die Wirkung der freien und leichten Veräußerlichkeit der Aktie auf die Geschäftspolitik zu betrachten. Eine Seite dieser Wirkung besteht, wie bereits im vorigen Kapitel angedeutet, darin, daß sie die Schädigung der Gesellschaft zugunsten anderer Interessen oder vielmehr des Gesamtinteresses der leitenden Persönlichkeiten, erleichtert und vorteilhafter macht; die *après nous le deluge* Politik skrupelloser Gründer und Finanzhelden. — Außerdem kann jene Tatsache zu künstlicher Verbesserung der Resultate während der Periode führen, auf die sich ein stärkeres Interesse der Leitung an den Gesellschaftsergebnissen beschränkt. Beides geht oft Hand in Hand. Das Mittel zu solch künstlicher, temporärer Hinauftreibung der Resultate ist freilich meist die Bilanz- und Verteilungspolitik, aber auch die Geschäftspolitik stellt sich manchmal in ihren Dienst. Ich will nur ein Beispiel erwähnen. Nach dem Gründungsboom von 1895 trieben fast alle süd-afrikanischen Goldminen Raubbau, indem sie nur das ergiebigste Erz verarbeiteten. Der Zweck war, durch hohe Dividenden die Abstoßung der noch in den Händen der Emissionshäuser zurückgebliebenen Aktienbestände zu guten Kursen zu ermöglichen. Die Folgen jenes Raubbaus machten sich schon nach wenigen Jahren bemerkbar — freilich verbunden mit anderen ungünstigen Momenten, vor allem mit dem Arbeitermangel — und nur die außergewöhnlichen technischen Fortschritte der Minenindustrie mit ihrer

wie kräftig sie einander unterstützen können, das zeigt der folgende kleine Fall. Die amerikanische Aristo Paper Company war bei den Händlern mit photographischen Artikeln ihrer hohen Preise wegen ziemlich mißliebig und diese nahmen ungern ihr Papier. Nun besteht aber zwischen der Aristo-Kompanie und der Eastman Kodak-Kompanie eine Interessengemeinschaft. Als man sah, daß die Händler kein Aristo-Papier kaufen wollten, erklärte die Eastman-Kompanie, Händlern, die nicht das Aristo-Papier nähmen, liefere sie auch keine Kodak-Apparate und Films. Da kein Händler in Amerika ohne Eastman-Kodaks und Films sein Geschäft führen kann, mußten alle reuig zum teuren Aristo-Papier zurückkehren. Die Geschichte findet sich im Report XIII, S. LIII ff.

Steinitzer, Aktiengesellschaft.

rapiden Erniedrigung der Extraktionskosten beginnen gegenwärtig sie zu verwischen —¹. Häufiger jedoch und leichter wie gesagt wird dieses Ziel — die temporäre Hinauftreibung der Unternehmungsergebnisse —, durch die Mittel der Bilanz- und Verteilungspolitik erreicht. Ein berühmtes Beispiel ist das „Wrecking“, das die früheren amerikanischen Eisenbahnmagnaten — die Gould und Fisk — zu kunstvoller Vollendung ausgebildet hatten. Es ist kein einfaches, sondern ein ziemlich kompliziertes Verfahren, das uns all jene Methoden in lebendigem durch die Einheit der Zwecke verbundenen Nebeneinander zeigt, die wir um der Systematik willen in theoretischer Isolierung betrachten mußten. Also: eine Bahn wird gegründet oder eine schon bestehende wird bei Tiefkursen erworben. Das ist kaum geschehen, als das Unternehmen anfängt, durch lebendige Rührigkeit die Aufmerksamkeit des Publikums und der Börse auf sich zu ziehen. Es tut allerlei, womit es die Welt in Atem hält, es baut Zweiglinien, erwirbt Beteiligungen, schließt Pacht- und Leihverträge, saugt kleinere Bahnen durch Fusion auf und läßt all dies — durch die Börsenpresse laut und zweckmäßig kommentiert urbi — Wallstreet — et orbi verkünden. Das bedeutet, wie wir schon wissen, Spekulationsgewinn, es bedeutet oft direkten Gewinn — wenn man beispielsweise die Bahnen, die man dem eigenen System einverleiben will, vorher billig aufkauft oder von der Bahn benötigte Grundstücke vorkauft — und es bedeutet bei Fusionen und Erweiterungen Finanzierungsgewinn, da die Fusion an sich

¹ Ein anderer Fall gleicher Art ist die temporäre Qualitätsverschlechterung des Produkts ohne Rücksicht auf die dadurch verursachte künftige Schädigung des Absatzes. Zweck: Erhöhung der Dividende durch Ersparung an den Produktionskosten. So verschlechterten die in der Gründungsära finanzierten Berliner Brauereien in den folgenden Jahren die Bierqualität außerordentlich, um — trotz der Überkapitalisierung — wenigstens für eine Zeit halbwegs respektable Dividenden zahlen oder sich doch zumindest über Wasser halten zu können. Der Volkswitz bezeichnete dieses verschlechterte Bier ganz richtig als „Dividendenjauche“.

regelmäßig zum Anlaß einer Aktienemission gemacht wird¹. Diese eifrige Tätigkeit scheint der Bahn zunächst vorzüglich zu bekommen; wenigstens bezahlt sie hohe und steigende Dividenden. Die Mittel dazu sind optimistische, häufig geradezu gefälschte Bilanzen und die Ausschüttung illiquider Gewinne. Abschreibungen für Abnutzung und Reparaturen werden nicht oder ganz ungenügend vorgenommen, die Aktiva der Bilanz werden viel zu hoch angesetzt und wenn's nötig ist werden fingierte Aktiva hinzugefügt. Aus solchen Bilanzen resultiert ein in Wahrheit nicht existierender Gewinn und aus diesem fiktiven Gewinn fließt eine nicht verdiente Dividende. Da der Überschuß meist nur auf dem Papiere steht — jedenfalls zum Teil — muß man ihn ausleihen, um ihn als Dividende auszahlen zu können. Es entstehen schwebende Verbindlichkeiten der Gesellschaft, die von Jahr zu Jahr drohend anwachsen. Aber nun eilt ja das Verfahren auch seinem Ziele entgegen. Unter dem Eindrucke jener hektischen Gesundheit, angesichts hoher und steigender Dividenden, beginnt man allmählich die Aktien der Bahn abzustoßen. Das dauert einige Zeit, denn man darf sich ja nicht durch Forcierung selbst die Preise verderben. Aber endlich ist der Prozeß vollendet — und nun zeigt sich das wahre Gesicht der Dinge. Technische Rückständigkeit, unrentable Pacht- und Leihverträge, passive Zweigbahnen, Überwertung aller Aktiven, hohe Schulden. Dann kommt man mit leeren Händen nach Wallstreet und arrangiert eine jener wilden Baissen, die die Gould- und Russel-Sage so berühmt und so verhaßt gemacht haben. Schließlich, wenn die Kurse ganz am Boden liegen, kauft man wieder, reorganisiert, wobei sich hübsche Provisions- und Finanzierungsgewinne machen lassen — und beginnt das grausame Spiel von neuem².

¹ Über das „Wrecking“ siehe Meade in den *Annals* XVII, S. 205 ff., und vor allem Greene im *Pol. Science Quarterly* VII 598—612.

² Etwas anders sieht das neueste Wrecking aus, das Rockefeller und Konsorten bei der ihrem Gebote unterstehenden Kupferindustrie

Die Bilanzpolitik kann von der normalen Mittellinie in zwei Richtungen abweichen, in der des Optimismus und in der des Pessimismus. Das Ziel jener Abweichung ist eine Vergrößerung, das dieser eine Verkleinerung des zur Verteilung disponiblen Überschusses. Das Mittel bilden die nur durch einigermaßen willkürliche Schätzung feststellbaren Bilanzgrößen: Vermögensstücke mit schwankendem Wert, insbesondere mit wechselnden Marktpreisen¹, Vermögensstücke, die einer kontinuierlichen, aber nicht genau berechenbaren Wertabnahme unterliegen, endlich künftige und deshalb mehr oder weniger unsichere Forderungen. Allgemeine Regeln über die Behandlung dieser schwankenden Bilanzgrößen lassen sich überhaupt nicht aufstellen; hier ist alles quaestio facti. Warenvorräte werden am Beginne einer

in Szene gesetzt haben. Die Phasen sind ja bekannt: Corner, außerordentliche Preistreiberei des roten Metalls, rapide Entwicklung der Dividenden und Kurse der Amalgamed und der anderen Gesellschaften des Systems. Bei den hohen Kursen beginnen Rockefeller und seine Leute offenbar ihr Portefeuille zu leeren. Nachdem man seine Bestände an Kupferaktien zu Cornerpreisen an den Mann gebracht, läßt man das Gebäude zusammenbrechen, indem man dem größten Kupferspekulanten plötzlich den Kredit entzieht, den er zur Aufrechthaltung seiner Engagements braucht.

Folge: ebenso rapider wie heftiger Szenenwechsel. Deroute auf dem Kupfermarkte, Deroute auf dem Markte der Kupferaktien, die aus den höchsten Höhen in die tiefsten Tiefen stürzen. Sind sie tief genug gefallen, dann kauft Herr Rockefeller wahrscheinlich wieder. Der Zusammenbruch jenes großen Spekulanten ist übrigens auch der Ausgangspunkt einer allgemeinen Börsenpanik, an der sich — vorausgesehen hat man sie ja wohl — nebenbei ganz hübsch verdienen läßt. Der Beginn des Corners fällt in den Herbst 1906, der Zusammenbruch in den Oktober 1907.

¹ Der Bilanzwert von Marktgütern kann durch ad hoc zur Bilanzzeit vorgenommene Käufe erhöht werden; so pflegte der Crédit Mobilier durch Käufe in den Effekten seines Portefeuilles seine Abschlüsse zu verbessern. (Wirth, Handelskrisen, S. 279.) In Deutschland ist dieses Verfahren heute durch die Bilanzvorschriften des § 261 H.G.B. fast unmöglich gemacht; Umgehungen sind freilich nicht völlig ausgeschlossen. Vgl. Simon, Die Bilanzen der Aktiengesellschaften, S. 341 ff.

steigenden Konjunktur anders einzuschätzen sein als am Beginne einer fallenden. Die notwendigen Abschreibungen für Abnutzung und Erneuerung zeigen die stärksten Unterschiede nach der Verschiedenheit der Vermögensobjekte und ihrer Verwendung. Eine Terraingesellschaft, deren Vermögen ziemlich ausschließlich in baureifen aber noch unverbauten Gründen besteht, braucht so viel wie gar keine Abschreibungen zu machen — im Gegenteil ihr Vermögensobjekt repräsentiert einen in der Regel ständig steigenden Wert. Dagegen muß z. B. eine große Schifffahrtsgesellschaft einen sehr bedeutenden Teil $\left(\frac{2}{3} - \frac{3}{4}\right)$ ihrer Gewinne für Abschreibungen und Erneuerungen verwenden. Die Cunard Cie. hat in 20 Jahren (1883—1902) 4,6 Mill. £ verdient; aber nur 848 000 £ oder knapp 19 % dieser Summe floß als Dividende den Aktionären zu; 81 % wurden für Abschreibungen und Reserven zurückbehalten. Freilich liegt hier offenbar schon planmäßige Thesaurierungspolitik vor¹.

Die Zwecke optimistischer Bilanzfärbung sind durchsichtig und unzweideutig: Steigerung der Unternehmungsergebnisse im Interesse der noch stark beteiligten leitenden Gruppe, gleichzeitig die Möglichkeit, diese Interessenbeteiligung zu guten Preisen abzustoßen. Nicht ganz so eindeutig ist das Gegenteil, die pessimistische Bilanzpolitik — Politik der stillen Reserven könnte man sie auch nennen. Sie erreicht ihren Zweck — die Verkleinerung des zur Verteilung disponiblen Überschusses der Unternehmung vor allem durch planmäßige Unterwertung der Aktiven. Dadurch erscheint das Vermögen der Gesellschaft in der Bilanz zu niedrig und ein Teil des Überschusses über Kapital und Verbindlichkeiten, also des Gewinnes, verschwindet. Wird dann später richtig bewertet, so tritt natürlich jener früher versteckte Gewinn sofort hervor und man kann ihn nun ganz ebenso verwenden, als wäre er ausgewiesen und für späteren Gebrauch reserviert

¹ Meade in Pol. Science Quarterly, XIX, S. 55, 64.

worden. Offene und stille Reserven fungieren ganz gleichartig und dienen völlig gleichen Zwecken; nur formell sind sie verschieden¹.

Die Ansammlung von Reserven kann von dem Expansionstriebe der Unternehmung ihren Ausgang nehmen. Bei der Privatunternehmung ist das ganz regulär; Teile des Gewinns — bei gutem Prosperieren sogar ganz bedeutende — werden zum Zwecke künftiger Ausdehnung und Erweiterung des Geschäftes beiseite gelegt. So dient die neuerdings von den großen deutschen Montanunternehmungen begonnene, kräftige Thesaurierungspolitik offenkundig künftigen Expansionsbestrebungen. Gleiche Zwecke verfolgen — beispielsweise — wahrscheinlich auch die reichlichen offenen und stillen Reserven der A. E. G.². Ganz gleich ist freilich die Sache bei der Privat- und bei der Aktienunternehmung nicht zu beurteilen. Jedermann hat das Recht, sein Geld nach seinem Belieben zu verwenden; er kann konsumieren und zurücklegen in welchem Verhältnisse er will. Mit dem Gelde anderer steht's aber ein wenig anders. Wenn man auch, wie die Thesaurierungspolitiker immer wieder betonen, auf den „Nomadenaktionär“ keine ausschließliche Rücksicht zu nehmen braucht, so ist es doch ebenso einseitig — und jedenfalls eine noch viel größere Fälschung der Wirklichkeit — die Aktie beinahe als unbewegliches Familienerbstück zu betrachten. Die Aktie ist im allgemeinen ein mobile, kein immobile — deshalb wird sie ja auch nicht übertragen, wie ein Grundstück oder eine Hypothek, und häufiger Besitzwechsel ist bei ihr die Regel, das Gegenteil bloß die Ausnahme. Der Aktionär erwartet deshalb, daß die zur Verteilung gelangenden Erträge den Ergebnissen der Gesellschaft im ganzen folgen. Gegen

¹ Praktisch unterscheidet sich die stille Reserve von der offenen freilich auch durch ihre Unkontrollierbarkeit, die Unredlichkeiten Vorschub leisten kann.

² Die sie aber daneben noch benutzt, um durch außerordentlich große Bankguthaben die ihr verbündeten Finanziers und Bankiers in Abhängigkeit zu halten.

eine vernünftige und maßvolle Vorsorge für die Zukunft — die ja häufig das Gesetz selbst anordnet — ist damit natürlich gar nichts gesagt.

Das Streben nach künftiger Erweiterung ist das beste und in der Regel das offizielle, aber es ist nicht das einzige Motiv der aktiengesellschaftlichen Thesaurierungspolitik. Sie kann auch bloß den Zweck haben, einen Teil des Unternehmungsprofits für eine spätere Zeit aufzubewahren, für eine Zeit, in der die leitende Gruppe an diesem Profit in stärkerem Maße partizipieren kann als gegenwärtig. Wenn die herrschenden Persönlichkeiten einer Gesellschaft nur verhältnismäßig wenige Aktien besitzen, also nur ein geringes Dividendeninteresse haben, dann werden sie kaum Lust zeigen, große Gewinne voll zu verteilen. Man fördert nicht gern fremde Interessen ohne Zwang und ohne Gegenleistung. Das Wort, das ein österreichischer Bankdirektor ausgesprochen haben soll — und das sicherlich auch viele andere Aktiengesellschaftsleiter zumindest gedacht haben — „es sei schade um jeden Heller, den der Aktionär erhalte“, bezeichnet ganz charakteristisch die Stimmung jener Situation. Man gibt also nur einen Teil her und erhält sich die Disposition über den Rest, indem man ihn zurückbehält und ansammelt — sei es nun als stille oder als offene Reserve. Die „Vorsorge für die Zukunft“ gibt ja eine plausible Rechtfertigung nach außen, Ja in der Regel wird die „vorsichtige Gebahrung“ nicht nur Verständnis, sondern auch Beifall finden; man wird ihre ehrbare Solidität rühmend mit dem „Schwindel“ optimistischer Bilanzfärbung vergleichen. Und sollte jemand noch daran zweifeln, daß das Verfahren nichts als den reinen Vorteil der Aktionäre im Auge habe, so muß ihn das Schlagwort von der „stabilen Dividendenpolitik“ völlig entwaffnen. Mit dem Stolz der gekränkten Unschuld teilt man ihm mit, daß man so reichliche Reserven nur ansammle, damit die Aktionäre auch in schlechten Jahren ebenso viel bekommen könnten wie in guten und daß man in künftigen mageren Zeiten sehr dankbar die Vergrößerung des Dividendenfonds aus jenen Rücklagen

annehmen werde. Kommen dann die mageren Jahre wirklich, dann vergißt man freilich oft auf jene Vorsätze und schränkt die Dividende doch ein — die Zeiten können ja noch schlimmer werden. So ist das Resultat der stabilen Dividendenpolitik nicht selten, daß die Aktionäre in schlechten Jahren ebenso wenig, dafür aber in guten weniger erhalten als ohne diese neuerdings vielgepriesene Methode.

Von welcher Art die Thesaurierungspolitik gewesen ist, das zeigt sich an ihren Früchten. Diente sie dem Expansionstriebe, so werden die zurückbehaltenen Mittel — früher oder später — allmählich oder periodisch — zur Vergrößerung und Erweiterung des Unternehmens verwendet werden. Wollte sie aber bloß eine Verschiebung der Gewinnverteilung erreichen, dann endet sie über kurz oder lang mit einem Knalleffekt. Der ganze angesammelte Segen ergießt sich plötzlich über die glückliche Aktionärschar, deren Zusammensetzung sich inzwischen freilich sehr verändert hat, denn die leitende Gruppe hat die Zeit benutzt, hat so viele Aktien gekauft als sie bekommen und bezahlen konnte und gibt nun sich selbst, was sie früher hätte anderen geben müssen. Hat man das Geld flüssig, so gewährt man eine „Extradividende“, wenn nicht, so liberiert man nicht vollgezahlte Aktien oder überläßt neue vollberechtigte unentgeltlich an die Aktionäre. Jedenfalls weiß man doch jetzt wenigstens, für wen man eigentlich gute Geschäfte gemacht hat¹.

¹ Gibt es mehrere Gattungen von Aktien und ist die regierende Gruppe nur an den Erträgen einzelner von ihnen interessiert, so kann auf Kosten der übrigen Thesaurierungspolitik getrieben werden. In Amerika ist häufig geklagt worden, daß verdiente Dividenden auf common shares nicht ausgezahlt, sondern zurückbehalten wurden. (Meade in den *Annals of American Academy* XVI, S. 396 f.). Fälle dieser Art erklären sich wohl in der Regel dadurch, daß hier die kontrollierende Gruppe nur an den Dividenden der prefs beteiligt ist, von einer Gewinnverteilung an die commons jedoch keinen Nutzen hat. Anders lagen aber beispielsweise die Dinge bei der Southern Pacific, deren commonshareholders gleichfalls über die Zurückbehaltung verdienter Dividenden für betterments und improvements

klagten. In diesem Falle besaß die kontrollierende Union Pacific selbst nahezu die Hälfte des commonshare capital, war also selbst an dem Ausfalle stark beteiligt. Jene betterments und improvements dürften deshalb wirklich technisch notwendig gewesen sein — wenn auch vielleicht nicht vom Standpunkte der Southern Pacific für sich, so doch jedenfalls von dem des ganzen Systems von Bahnen, dem die Southern angehört und das durch die schlechte Ausrüstung eines Teils in seiner Leistungsfähigkeit beeinträchtigt werden konnte. Seit einigen Jahren gehören übrigens die Southern zu den regelmäßigen Dividendenzahlern. Vgl. F. and Ch. Chr. v. 78, S. 675. Viel schwieriger ist naturgemäß die Schädigung der Vorzugsaktien zugunsten der commons, insbesondere wenn jene, wie in Amerika meist, „kumulativ“ sind, d. h. für nicht voll bis zum Höchstsatze ausgezahlte Dividenden ein Nachforderungsrecht aus den Erträgen späterer Jahre besitzen. Wenn das nicht der Fall ist, dann wäre es denkbar, daß die Dividenden der prefs künstlich beschränkt würden, um die commons möglichst bald dividendenreif zu machen. Ich habe aber von Fällen solcher Art keine Kenntnis erlangt. — Das verschiedene Interesse der leitenden Gruppe an den einzelnen Gattungen der Anteile tritt besonders deutlich bei Reorganisationen hervor. Es zeigt sich in dem Streben, die Opfer möglichst anderen zuzuschieben und die Aussichten möglichst sich selbst zu bewahren. Selbst Obligationen, deren Besitzer nicht organisiert und fähig waren, die Herrschaft der regierenden Gruppe zu gefährden, sind zugunsten des Aktienbesitzes dieser aufs empfindlichste geschädigt worden; die amerikanische Eisenbahngeschichte kennt den denkwürdigen Fall (New York, Ontario and Western 1873), daß first mortgage bonds einfach nolens volens in common stock verwandelt wurden, in common stock nebenbei, der bis 1903 keinen Cent Dividende erhielt. Auch heute sind in den Vereinigten Staaten krasse Interessenverschiebungen bei Reorganisationen nichts Seltenes. Die Standard Table Oil Cloth Cie. in New York nahm 1907 die folgende „Kapitalsreduktion“ vor. Das Kapital betrug 4 Millionen \$ in pref-shares und ebensoviel in common. Auf Grund der Reduktion erhielt man

für 100 preferred shares	70 \$ pref. und 70 \$ comm.
„ 100 common shares	5 „ „ „ 5 „ „
für 4 Mill. preferred share also	2,8 Mill. pref. und 2,8 Mill. comm.,
für 4 Mill. commons	200 000 \$ pref. und 200 000 \$ comm.,
zusammen nom. 400 000 \$.	

14/15 des ganzen Kapitals und damit des ganzen Ertrages für alle Zukunft erhalten also die preferred Shareholders (Fin. and Comm. Chr. v. 84, S. 1185). — Ein andermal drängen übermächtige

Die Thesaurierungspolitik ist nicht die einzige Folge geringer Kapitalbeteiligung der leitenden Personen.

Nicht nur für die Zukunft, sondern regelmäßiger noch für die Gegenwart sucht man den eigenen Gewinnanteil gegenüber dem der fremden Aktionäre zu vergrößern — wenn man selbst geringes Dividendeninteresse hat. In diesen Zusammenhang gehören zunächst die hohen Gehälter der unmittelbaren technischen Leiter, der Direktoren, so weit diese nicht bloß leicht ersetzbare Beamte sind¹. Ziffermäßige Belege lassen sich für diese Tatsache freilich nicht beibringen, da Direktorengehalte fast niemals getrennt gebucht werden. Genauere Auskunft geben die Bilanzen in der Regel über die Vergütung der „mittelbaren“ Leitung, also des Board, der Administrateurs, des Verwaltungs- und Aufsichtsrates. Unsere Verteilungspolitik äußert sich hier nicht nur in der Höhe der Tantiemen, sondern auch in der Vermehrung der Zahl der Tantiemenempfänger. Bei finanziell regierten Aktiengesellschaften ist eine große — mit dem Charakter eines wirklich verwaltenden, überhaupt wirklich arbeitenden Kollegiums nebenbei ganz unvereinbare — Mitgliederzahl des Verwaltungs- und Aufsichtsrats ganz regulär, und wenn die Zahl geändert wird, so geschieht das regelmäßig nach oben, fast nie nach unten. In diesen Körperschaften sitzen nämlich außer den Mitgliedern der regierenden Gruppe auch noch andere Leute — wir kommen im nächsten Kapitel darauf —, die zu jenen in irgendwelchen wirtschaftlichen oder sozialen Beziehungen stehen. Es wird freilich neuerdings — von Rießler und Passow vor allem — besonders lebhaft hervorgehoben, daß auch solche Aufsichts- und Verwaltungsräte ihrer Gesellschaft gelegentlich

Gläubiger die Interessen der Aktionäre ganz in den Hintergrund, indem sie ihre Macht, die Gesellschaft in den Bankrott zu treiben, dazu benutzen, sich für die Zukunft den Löwenanteil ihrer Gewinne zu reservieren. Vgl. die Rekonstruktionspläne des Schiffsbautrusts F. and C. Chr. v. 77, S. 150, 1305.

¹ Filialleiter der Banken!

nützlich werden können¹. Zugegeben; aber wird es dem normalen Privatunternehmer einfallen, gute Freunde, die ihm gelegentlich nützen können, nicht mit gelegentlichen Provisionen, sondern mit regulären Jahresgehalten von oft sehr ausgiebiger Größe zu entlohnen? Übrigens muß selbst ein so eifriger Apologet, wie Passow, gestehen, daß es Aufsichtsräte gibt, deren Nützlichkeit für die Gesellschaft auch die liebevollste Lupe nicht entdeckt; etwa wie es Gebühren gibt, bei denen auch der sophistischste Fiskalist keinen anderen Erhebungsgrund anführen kann als — die günstige Gelegenheit. Die günstige Gelegenheit, anderen Leuten, mit denen man in wirtschaftlichem und vor allem in sozialem Konnex steht, etwas zukommen zu lassen — ihnen den Lebensweg zu verschönern, wie Herr Passow anmutig sagt — und zwar großen- — oder größtenteils auf Kosten fremder Taschen —, die ist die Schöpferin jener Tantiemenempfänger, deren Nutzen für die Gesellschaft man so angestrengt suchen muß und manchmal trotzdem nicht findet. Passow meint allerdings, auf einen Aufsichtsrat mehr oder weniger komme es nicht an, womit offenbar gemeint ist, die 10- oder 20 000 M. jährlich, mit denen ein Mitglied der leitenden Gruppe seinem Vetter oder Schwiegersohn „den Lebensweg verschönt“, machten sich in der Dividende wenig fühlbar. Mag sein, aber ist die Sicherheit, ja auch nur die Wahrscheinlichkeit, vorhanden, daß es in jeder Gesellschaft bei einer solchen Sinekure bleibt? Der Leser wird zugeben, daß ich in dieser Studie auf überflüssiges Moralisieren ziemlich vollkommen verzichtet habe — ich halte es weder für meine Aufgabe, noch überhaupt für nutzbringend — aber ich meine doch, daß es sehr bedenklich ist, eine Schädigung nur nach ihren Folgen für den Betroffenen zu beurteilen. Die Verausgabung von Gesellschaftsgeldern ohne ökonomischen Nutzen für die Gesellschaft ist bedenklich; ob nun 20 000 oder 500 000 M. jährlich so verschleudert werden und ob der Verlust, auf

¹ Passow l. c. S. 189 ff.

die Dividende der einzelnen Aktie berechnet, 50 Pfennige oder 10 Mark beträgt, ist prinzipiell einerlei!

Über die Höhe der Tantiemen sind neuerdings von Loeb und Passow Berechnungen — freilich wenig allgemeinen Charakters — angestellt worden, einiges Material hat schon früher Warschauer gesammelt¹. Ich möchte zu diesen Berechnungen — die ich selbst auf breiterer Basis zu bereichern weder Muße noch Material besitze — nur eine Bemerkung machen. Verhältniszahlen sehen immer sehr prägnant aus, sind aber manchmal überaus nichtssagend. Wenn ich sage, der Aufsichtsrat beziehe 10 % vom Reingewinn, so sind das 5000 M., wenn der Reingewinn 50 000 M. beträgt, und es ist eine halbe Million, wenn jener sich auf 5 Millionen bezieht. Verteilt sich diese Summe im ersten Falle auf fünf und im zweiten selbst auf zwanzig Leute, so erhält der einzelne Aufsichtsrat dort ein bescheidenes Adjutum und hier den Gehalt eines bayrischen Ministers. Trotzdem ist beides 10 % vom Reingewinn. Noch nichtsagender wird die Ziffer, wenn man, wie L ö b, die Aufsichtstantiemen auf das Kapital berechnet; denn hier wirkt auch noch die Verschiedenheit der Profitrate störend. — Dies nur nebenbei für diejenigen, die die von L ö b ermittelten Verhältniszahlen zwischen Tantiemen und Aktienkapital etwa zu weitergehenden Schlüssen verwenden wollten.

Zweifelhafter ist es, ob die leichte Art, mit den Gewinnen der fremden Aktionäre zu wirtschaften, die sich im eigenen und befreundeten Interesse ganz kräftig äußert, auch den Angestellten und Arbeitern der Gesellschaft wohlthätig fühlbar wird. Eine Vermutung dieser Art hat, wenn ich nicht irre, Naumann irgendwo in seiner Neudeutschen Wirtschaftspolitik ausgesprochen². Material zu dieser Frage fehlt vollständig. Das Einzige, was sich mit ziemlicher Sicherheit behaupten läßt, ist die Tatsache, daß Pensions-

¹ Vgl. Passow, Aktiengesellschaft, S. 189 f.

² Vgl. auch Schäffle in der Deutschen Vierteljahrsschrift 1856, IV, S. 285.

kassen für die Angestellten bei größeren Aktiengesellschaften häufig sind, häufiger wahrscheinlich als bei Privatunternehmungen. Allein diese Kassen sind oft — exaktes Material kann ich dafür leider nicht anführen; die Sache wäre einer monographischen Studie wert — das Resultat einzelner munifizenter Akte bei besonderen Gelegenheiten — häufig mit einem deutlichen Seitenblick auf öffentliche Meinung und Obrigkeit. Später bleiben sie dann nicht selten ohne ausreichende Zuwendungen von der Gesellschaft — besonders wenn diese nicht gerade in Geld schwimmt — und der Wert der Pensionsberechtigung ist nicht allzuhoch. Andere Wohlfahrtseinrichtungen kommen bei den großen Aktiengesellschaften wie bei den großen Privatunternehmungen vor und ich bin ebensowenig imstande zu sagen, ob sie bei jenen häufiger, als ich beurteilen kann, ob sie dort uneigennütziger sind als hier. Zu dem üblichen Gesichtspunkte der Fesselung der Angestellten an die Unternehmung kann hier noch der der Gewinnung zuverlässiger und sicherer Aktionäre treten — ich habe von Morgans profit sharing system ja schon einmal gesprochen.

Ganz ungeklärt ist endlich die Frage, ob Aktiengesellschaften zu höheren Löhnen zu haben sind als Privatunternehmungen. Das Problem kann nur statistisch gelöst werden. Vermuten läßt sich — auf Grund unserer freilich unexakten täglichen Erfahrungen —, daß die Löhne der Beamten — die der leitenden natürlich ausgenommen — auch bei Aktiengesellschaften mit geringem Dividendeninteresse der Leitung kaum höher sind als bei Privatunternehmungen. Über die Arbeiterlöhne wissen wir nichts Direktes. Einen indirekten Fingerzeig mag immerhin geben, daß sowohl für England als für Amerika ausdrücklich hervorgehoben wird, die großen Aktiengesellschaften unterhandelten meist ohne weiteres mit den Gewerkvereinen und setzten der Organisation der Arbeiter keinen Widerstand entgegen. Doch liegt der Hauptgrund dieser Erscheinung wohl in der Größe der Unternehmung, nicht in ihrer wirtschaftlichen Form. Die Größe der Unternehmung

nämlich hat zur Folge, daß die Arbeitsverträge meist von — selbst größtenteils fix gelohnten — Beamten geschlossen werden, die weder die Antipathie des „Herrn im eigenen Hause gegen organisierte Arbeit kennen, noch ein Interesse daran haben, mit jedem einzelnen Arbeiter um seinen Lohn zu feilschen; sie werden im Gegenteil schon aus Bequemlichkeit den kollektiven Vertrag vorziehen und die Organisation, mit der sich am raschesten und angenehmsten unterhandeln läßt, akzeptieren. Der Aktiengesellschaftsleiter, der nicht so gewohnt ist mit dem Pfennig zu rechnen, wie der Privatunternehmer, wird sich vielleicht leichter als der letztere in dies Verfahren finden.

Viertes Kapitel.

Die Organisation der Aktiengesellschaft.

Jedes Organ wächst aus seinen Funktionen heraus; in der Anpassung an den zu erfüllenden Zweck entsteht das Mittel. Die gleichartigen Aufgaben des modernen Staates haben sich eine Verwaltungsorganisation geschaffen, die — technisch — ganz dieselbe ist, ob diese Verwaltung nun im Namen und im Geiste eines absoluten Monarchen, einer plutokratischen Klassenvertretung oder eines allgemeinen Volksparlamentes durchgeführt wird. Die Existenz eines Eisenbahnministeriums im Verwaltungsorganismus eines Landes bestimmt sich durch das Vorhandensein von Bahnlinsen, die geleitet oder beaufsichtigt werden müssen; sie ist aber ziemlich unabhängig davon, ob dieses Land absolut oder konstitutionell, aristokratisch oder demokratisch regiert wird.

Bei der Unternehmung ist's ganz ähnlich. Wie sie verwaltet werden muß, das bestimmt ihre Natur, nicht die Zahl und die Beschaffenheit ihrer Interessenten. Das gilt freilich, wie gesagt, nur technisch; juristisch und wirtschaftlich macht es einen großen Unterschied, ob jene Unternehmung — um gleich auf unsere Probleme zu kommen — eine private oder eine Aktiengesellschaft ist. Die Organisation der Privatunternehmung ist Organisation eigener Interessen, sie ist nach innen reine Privatangelegenheit der Unternehmer und nur, soweit sie nach außen — den Kontrahenten der Unternehmung gegenüber — handelnd

auftritt, rechtlicher Feststellung und Reglementierung unterworfen. Die Organisation der Aktiengesellschaft ist — zum Teil mindestens — Organisation fremder Interessen, sie ist deshalb auch nach innen — den direkten Unternehmungsinteressenten gegenüber — rechtlich fixiert und beschränkt. Daß die wirtschaftlichen Gesichtspunkte der Durchführung der Unternehmung durch die die Aktiengesellschaft charakterisierende Nichtidentität von Unternehmungsleitern und direkten Interessenten lebhaft verändert werden können, haben ja die letzten beiden Kapitel zur Genüge gezeigt. Der Geist der Regierung, wahrscheinlich auch die regierenden Personen werden andere sein, je nachdem, für wen regiert wird; aber ihre formelle Organisation wird davon abhängen, was regiert wird.

Insoferne zeigt also die Aktiengesellschaft in der Organisation der eigentlichen (wirklich arbeitenden) Verwaltung, der Verwaltung im materiellen Sinne, keinen prinzipiellen Unterschied gegenüber der — in Art und Größe — gleichartigen Privatunternehmung. Auch hier Einfachheit und Funktionsvereinigung bei geringer, Integration, Differenzierung bei wachsender Größe. Es ist vielleicht ein Vorteil der Aktiengesellschaft, daß das Fehlen eines einzelnen, mit der Unternehmung absolut identifizierten „Herren“ eine intensivere Arbeitsteilung, das Aufkommen relativ selbständiger „Ressortminister“ erleichtert. Freilich kann dieser Vorzug leicht in einen Nachteil umschlagen, er kann gewissermaßen zur Dismembration, zu zusammenhanglosem Partikularismus der einzelnen Unternehmungsteile oder Ressorts führen¹. Es ist eben Aufgabe des organisatorischen Taktos der leitenden Köpfe, zwischen schwerfälliger Zentralisation und emanzipiertem Departementpartikularismus die rechte Mitte zu finden. Die größere Selbständigkeit der Ressortleiter bringt eine größere Verantwortlichkeit mit

¹ Nicht selten bei Fusionen, wo die Vorbesitzer die Leitung ihrer Etablissements behalten. Vgl. Macrosty l. c. S. 377.

sich, die — sonderlich bei großen Aktiengesellschaften — häufig durch das Prinzip der kollegialen Regierung abgeschwächt wird. Die Leitung durch ein Kollegium ist zweifellos schwerfälliger als die durch einen einzelnen; aber sie ist — Durchschnittspersönlichkeiten vorausgesetzt — gründlicher und bietet mehr Gewähr für eine allseitige Behandlung der vorliegenden Probleme¹. Das mangelnde Interesse der leitenden — häufig auch untergeordneter — Angestellten wird durch Prämien auf die erwünschte Leistung wettgemacht. Das geschieht freilich auch bei der großen Privatunternehmung, und es läßt sich nicht mit Sicherheit behaupten, daß es bei ihr in geringerem Maße geschieht als bei der Aktiengesellschaft. All diese technischen Dinge richten sich eben im ganzen nur nach der Art und Größe, nicht nach den inneren Interessenverhältnissen der Unternehmung².

¹ Ein Beispiel einer auf relativ selbständiger, dabei aber doch nicht partikularistischer, kollegialisch organisierter Ressortregierung aufgebauten Verwaltung bei Macrosty l. c. 377—86. Ob das kollegialische Prinzip in dieser Weise auch bei größeren Privatunternehmungen häufig zur Anwendung kommt, vermag ich nicht zu sagen; es hat selbstverständlich nur bei relativ großer Selbständigkeit der Ressortleitung praktische Bedeutung.

² Als Beispiel sei Einiges über die Organisation der Carnegie Compagnie angeführt, nach deren Muster dann die United States Steel Con. organisiert wurde. „Mr. Schwab does not think, that the superintendents of the several works are likely to take a less active interest in the business than they would if they were owners. Every superintendent in the Carnegie Cie. was individually interested in the profits of his company in some other way, than through his salary. He had a percentage based on his profits or his costs, or his output or his quality or whatever it was most important to develop in his particular department. Detailed reports are received every month of the cost of operation in every department and the cost of every article manufactured. This was the method of the Carnegie Cie. and it is the method of the new (Steel) Company. Careful comparative statements are made and the results in one department are compared with those in another, and the Managers have opportunities, to make such explanations as are necessary. Report of Ind. Comm. CIII, p. l. II.“ Die englische Calico Printers Association besaß nach ihrer

Steinitzer, Aktiengesellschaft.

10

Innerhalb der technisch gegebenen Formen der Organisation nun muß sich die Herrschaft der Unternehmung etablieren. Der Einzelunternehmer läßt diese ganze Ordnung in eine zentralistische Spitze auslaufen, die naturgemäß er selbst bildet. Freilich wird das immer schwieriger, je mehr die Unternehmung an Größe wächst. Formell kann er ja allerdings der Urheber jeder Verwaltungshandlung, der König der Unternehmung bleiben, aber — er kann bald nicht mehr völlig sein eigener Minister sein. Ein Teil der verwaltenden, nicht bloß der ausführenden Tätigkeit wird, wenn nicht formell, so doch materiell an andere Persönlichkeiten delegiert. Das ist wiederum eine Tatsache, die zunächst aus der Größe des Verwaltungsorganismus folgt und der Privat- wie der Aktienunternehmung gemeinsam ist.

Diese Delegierung der Verwaltungstätigkeit kann nun aber über die sachlich in der Natur der Dinge — oder vielmehr in der Größe und Kompliziertheit der Unternehmung liegenden Grenzen hinausgehen. Wenn diejenigen, die eine Unternehmung beherrschen — bei der privaten als Eigentümer, bei der aktiengesellschaftlichen durch ihre Verfügung über die formale Herrschaftsbedingung, die Generalversammlungsmehrheit — aus irgendeinem Grunde ihre reguläre und intensive Leitung nicht übernehmen können oder wollen, andererseits aber auf allgemeine und gelegentliche, entscheidende Eingriffe nicht verzichten, so entsteht über der eigentlichen Verwaltung ein — potentiell — oberstes Organ, das faktisch nur unregelmäßig oder periodisch funktioniert. Die Intensität dieses Funktionierens kann von Null bis zu beinahe regelmäßiger Generaldirektionstätigkeit schwanken; ist letztere erreicht, so handelt es sich eben materiell um kein besonderes Organ mehr, sondern nur um die Spitze der regulären Verwaltung.

Rekonstruktion sieben Ressortkomitees, die nicht ganz selbständig waren (formell nur beratend, advisory). Zwischen ihnen und den eigentlichen Exekutivbeamten sowie diesen untereinander fortlaufender Verkehr. Die Komitees sind klein genug, um arbeitsfähig zu sein (3-6 Mitglieder). Macrosty l. c. S. 381 ff.

Wenn derlei nun gelegentlich bei Privatunternehmungen vorkommt, so ist es eine interne Angelegenheit zwischen Besitzern und Geschäftsführern und sonst für niemand von Interesse. Bei der Aktiengesellschaft ist die Existenz eines solchen obersten, aber nicht eigentlich regelmäßig und intensiv verwaltenden Organs über dem „Vorstand“ im eigentlichen Sinne seit jeher gewöhnlich — außerdem heute überall gesetzliches Erfordernis.

Das ist also der Verwaltungsrat (Board of Directors, conseil des administrateurs), wie er ziemlich überall genannt wird; nur in Deutschland ist er seit 1870 als „Aufsichtsrat“ sachlich nicht ganz richtig etikettiert. Der Inhalt dieser juristischen Form mag, wie gesagt, sehr verschieden sein. Der Verwaltungsrat kann (in der Regel durch die Person seines Präsidenten) eine energische Generaldirektion, er kann eine harmlose Versammlung von Tantiemenempfängern bilden; darüber gleich mehr. Von den persönlichen Unterschieden seiner Mitglieder natürlich ganz abgesehen.

Die Hauptwurzel des Instituts ist im großen und ganzen das Interesse des Finanziers¹. Denn er ist unter den Gründern und weiteren Beherrschern der Aktiengesellschaft derjenige, der weder Zeit noch — in der Regel — Fähigkeit besitzt, sich ihrer Leitung intensiv und im einzelnen zu widmen. Will er nun seine Herrschaft doch ausnützen — und wir wissen ja bereits, daß er hierzu verschiedene Veranlassung haben kann, — dann muß er sich eben ein Organ schaffen, qui régné, mais qui ne gouverne pas. Der

¹ In der modernen Entwicklung. Die ersten Verwaltungsräte, von denen wir in unserer geschichtlichen Darstellung gehört haben, die der großen überseeischen Handelsgesellschaften, sind Großaktionär-Komitees; sie repräsentieren jene Kaufleute, die an der Unternehmung relativ stark beteiligt sind, ohne sie im einzelnen verwalten zu können oder zu wollen. Die Differenzierung vom eigentlichen Vorstand ist damals übrigens mehr faktisch als formal; „Direktoren und Hauptpartizipanten“ werden als ziemlich einheitliche Körperschaft betrachtet. Vgl. die im zweiten Kapitel angeführten Stellen bei Ring.

Industrielle im ursprünglichen Sinne, der mit einer Unternehmung identifizierte Industrielle braucht in der Regel ein solches Organ nicht; er findet seinen Platz in der regulären Verwaltung, im „Vorstand“. Dagegen der Finanzier und was von ihm abstammt, der Spekulant (natürlich in unserem spezifischen Sinne), der Industrielle höheren Grades, der mit einem System von Unternehmungen, nicht mit einer einzelnen verknüpft ist — das sind die Mächte, die ein Organ brauchen, welches in letzter Linie entscheiden kann, ohne im einzelnen zu verwalten.

Wie weit es diese Macht in letzter Linie zu entscheiden wirklich brauchen wird, das hängt wesentlich von zwei Momenten ab: von dem Interesse, das seine Träger an solcher Machtausübung haben und von dem technischen Verständnis, mit dem sie der Unternehmungsleitung gegenübertreten. Ursprünglich ist, wie schon ausgeführt, das Interesse des Finanziers an seiner vollendeten Gründung ein relativ geringes — ebenso gering ist natürlich die Intensität seiner Eingriffe in die Verwaltung; sie beschränkt sich auf die Durchsetzung gelegentlicher, seinem Gesamtinteresse förderlicher „Geschäfte mit der Gesellschaft“ und auf die Erlangung spekulativ wertvoller Informationen. Je systematischer diese direkte und indirekte Ausnutzung der Gesellschaft zugunsten der — finanziell — herrschenden Gruppe nun wird, destomehr gewinnt ihr Organ an Bedeutung. Es vertritt jetzt das Gesamtinteresse der herrschenden Finanziers gegenüber dem Individualinteresse der Unternehmung und wird um so stärker hervortreten, je kräftiger sich dieses Gesamtinteresse durchsetzt. Und wenn nun, wie ich es geschildert habe, der Finanzier eine Anzahl von Unternehmungen, die seinem Einflusse unterstehen, koordiniert — sei es unter spekulativen oder unter industriellen Gesichtspunkten —, so wird der Verwaltungsrat — kurz gesagt — das Organ der Koordination *κατ' ἐξοχήν* werden; je nachdem diese lose oder straff ist, wird seine Bedeutung schwanken.

Zu lebhafterem Eingreifen ist aber der Verwaltungsrat,

wie an anderer Stelle bereits hervorgehoben, nur dann fähig, wenn er seine Unternehmung wenigstens einigermaßen technisch begreift. Stärkere industrielle Koordination vor allem ist — ich brauche nur an die Beispiele des vorigen Kapitels zu erinnern — ohne technisches Betriebsverständnis unmöglich. Da der Finanzier dieses technische Verständnis von vornherein nur bei Finanzunternehmungen besitzt¹, erfordert eine straffere industrielle Koordination Arbeitsteilung. Daher erwächst, wie im zweiten Kapitel ausgeführt, neben dem Finanzier und im Bunde mit ihm der Industrielle — höheren Grades —, der nun die technische Fähigkeit besitzt, die dem Einflusse des Finanziers unterliegenden — gleichartigen oder einander ergänzenden — Unternehmungen in ein System zu bringen. Dieser Finanzindustrielle erhebt unser Organ zu höchster Bedeutung, indem er es zu einer sachverständigen, aber die Interessen des Ganzen, nicht der Individualunternehmung vertretenden Generaldirektion macht. Besitzt das System eine Großunternehmung als wichtigstes, zentrales Glied, so mag er dort die Spitze der „regulären“ Verwaltung, der Generaldirektor auch im eigentlichen formellen Sinne sein. So ist Emil Rathenau Generaldirektor der Allgemeinen Elektrizitätsgesellschaft und — entscheidender Verwaltungsrat könnte man sagen, in allen Unternehmungen, die dem sich um die Allgemeine Elektrizitätsgesellschaft gruppierenden industriellen System angehören. Das setzt aber bereits eine vorgeschrittene Arbeitsteilung — die industrielle Differenzierung des Finanziers — voraus, und diese ist in Deutschland — von den Gebieten der elektrischen und allenfalls der Maschinenindustrie abgesehen — noch ziemlich gering².

¹ Deshalb die weitgehenden Befugnisse, die die Gründer der deutschen Großbanken — wie im zweiten Kapitel angedeutet — dem Verwaltungsrate, d. h. sich selbst vorbehielten. Hier war eben einmal Interesse und Sachverständnis von vornherein vereinigt.

² Vgl. die Ausführungen des vorhergehenden Kapitels S. 125 Anm. 1. Das strafft konzentrierte finanzindustrielle System bilden heute in Deutschland die um den finanziellen Kern der Berliner Handelsgesellschaft gruppierten Elektrizitäts- und Maschinenkonzerne.

Nichtsdestoweniger auch bei uns „systematische Ausnutzung des Aufsichtsratsinstitutes durch die Banken“. Da aber bei geringer Arbeitsteilung, d. h. bei geringem Sachverständnis, der koordinierende Einfluß nur ein sehr schwacher und allgemeiner sein kann, wird man trotz Herrn Passow (l. c. S. 159) annehmen müssen, daß die Tantiemen doch ein sehr wesentlicher Beweggrund jener „systematischen Ausnutzung“ sind. Davon später. — In Amerika dagegen ist die industrielle Differenzierung des Finanziers sehr vorgeschritten. Im engen Bunde mit dem Finanzier im eigentlichen, ursprünglichen Sinne — (J. P. Morgan ist gegenwärtig der bedeutendste) — stehen hier die verschiedenen System-„Könige“ als oberste koordinierende Potenzen ihres Wirtschaftsgebietes und aus ihrer Vereinigung durch das Bindeglied des eigentlichen Finanziers erwächst dann jene weitere — natürlich nicht so straffe — über den Rahmen des einzelnen Wirtschaftszweiges hinausgehende, im höchsten Sinne industriepolitische Koordination, von der wir im zweiten Kapitel sprachen. Also Arbeitsteilung und Arbeitsvereinigung in höchster Potenz.

Das also ist der Verwaltungsrat in seiner wichtigsten, funktionellen Bestimmung. Ein Organ der Finanzierinteressen; stark oder schwach, je nachdem diese stark sind und mit technischem Verständnis vertreten werden oder nicht. Am stärksten bei industrieller Koordination auf finanzieller Grundlage. In diesem Falle kann er, wie gesagt, zu einer sachverständigen, die Systeminteressen gegenüber dem Individualinteresse der Unternehmung repräsentierenden Generaldirektion werden¹.

Der konkrete Inhalt des Organs ist damit freilich noch lange nicht erschöpft. Wir wissen bereits, daß der Verwaltungsrat überall vom Gesetze gefordert wird; er muß

¹ Der Einfluß der persönlichen Kapazitäten der Direktions- und Verwaltungs- oder Aufsichtsratsmitglieder auf das Verhältnis dieser Organe geht uns natürlich hier nichts an. Im konkreten Einzelfalle wird er sehr bedeutsam sein.

deshalb auch da existieren, wo er keine Funktion hat, wo die Herrscher der Unternehmung die reguläre Verwaltung bilden — d. i. also bei „industriellen“ Gesellschaften unseres ersten Typus und bei Gesellschaften, die mangels anderer organisierter Großinteressenten unbeschränkt von ihren technischen Leitern regiert werden. In diesem Falle setzt er sich entweder aus funktionslosen Sinekuristen zusammen, denen man gefällig sein will, oder aber unter seiner Form verbirgt sich das eigentliche, regelmäßig verwaltende Direktionskollegium. So ist bei den industriell regierten englischen Gesellschaften der board wohl meist tatsächlich der Vorstand — kein Aufsichtsrat in unserem üblichen Sinne. — Natürlich können andererseits auch diejenigen, die — als Eigentümer oder Hauptinteressenten — die reguläre Verwaltung führen könnten und sollten, diese aus irgendwelchen persönlichen Gründen delegieren und sich bloß die allgemeinsten und wichtigsten Entscheidungen vorbehalten. Für ihr Wirken wird dann der Verwaltungsrat einen angemesseneren Rahmen bieten als der eigentliche Vorstand.

Die unstreitig wichtigste Tatsache aber für die konkrete Entwicklung des Verwaltungsrats ist die, daß er ein bezahltes Organ ist. Das war eigentlich von vornherein gar nicht so selbstverständlich. Denn zunächst ist ja der Verwaltungsrat, wie wir gesehen haben, reine Interessenvertretung, und man pflegt im allgemeinen niemand dafür besonders zu bezahlen, daß er seine Interessen wahrnimmt. Allein von solchen Skrupeln wurden unsere Gründer wenig berührt; hielten sie doch sogar das Verdienst der Gründung an sich für einen hinreichenden Grund, sich auf Jahre, wenn nicht auf immer, Renten und Vorrechte zu bewilligen, bis die Gesetzgebung energisch gegen diese Gründerprivilegien Front machte. Der Verwaltungsrat war äußerlich ein ständiges und regelmäßiges Organ der Gesellschaft, wie die Direktion; warum sollte er keine ständige und reguläre Vergütung erhalten? Daß er oft sehr wenig verwaltete und daß er immer nur in seinem eigenen Interesse

eingriff, das stand ja nicht in den Statuten und ging die Außenstehenden gar nichts an.

So entstand eine ganz eigentümliche Funktion, eine Funktion ohne besondere festbegrenzte Pflichten, aber mit festen Rechten auf ein in der Regel sehr anständiges und nicht selten außerordentliches Einkommen. Das war verlockend genug. Es veranlaßte zunächst den Finanzier zu „systematischer Ausnutzung des Aufsichtsratsinstituts“; er ließ sich bei jeder Unternehmung, an deren Gründung er beteiligt war, in den Aufsichts- oder Verwaltungsrat „wählen“; auch wenn er nicht willens oder imstande war, einen nennenswerten Einfluß auszuüben. Aber er blieb nicht allein. Es gab noch viele, die nach diesem ruhigen Plätzchen an der Sonne strebten, und immerhin etliche, die es erreichen konnten. Hatten die leitenden Männer der Gesellschaft ein starkes Dividendeninteresse, dann geboten sie freilich der Invasion der Tantiemenfreunde bald Einhalt, denn es ging ja um das eigene Geld; waren sie aber selbst am Aktienkapital und damit an den Dividenden wenig beteiligt, so dachten sie liberaler. Es kam die liebe Vetternschaft, die Söhne, Schwiegersöhne und Freunde, denen man „den Lebensweg verschönern“ mußte. Es kam der Aristokrat, würdigte die bürgerlichen Herren seines intimen Verkehrs und ließ sich diese Auszeichnung — vielleicht auch den Weg zu anderen Auszeichnungen — mit einem anständigen Jahresgehalte bezahlen. Auch der hohe Beamte mit den guten Verbindungen nach oben, die ja oft wirklich recht wertvoll waren, kam. Größere Kunden sahen nicht ein, warum man nicht auch sie die gute Gelegenheit nutzen lassen sollte. Handelte es sich um ein System koordinierter Unternehmungen, dann gab man den obersten technischen Leitern der einzelnen Glieder Verwaltungsrats „stellen“ bei den anderen, um sie bei guter Laune zu erhalten. Und dergleichen mehr¹.

¹ Gemünd und Knödgen („Wie kann unser Aktienwesen gesunden?“ S. 17) meinen, daß auch die Mitglieder des „Vorstands“

Es ist selbstverständlich, daß sich unter diesen Umständen der Verwaltungsrat mehr extensiv als intensiv entwickelte; diejenigen, die wirklich eine Funktion auszuüben hatten, traten — wenigstens numerisch — gegen die zurück, welche bloß ein Benefizium erstrebten. Es ist freilich in der letzten Zeit mit besonderem Nachdrucke betont worden, daß auch diese „Benefiziaten“ — sei es durch ihre Verbindungen, sei es durch sachkundigen Rat — der Gesellschaft nützlich werden können¹. Das ist natürlich richtig, aber man darf diese Tatsache nicht als allgemein und noch viel weniger als den Beweggrund jener extensiven Entwicklung unseres Organs hinstellen. Eine ganz banale und alltägliche Lebensmaxime rät mir, mich mit Leuten zu verhalten, deren Verbindungen und deren Rat ich vielleicht einmal brauchen kann; aber nur einem etwas absonderlichen Krösus würde es einfallen, solchen Leuten feste und hohe Jahresgehälter auszusetzen.

Die Folge dieser Entwicklung ist, daß der Verwaltungsrat an Größe wächst, während seine Tätigkeit schwächer wird. Das ist einmal die Konsequenz der Größenzunahme selbst: ein Kollegium von fünf Leuten ist noch imstande, eine Sache durchzuarbeiten, eines von zwanzig kann kaum mehr als Ja oder Nein sagen. Dies um so mehr, wenn, wie gesagt, 15 von jenen 20 ihre Stellung nicht als Funktion, sondern bloß als Benefizium betrachten. Unter diesen Umständen werden die Plenarsitzungen des Verwaltungsrats

ohne Rücksicht auf ihre Leistungsfähigkeit bloß aus Cliquegesichtspunkten heraus gewählt werden. Das ist natürlich nicht ganz richtig; der Vorstand hat Funktionen, von deren guter Erfüllung das Gedeihen der Unternehmung abhängt, und es ist deshalb unmöglich bei seiner Auswahl von der Qualifikation so abzusehen, wie bei der ziemlich funktionsloser Aufsichtsräte. Auf der anderen Seite darf man sich freilich nicht der optimistischen Anschauung hingeben, daß die Aktiengesellschaft etwa regelmäßig der „kapitallosen Intelligenz“ die Bahn zu leitender Stellung frei mache. Das hieße die Stärke des exklusiven Zusammenhalts sozialer Gleichkreise gewaltig unterschätzen!

¹ Vgl. vor allem Rießer, Aufsichtsratsfrage, S. 296 ff.; Passow, Die Aktiengesellschaft, S. 174, 5.

wahrscheinlich den Generalversammlungen ähnlicher sein, als man zunächst zu glauben geneigt ist; häufig genug werden sie sich wie diese auf die Entgegennahme direktoneller Communiqués beschränken. Den Leuten, die wirklich in die Verwaltung eingreifen wollen — also vor allem Finanzier und Finanzindustrieller — wird jetzt das Organ mit seinem Ballast funktionell überflüssiger Mitglieder leicht zu schwerfällig sein und sie werden nebenher — im unmittelbaren Verkehr mit dem Vorstande — ihre Ziele zu erreichen suchen. Die ganze Entwicklung gipfelt also darin, daß der Verwaltungsrat zu einer praktisch bedeutungslosen Notabelnversammlung mit guten Diäten herabsinkt, während seine eigentlichen Funktionen von den Interessenten formlos ausgeübt werden. Überall, wo wir auf finanziell regierte Aktiengesellschaften stoßen, ist zumindest die Tendenz zu solcher Gestaltung wahrzunehmen.

Schon an einer früheren Stelle dieses Buches habe ich die konstitutionell-demokratische Theorie der Aktiengesellschaft skizziert, die sich in der liberalen Atmosphäre der 50er und 60er Jahre vor allem in den Köpfen der Juristen entwickelte. Nach dieser Theorie war der Gesamktionär der Herr und der Unternehmungsleiter sein bevollmächtigter Beamter. Es schien nun rätlich, zwischen dem Herrn und seinem Beamten, die ja schließlich nur einmal jährlich miteinander in Berührung kamen, eine dauernd funktionierende Zwischeninstanz einzufügen, die besser imstande wäre, das Handeln der einen Partei mit den Interessen der anderen in Harmonie zu erhalten. In England und Frankreich akzeptierte man einfach das Organ, das sich bei der Aktiengesellschaft faktisch in der Regel bereits fand — den Verwaltungsrat. In Deutschland war man unhistorischer und konsequenter. Man sagte sich — vom Standpunkte der zugrunde liegenden Theorie ganz richtig —, daß die Aktiengesellschaft ein verwaltendes Organ bereits besitze — den Vorstand; wenn sie daneben noch ein anderes für

nötig halte, so sei dies ihre Sache und daher durch das Statut zu regeln. Das Gesetz dagegen müsse fordern, daß dieses verwaltende Organ beaufsichtigt werde — im Auftrage und im Interesse der gesamten Aktionäre, die ja selbst keine ständige Aufsicht über ihre bevollmächtigten Beamten ausüben können. Das deutsche Gesetz machte also den faktisch ziemlich überall bestehenden Verwaltungsrat fakultativ und forderte dagegen ein ganz neues, der juristischen Deduktion entsprungenes Institut — den Aufsichtsrat.

Die Praxis war zunächst etwas verdutzt. Doch entdeckte sie bald, daß es gar keines Umsturzes bedurfte, um die Forderungen des Gesetzgebers zu erfüllen. Bei Licht besehen war der Aufsichtsrat ein Kollegium, das „gewählt“ wurde wie bisher der Verwaltungsrat, das bezahlt wurde wie der Verwaltungsrat, das zwar kontrollieren sollte, aber selbst nicht kontrolliert werden konnte und das nur seine kurzen Bemerkungen im Jahresberichte stilistisch etwas abzuändern brauchte, um dem Gesetze Genüge zu tun. Statt „wir haben diese oder jene Geschäfte gemacht“ mußte es nun heißen „wir haben die Geschäftsführung der Direktion beaufsichtigt und die Bilanz geprüft“. Man nahm den harmlosen Namenswechsel vor und machte sich weiter über jene juristische Marotte keine Sorgen.

Allein kaum hatte die Praxis sich bei dieser „Neuordnung“ der Dinge beruhigt, als die Juristen begannen, energisch und erzürnt die Köpfe zu schütteln. Das Gesetz von 1870 hatte den Aufsichtsrat kreiert; dann kamen die Gründerjahre mit ihren Unsummen von Leichtsinne und Betrug. Wo war das schöne Institut geblieben, das man mit vielem Scharfsinn eigens zum Schutze der Aktionärinteressen erfunden hatte? Offenbar lag es an den Personen, daß die Sache so übel funktionierte! Man zog also ernstere Saiten auf und drohte mit fürchterlichen Strafgerichten: Geldstrafe, Gefängnis, Ehrverlust (§§ 312 ff. R.H.G.B.). Freilich blieb die Drohung auf dem Papier; denn um jemand ins Gefängnis stecken und ihn der *capitis deminutio* unterwerfen zu

können, mußte man doch immerhin den Nachweis dolosen Handelns verlangen. Und der war wohl allenfalls dem Vorstand, aber niemals dem — wenn überhaupt — im Hintergrunde agierenden Aufsichtsrat gegenüber zu führen. Also blieb das Kriminal für den deutschen Aufsichtsrat bloß ein harmloses und ungefährliches Gespenst, mit dem wohl hie und da findige Advokaten ängstliche Gemüter schreckten und zu größerer Nachgiebigkeit bei „außergerichtlichen“ Schadensersatzverhandlungen bewogen.

Solange übrigens das Geschäft gut ging, war all' das nebensächlich und bedeutungslos; auch an dem Aufsichtsrate, der gar nicht funktionierte, gab es nichts zu tadeln. Solange jemand gesund ist, weiß er nicht, ob sein Hausarzt ein Genie oder ein Tölpel ist. Häuften sich aber die Zusammenbrüche, ohne daß der Aufsichtsrat einen Finger gerührt oder wenigstens ein Warnungssignal gegeben hatte, dann war es klar, daß an dem Institute etwas faul sein müsse. Sogleich nach dem Gewitter erschienen die Juristen auf dem Platze, begutachteten und machten Reformvorschläge. Die letzte papierene Sündflut dieser Art hat sich in den der Krise von 1902 folgenden Jahren entladen — und das mit besonderer Heftigkeit. Von allen Kathedern stieg man in die Arena hinab, und beinahe jeder strebsamere Rechtsanwalt von Immenstadt bis Danzig glaubte es seiner Standesehre schuldig, ein Scherflein zur „Aufsichtsratsfrage“ beizusteuern.

Das Gesetz (§ 246 R.H.G.B.) verlangt vom Aufsichtsrate zwei sehr verschiedene Dinge: Die Überwachung der Geschäftstätigkeit, also eine Verwaltungsfunktion und Revisionen der Bestände und Bilanzen, technische Aufgaben besonderer Art. Wenn ich jemand veranlasse, mich um meine Zustimmung zu befragen, ehe er einen Verwaltungsakt vornimmt, so verwalte ich eben mit. Diese Tätigkeit des Aufsichtsrates ist also im Grunde mit der natürlichen Tätigkeit des Verwaltungsrates ganz identisch. Über diese ihre Beweggründe und ihre Intensität habe ich bereits gesprochen. Das Gesetz schreibt in der Hinsicht gar nichts

vor. — Die zweite spezifische Aufgabe des Aufsichtsrats ist die Revision der (Kassen- und Waren-)bestände, Prüfung der Bilanz wie der Gewinn- und Verlustrechnung. Soweit es sich dabei um Bilanz**politik** handelt, wie ich sie im vorigen Kapitel geschildert habe, funktioniert der Aufsichtsrat wieder als Verwaltungsrat. Von Interesse und technischem Verständnisse hängt es ab, ob und wie weit er eingreift. Soweit es sich aber um eine Revision der Bilanz oder vielmehr ihrer Übereinstimmung mit ihren Unterlagen handelt, funktioniert er so viel wie gar nicht. Die Bilanzprüfung ist, wie gesagt, eine besondere, technische Aufgabe und sie könnte deshalb von den Mitgliedern des Aufsichtsrats in seiner gegenwärtigen, oben angedeuteten Zusammensetzung bei bestem Willen nur dilettantisch und unvollkommen gelöst werden. Aber dieser beste Wille ist in der Regel gar nicht einmal vorhanden. Niemand arbeitet gerne auf einem Gebiete, wo er schließlich doch nichts Rechtes leisten kann. Außerdem ist der Beruf des Aufsichtsrates fast niemals Hauptberuf — weder wenn er mehr unter dem Gesichtspunkte der Interessenvertretung, noch wenn er mehr unter dem Gesichtspunkte der Tantiemen angestrebt wurde — daher auch keine Zeit für eine solche — bei größeren Gesellschaften sehr intensive Arbeit erfordernde — Funktion.

Fazit: Der Aufsichtsrat ist — soweit er funktionell überhaupt etwas ist — ein die Verwaltung in seinem eigenen Interesse beeinflussendes Organ. Weiter nichts. Die Rechtsauffassung eines zwischen den Gesamtkaktionären und dem Aufsichtsrate bestehenden „Mandats“verhältnisses ist durchaus unsinnig — wenn nicht beide ziemlich identisch sind. Gerade da, wo sich die Mehrheit der Aktien in den Händen kleinerer, zersplitterter, regierungsunfähiger Aktionäre befindet, wo also das Schutzbedürfnis am größten ist, vertritt der Aufsichtsrat am wenigsten „die“ Aktionäre.

Die Zahl der Reformvorschläge der letzten Jahre ist, wie gesagt, Legion. Die Naivsten suchen bloß die Pflichten oder gar die Rechte des Aufsichtsrats zu vermehren, ohne

an seiner Zusammensetzung das Geringste zu ändern. Das Berliner Tageblatt schlug obligatorische Semesterberichte des Aufsichtsrates an die Generalversammlung vor¹. Die Semesterberichte würden in der Direktion oder im Sekretariat gefertigt und vom Aufsichtsrate unterzeichnet, wie gegenwärtig der Jahresbericht von ihm kontrasigniert wird. Gemünd und Knödgen² verlangen gesetzlich vorgeschriebene monatliche Aufsichtsratssitzungen. Allein damit, daß man die Herren zwingt, zusammenzukommen, ist doch noch nicht erreicht, daß sie auch arbeiten! Auch diese Autoren fordern übrigens häufigere Situationsberichte³. Rießler will die Regelung der Rechte und Pflichten des Aufsichtsrates dem Statut überlassen⁴ — der konservativste „Reform“vorschlag, der sich in der ganzen Literatur findet.

Besonders scharfer Opposition begegnet bei den Reformatoren die „Kumulierung der Aufsichtsratsstellen“. Der Finanzier und der mit ihm verbundene Finanzindustrielle lassen sich in den Aufsichtsrat aller ihrem Einflusse unterstehenden Aktiengesellschaften „wählen“, nicht so sehr, um diesen Einfluß ausüben zu können — das mag ja auch ganz formlos geschehen und geschieht tatsächlich sehr oft so — als um der Tantiemen willen. Ich habe diese Tatsache bereits erwähnt. Infolgedessen in Amerika wie in Deutschland Fälle, wo einzelne Personen — und zwar ausschließlich Finanziers und Finanzindustrielle — eine außerordentliche Zahl von Aufsichtsrats- (oder „Direktoren“)stellen bekleiden. Die Kumulierung ist übrigens „drüben“ noch außerordentlich viel stärker als bei uns⁵. Die Reformer

¹ Biermer, Die neueste Bankkrisis und das deutsche Aktienrecht, S. 24.

² „Wie kann unser Aktienwesen gesunden?“, S. 7.

³ l. c. S. 48.

⁴ Rießler, Aufsichtsratsfrage, S. 310 f.

⁵ Nach dem Directory of Directors von 1906 war die Firma J. P. Morgan & Cie. vertreten in Board von: 5 Banken, 50 Bahnen, 3 Schiffahrtsgesellschaften, 8 Trustgesellschaften, 8 Versicherungsgesellschaften und 40 industriellen Unternehmungen. Dagegen treten

behaupten nun, eine solche Häufung sei mit den Pflichten des Aufsichtsrats, deren Erfüllung doch Zeit und Arbeitskraft erfordere, unvereinbar und verlangen gesetzliches Verbot; niemand soll gleichzeitig mehr als drei (Schanz) oder fünf (Gemünd und Knödgen)¹ Aufsichtsratsstühle einnehmen können. Das ist offenbar eine Verkehrung von Ursache und Wirkung: nicht weil so viele Stellen in einer Hand vereinigt werden, bleibt ihre Funktion unerfüllt, sondern weil sie faktisch von vorneherein ziemlich funktionslos sind, bietet die Kumulierung keine Schwierigkeiten. Deshalb ist wohl — außer der Förderung des Strohmannertums — von dieser Neuerung recht wenig zu erwarten.

Andere Vorschläge wollen die reinen Tantiemenfreunde, die „Benefiziaten“ des Aufsichtsratswesens fernhalten. Warschauer wünscht gesetzliche Begrenzung der Tantiemen auf höchstens 10 000 Mk. per Jahr und Mitglied² — gewiß kein allzu radikaler Vorschlag. Die Folge wäre, übrigens wahrscheinlich nur eine weitere Vermehrung der Zahl der Aufsichtsräte — wodurch das Kollegium sicherlich nicht leistungsfähiger würde. — Andere (Schanz, Biermer, Gemünd und Knödgen)³ fordern eine Tantiemensperre — eventuell mit Zwangsanlage eines Teils in Aktien der Gesellschaft — bis zur Beendigung der Funktion Zweck: den Aufsichtsrat an die Unternehmung zu fesseln und den Regreß zu erleichtern, wenn er schadenersatzpflichtig wird. In dieser letzteren Hinsicht könnte die Reform von Wert sein. Wie sie vorgeschlagen wird, ist sie übrigens sehr leicht durch ein System — gewissermaßen „alternierender Besetzung“ zu umgehen. A ist Aufsichtsrat der Gesellschaft A₁ und B Mitglied dieses Kollegiums bei der Gesellschaft B₁. Nach Ablauf von — sagen wir — zwei

unsere Großbankleute mit ihren 20—25 Stellen ganz in den Hintergrund. Aktionär 1906, S. 479.

¹ Gemünd und Knödgen l. c. S. 19.

² l. c. S. 55 f.

³ Biermer l. c. S. 31; Gemünd und Knödgen l. c. S. 27 f.

Jahren wechseln sie ihre Plätze; A wird Aufsichtsrat von B_1 und B von A_1 . Beide treten also aus „ihrer“ Gesellschaft aus und bekommen die gesperrten Tantiemen bar ausbezahlt. Nach weiteren zwei Jahren kehren sie dann wieder in ihre alten Sitze zurück. Es ist klar: Durch häufigeren Wechsel der Personen und der Stellen läßt sich die Wirksamkeit der Neuerung wesentlich einschränken. Aber auch abgesehen davon darf man ihre Bedeutung nicht überschätzen. Gesperrtes Geld ist besser als gar keines — außerdem lassen sich nötigenfalls auf seiner Grundlage Darlehen aufnehmen. Eine Bank, die ihrem Aufsichtsrat die Tantieme sperren muß, wird ihm dafür einfach einen Kredit in irgendeiner legitimen Form eröffnen — und wer vermöchte das zu hindern. — Die Möglichkeit, im Falle der eintretenden Schadensersatzpflicht die gesperrten Tantiemen zu verlieren, wird im allgemeinen nicht sonderlich abschrecken. Der Aufsichtsrat haftet ja auch gegenwärtig schon — und Aufsichtsrat zu sein ist unter Umständen eine sehr riskante Sache. Es hat Leute gegeben, die diese angenehme Stellung mit ihrem Vermögen bezahlen mußten, aber das hat die geschilderte extensive Entwicklung nicht gehindert.

Am weitesten ist auf der Linie konservativer Reform Otto Warschauer mit seinen „Aufsichtsratsdezernaten“ gegangen. Er verlangt ressortmäßige Arbeitsteilung innerhalb des Kollegiums, „Dezernate“, die im Einklange mit den wesentlichen Sparten des Geschäftsbetriebes eingerichtet werden sollen und Verbindung der Haftpflicht mit diesen Dezernaten. Erst subsidiär soll sich die Solidarhaft des Gesamtkollegiums anschließen. Die Folge wäre bestenfalls, daß einige von den riskantesten Dezernaten von den üblichen Aufsichtsräten gemieden würden und daß es notwendig würde, für diese „sachkundige“ Leute zu bestellen. Es kämen also auch ein paar sachverständige Revisoren in den Aufsichtsrat und damit wäre sicherlich für die eine Hälfte seiner Tätigkeit etwas gewonnen. Skontrierungen und Bestandsrevisionen würden gewiß häufiger und kundiger

vorgenommen, Unterschleife der Beamten leichter entdeckt als gegenwärtig. Aber eine Aufsicht über die Politik der Verwaltung im Interesse der Gesamtktionäre darf man auch von dem so reformierten Aufsichtsrat keineswegs erwarten. Denn er ist und bleibt ja doch auch dann ausschließlich die Vertretung der regierenden Gruppe — auch die neuen sachverständigen Mitglieder danken ihr ihre Stellung und sind von ihr, nicht von den anderen Aktionären abhängig. Es ist jener Gruppe ein leichtes, für diese Stellen Leute zu finden, die nicht mehr und nicht anders beaufsichtigen als ihr genehm ist. Entsteht aber zwischen den Interessen der Gesamtktionäre und denen der regierenden Gruppe ein Konflikt, — und daß und wie das geschehen kann, wissen wir ja bereits — dann sind die Interessen der Gesamtktionäre nach jener Reform genau so unvertreten wie heute. Selbst, wenn die Vorschläge, die wir bisher betrachtet haben, wirklich die Kontrollfähigkeit des Aufsichtsrates steigern können, so lassen sie doch ein letztes, entscheidendes Problem ungelöst! Der Aufsichtsrat ist kein Mandatar der Gesamtktionäre, er ist eine Vertretung der regierenden Gruppe, deren Interessen mit denen jener nicht übereinstimmen müssen. Wer kontrolliert den Aufsichtsrat?

An dieses Problem haben ernsthaft nur diejenigen gerührt, die die Art der Bestellung des Aufsichtsrates zu ändern suchen. Die Vorschläge, die praktisch in Betracht kommen, sind Minderheitsvertretung und Proportionalwahl¹, wobei die Proportionalwahl wieder nur das Mittel ist, eine Vertretung der Minderheit zu erreichen. Das setzt natürlich Organisation dieser oppositionellen Minderheit voraus, die freilich leichter ist als die Organisation zersplitterter, nicht regierungsfähiger Aktionäre zu einer oppositionellen Mehr-

¹ Proportionalwahl beisp. bei Stier-Somlo, Aufsichtsratsfrage S. 85, Minderheitsvertretung unter anderem Berliner Tageblatt Nr. 93 und 223, 1907.

heit. Das unmittelbare Resultat wäre eine Minorität oppositioneller die Interessen der nichtregierenden Aktionäre vertretender Mitglieder auch im Aufsichtsrat¹. Daher jetzt auch der Interessenpolitik der regierenden Gruppe gegenüber — so weit sie dem Vorteil der Gesamtktionäre entgegensteht — Opposition — wenigstens theoretisch. In praxi ist diese Wirkung freilich nicht ganz so gesichert. Zunächst pflegt ein geschlossener Kreis neu eintretenden Außenstehenden gegenüber eine starke Assimilationskraft zu beweisen. Es ist sehr wahrscheinlich, daß die vereinzelt Minderheitsvertreter sich bald trefflich in die Gesichtspunkte und Anschauungen der Mehrheit finden und rasch vergessen werden, daß sie eigentlich Vertreter der Minderheit sind, wenn nur jene Mehrheit so klug ist, sie sozial und — pekuniär als ihresgleichen zu behandeln. Gelingt dies wider Erwarten nicht, lassen sich die Minderheitsvertreter nicht zur Majorität herüberziehen, dann ist es leicht, ihnen ihre Tätigkeit zu erschweren, ja fast unmöglich zu machen. Die Verwaltungsfunktionen des Aufsichtsrates können, wie gesagt, die interessierten Persönlichkeiten durchaus formlos erfüllen; die offiziellen Sitzungen des Kollegiums werden dann mit nichtssagenden ganz allgemein gehaltenen Mitteilungen ausgefüllt, aus denen sich der Minderheitsvertreter, auch wenn er sachkundig ist, bei bestem Willen nicht über die Details der Geschäftsführung unterrichten kann. Wird er — trotzdem nicht mürbe gemacht — dringender, dann findet man hundert Ausflüchte und versteckt sich wohl gar hinter Discretion und Geschäftsgeheimnis². Und wenn es ihm trotz allem gelingt, einen Blick hinter die Kulissen zu werfen und so ein Substrat für seine Opposition zu gewinnen, wird

¹ Auch Großaktionäre, die, weil ihr Besitz zur Majoritätsbildung weder nötig ist, noch ausreicht, gegenwärtig keinen Sitz in der Regierung der Aktiengesellschaft haben — solche Fälle kommen häufig vor — würden so Vertretung erlangen. Ob ihr Interesse mit dem der Gesamtktionäre übereinstimmt, ist natürlich von vornherein nicht zu sagen.

² Vgl. Passow l. c. S. 181.

er natürlich im Aufsichtsrat überstimmt. Es bleibt ihm nur die Flucht in die Öffentlichkeit und in die Generalversammlung. Der Nutzen der Reform wäre also ein indirekter; er bestände im wesentlichen in der Information, die ein solcher Minoritätsvertreter der Öffentlichkeit, der Generalversammlung und — was praktisch am bedeutsamsten ist — der mit gewissen Rechten ausgestatteten organisierten Minderheit, die ihn gewählt hat, liefern könnte.

Doch darüber später. Die Interessen der gesamten, also auch der nichtregierenden und nicht regierungsfähigen Aktionäre gegenüber der faktisch regierenden Gruppe zur Geltung zu bringen, das ist das eigentliche Rechtsproblem der Aktiengesellschaft. Es soll uns im nächsten — letzten — Abschnitte unserer Untersuchung beschäftigen.

Die Generalversammlung ist nur äußerlich ein Glied der aktiengesellschaftlichen Verwaltungsorganisation. Daß sie nicht „regiert“, ist heute, außer in gewissen, der Praxis ganz fernstehenden Juristenkreisen so anerkannt, daß ich es bloß zu erwähnen brauche¹. Eine nur in langen Zwischenräumen tagende, vielköpfige Versammlung ist von vornherein regierungsunfähig. Die regierende Gruppe ist — wie wir wissen — stets faktisch, wie formell, dauernd organisiert — dieser Organisation, d. h. der Fähigkeit regelmäßig zusammenzuarbeiten, dankt sie ja ihre Regierungsfähigkeit. Die Interessen der anderen Aktionäre sind, wie wir gleichfalls schon wissen, zu wenig auf die Gesellschaft konzentriert; daraus folgt, daß sie — regelmäßig — weder Sachkenntnis besitzen, noch — als Aktionäre — „organisiert“ sind. Aus dieser letzteren Tatsache folgt wieder, daß sie auch nicht imstande sind, die zur Leitung der Gesellschaft fähigen Leute zu bestimmen. Und aus diesem Zusammenhange von Tatsachen folgt schließlich, wie schon einmal

¹ Hecht, Börsen- und Aktienwesen S. 89, Passow l. c. S. 202 ff. Hecht in den Schriften d. V. f. S. Bd. 113, S. 163.

ausgeführt, ihre absolute Ohnmacht gegenüber der — kontinuierliche Leitung erfordernden — Gesellschaft¹.

Die Funktion der Generalversammlung ist also nicht Regierung, sondern bloß Registrierung des in der Gesellschaft bestehenden Herrschaftsverhältnisses. Das Abstimmungsprotokoll ist ihr wesentliches; was sich noch um den Akt der Stimmenabgabe herumrankt, hat bloß ornamentale Bedeutung. Es kommt freilich vor, daß oppositionelle Reden gehalten werden — häufig von Leuten, die sich ihre Opposition gern abkaufen lassen möchten; solange aber diese Ergüsse die Mehrheit der Verwaltung nicht gefährden, werden sie nicht anders, denn als momentane Unannehmlichkeiten empfunden werden. Nur wenn es einer organisierten Opposition gelingt, die Mehrheit zu erzielen, dann ist's anders, dann registriert die Generalversammlung eben den Wechsel der Herrschaft. Also auch hier das Wesentliche nicht die oppositionellen Erklärungen, sondern die Abstimmung. — Der normale „kleine Aktionär“ pflegt infolge seiner Regierungsunfähigkeit auf sein Abstimmungsrecht zu verzichten. Doch sucht sowohl die regierende Gruppe als auch eine etwa entstehende Opposition sein Stimmmaterial — in der Form der Vertretung — zu erlangen, soweit es zur Mehrheitsbildung oder -sicherung nötig ist. Ich habe bereits an einer früheren Stelle² erwähnt, daß die Generalversammlungsmehrheiten

¹ Vgl. auch im folgenden Kapitel S. ff. Passow hat für die Ohnmacht der Kleinaktionäre eine ganze Reihe von Gründen angeführt, die teils in den eben erwähnten Zusammenhängen enthalten, teils nichtssagend und willkürlich sind. Besonders häufig (so schon bei Hecht und neuerdings wieder bei Passow) findet man als Teilgrund angegeben, daß die kleinen Aktionäre in der Regel schlechte Redner seien. Sollte mangelnde rhetorische Fähigkeit wirklich eine natürliche Eigenschaft von Leuten mit geringem Aktienbesitz sein? Die Physiopsychologie müßte diesen rätselhaften Zusammenhang aufklären. Man läßt ja geringere Sachkenntnis ohne weiteres gelten, aber geringere Rednergabe? —

² Vgl. oben Kapitel II, S. 100 f.

der meisten finanziell ¹regierten Aktiengesellschaften Deutschlands zum großen Teil mit verpfändetem und vertretenem fremden Aktienmaterial erzielt werden. Ich habe auf die Gefahren dieser Methode hingewiesen und dargestellt, wie sich in Amerika die Regierung auch finanziell beherrschter Gesellschaften meist auf eigenem Majoritätsbesitz bei gleichzeitiger außerordentlicher Ökonomisierung dieses Besitzes — aufbaut. Alle diese Unterschiede ändern nichts an dem wesentlichen Charakter der Generalversammlung; sie ist das Mittel, durch das die — momentan — die Aktiengesellschaft regierende Gruppe den Bestand ihrer Herrschaft offiziell registriert ².

¹ Wo die regierende Gruppe über die Mehrheit der stimmberechtigten Aktien selbst verfügt, ist natürlich die Generalversammlung eine gar keine Vorbereitung erfordernde Formalität.

² Diese Herrschaft kann, wie wir bereits wissen, auch bloß eine vorübergehende sein; so erwarb die A. E. G. öfters temporär einen zur Bildung der Generalversammlungsmehrheit hinreichenden Stock von Straßenbahnaktien, um sich den Auftrag zur Elektrisierung erteilen zu „lassen“. Vgl. Fasolt l. c. S. 161.

Fünftes Kapitel.

Das Recht und die Aktiengesellschaft.

Im zweiten Abschnitte unserer Untersuchung haben wir das Wesen der Aktiengesellschaft — als ökonomisches Phänomen — bestimmt. Wir haben festgestellt, daß die die Aktiengesellschaft charakterisierende Nichtidentität zwischen Unternehmungsleitern und direkten Unternehmungsinteressen zu einem Konflikte der Interessen dieser beiden Gruppen führen kann, zu einem Interessengegensatze, der die Durchführung der Unternehmung unter Umständen von der natürlichen Bahn des Strebens nach dem größtmöglichen Gewinn und von dessen gleichmäßiger Verteilung abdrängt. Wir haben dann im folgenden Kapitel die wichtigsten konkreten Fälle solcher Interessendivergenz und ihrer Äußerungen betrachtet. Wir haben diese Erscheinung bisher also bloß dargestellt; nun bleibt uns noch, zu ihr Stellung zu nehmen.

Uns und dem Gesetzgeber. Das erstere ist sehr nebensächlich und das letztere ist sehr wichtig. Urteile über Recht oder Unrecht sind nur praktisch bedeutungsvoll, wenn sie sich zu anerkennenden oder bekämpfenden Rechtsnormen verdichten.

Der Gesetzgeber, der ja die Tatsache längst, freilich weniger systematisch als in einzelnen besonders krassen Äußerungen erkannt hatte, konnte sie unter zwei Gesichtspunkten beurteilen. Er konnte sagen: Ich nehme die Sache an, wie sie ist; da der Einzelaktionär unfähig ist, die Gesellschaft selbst mitzuverwalten, muß er es sich gefallen lassen, daß die, welche das können und tun, ihre eigenen

Interessen in den Vordergrund stellen. Ich schütze ihn gegen Diebstahl, Unterschleif, Betrug — aber ich erkenne ein Recht des Einzelaktionärs auf die Erzielung des größten, möglichen Gewinns prinzipiell nicht an.

Das wäre der eine, a priori ganz diskutabile Standpunkt. Der Gesetzgeber kann sich aber auch auf den entgegengesetzten stellen: Ich erkenne die Tatsache, aber ich erkenne sie nicht an. Ich gebe dem Einzelaktionär ein prinzipielles Recht darauf, daß seine Unternehmung ausschließlich in seinem Interesse — soweit es mit dem der Gesamtaktionäre identisch ist — durchgeführt werde und will alles tun, um ihm zu diesem seinem Rechte zu verhelfen. Das ist das Prinzip des absoluten Aktionärschutzes — das andere könnte man Prinzip des Deliktsschutzes nennen.

Wir wissen alle, daß dies letztere faktisch die Stellungnahme ist, die die Legislatur überall — ausnahmslos, so viel ich weiß — der Aktiengesellschaft gegenüber einnimmt. So entschieden und — prinzipiell — vollständig tut sie das, daß der Jurist hier überhaupt kein Problem mehr sieht, sondern bloß bare Selbstverständlichkeit, ein unausgesprochenes, weil ganz unzweifelhaftes Axiom der Aktiengesetzgebung.

Der Grund dieser allgemeinen und entschiedenen Stellungnahme ist wohl das Risiko des Aktionärs. Es erscheint als ein Grundsatz natürlicher Billigkeit, daß der Aktionär, der allen ungünstigen Zufällen, die die Gesellschaft treffen können, schutzlos ausgeliefert ist, auf der anderen Seite auch von allen günstigen Möglichkeiten derselben Nutzen ziehe; sonst könnte ja die Verbindung zwischen ihm und den Leitern seiner Gesellschaft leicht zu dem werden, was das römische Recht als *societas leonina* verdammt¹. Das ist also, wie gesagt, ein Postulat der *aequitas*, gegen das sich kaum etwas Stichhaltiges sagen läßt.

Damit war der Gesetzgeber prinzipiell gebunden;

¹ Juristischen Lesern die beruhigende Mitteilung, daß ich die Aktiengesellschaft damit durchaus nicht als Sozietät auffassen will.

damit erwuchs ihm aber auch ein besonderes Problem — wie überall, wo er gegebene Möglichkeiten nicht anerkennt, sondern bekämpft. Er mußte durch Aufstellung zweckentsprechender Normen die Realisierung jener Möglichkeiten zu verhindern suchen.

Ich habe schon einmal erwähnt, daß die Mittel, mit denen die Gesetzgebung an die Lösung dieser Aufgabe schritt, durch die Zeitideen bestimmt wurden, unter deren Einfluß sie stand. Die Grundlage bildete das Prinzip demokratischer Selbsthilfe. Wenn es auch offenkundig war, daß die einzelnen Aktionäre ihre Gesellschaft nicht selbst verwalten konnten, so schien es doch nicht unmöglich für sie, über die Verwaltung derselben zu Gericht zu sitzen. Sie konnten sich, so dachte der Gesetzgeber, in gewissen periodischen Abständen versammeln, um zu prüfen und zu richten. Zu prüfen, ob die Art, wie die Gesellschaftsangelegenheiten geführt worden waren, ihren Interessen entsprachen und nach dem Resultate dieser Prüfung den gegenwärtigen Leitern ihr Vertrauen zu bewahren oder zu entziehen, sie zu bestätigen oder abzusetzen. So entsteht die Generalversammlung als juristisch „oberstes, entscheidendes“ Gesellschaftsorgan. Damit aber die Gesellschaftsleiter nicht während der Zwischenzeit — die Generalversammlung kommt ja nur einmal jährlich zusammen — der Unternehmung irreparablen Schaden zufügen können, soll jene ein paar Leute delegieren, die ihnen im Interesse der Gesamtktionäre, deren Mandatare sie sind, ständig auf die Finger sehen. Über dieses Kollegium habe ich bereits gesprochen; schärfer und — juristisch — konsequenter als anderswo prägt es in Deutschland — als Aufsichtsrat — die eben geschilderte Rechtsauffassung aus.

Damit beruhigte sich der Gesetzgeber zunächst. Er sorgte noch für die nötige Information der Generalversammlung, indem er dem Vorstand die Pflicht auferlegte, Bilanz und Geschäftsbericht, mit den „Bemerkungen“ des Aufsichtsrates versehen, rechtzeitig vorzulegen. Nun mußte

die Sache in Ordnung sein. Es war ja, wie schon einmal erwähnt, die Zeit, die sich über die Fähigkeit des einzelnen, seine Interessen zu vertreten, gar keine Skrupel machte. Nach ihrer Anschauung mußte die juristische Omnipotenz der — gehörig informierten — Generalversammlung das Problem restlos lösen.

Das sind die — bei Verschiedenheiten in der Detailausführung¹ doch im ganzen überall gleichen Grundzüge des gesetzgeberischen Wollens.

Spätere Modifikationen stehen mit diesen Prinzipien nicht im Widerspruch. Man sucht die Information der Generalversammlung zu verbessern, indem man — in England seit 1900 regelmäßig — in Deutschland wenigstens in gewissen Fällen (§§ 192, 93 und 266, 67) den Bericht der

¹ Auf die Unterschiede der verschiedenen Aktiengesetzgebungen im einzelnen kann ich hier nicht eingehen. Im ganzen sind sie ökonomisch nicht sehr wesentlich. Durch die strengen Vorschriften über die Haftung der Gründer im deutschen Recht sind bei uns schwindelhafte, sehr stark überkapitalisierende Gründungen erheblich riskanter und deshalb seltener als in manchen anderen Ländern. Wichtiger vielleicht noch ist, daß durch unseren § 184 H. G. B. (Verbot der Emission unter pari) der Import des common share in seiner schwindelhaften, amerikanischen Form verhindert wurde — eine Wirkung, an die freilich der Gesetzgeber selbst nicht dachte. — Selten sind die rechtlichen Differenzen so wesentlich, daß sie die Aktiengesellschaft oder vielmehr ihre Gründer zum Wandern veranlassen. Die Bilanzvorschriften des § 261 H. G. B. haben ein paar deutsche Trustgesellschaften nach der Schweiz und nach Belgien getrieben. (Jörgens Finanzielle Trustgesellschaften S. 74.) Bekannt ist die Vorliebe der großen amerikanischen Aktiengesellschaften für den Staat New Jersey. Als Gründe werden angegeben (Report I S. 11, auch Wilgus. United States Steel Con. S. 71 ff): unbeschränkte Kapitalhöhe (nicht in allen Unionstaaten), Erlaubnis, alle möglichen Geschäfte unter einer Firma zu betreiben, geringere Haftung der Direktoren, größere Unabhängigkeit derselben von der Generalversammlung, endlich — last not least — geringere Inkorporationskosten und geringere Steuer. Die Höhe der Steuer ist natürlich keineswegs nebensächlich; in Österreich, wo der Staat und die anderen öffentlichen Körper ein Viertel bis ein Drittel des Reingewinnes für sich in Anspruch nehmen, ist dadurch die Entwicklung des Assoziationswesens ernstlich gehemmt worden.

eigenen Organe durch den außenstehender Revisoren ergänzen läßt. Man erweiterte die zivil- — neuerdings auch die strafrechtliche — Haftung der ständigen Gesellschaftsorgane. Man beginnt endlich, gegen das Majoritätsprinzip, das man zunächst ohne alle Bedenken angenommen hatte, mißtrauisch zu werden. Man bemerkt, daß die Majorität auch dann ja sagte, wenn dies den Aktionärinteressen durchaus nicht entsprach. Wie kam das? Vielleicht war die Majorität gekauft oder bestochen — dagegen erließ man strenge Strafvorschriften — vielleicht war sie indolent und verständnislos, jedenfalls meinte man, ihr das Schicksal des einzelnen Aktionärs nicht mehr unbedingt ausliefern zu können. Das führte zu zwei — formell entgegengesetzten — Konsequenzen; zu der Forderung einer qualifizierten Mehrheit für gewisse, besonders wichtige Beschlüsse, und zu den Minderheits- und Individualrechten. Die qualifizierte Mehrheit ist entweder — in der Regel — bloß eine starke (in Deutschland Dreiviertel-) — Mehrheit des in der Generalversammlung vertretenen Kapitals, oder aber sie ist eine Mehrheit einer gewissen Quote des gesamten Aktienkapitals; diese Quote muß vertreten sein, sonst keine gültige Abstimmung (sogenanntes Quorum). Das deutsche Aktienrecht kennt ein solches Quorum nur in zwei Fällen: einmal in dem ziemlich akademischen der bei Sukzessivgründungen geforderten konstituierenden Generalversammlung (§ 196), außerdem bei sogenannten „Nachgründungen“ im ersten Jahre des Gesellschaftsbestandes (§ 207). In diesem letzteren Falle werden wohl in der Regel noch die Gründer die Generalversammlung bilden; der Zweck — Vermeidung einer Überwertung der Apports — wird dadurch von vornherein vereitelt¹. Für Nachgründungen im zweiten Jahre wird übrigens bloß eine qualifizierte Mehrheit des vertretenen

¹ Im österreichischen A.-Regulativ wird das Quorum häufiger verlangt; Vertretung von ein Zehntel des Aktienkapitals wird sogar für jede Generalversammlung gefordert (§ 45). Doch läßt sich die Durchführung, da keine Abstimmungspflicht besteht, natürlich nicht unbedingt erzwingen (§ 45 Abs. 2, § 48 Abs. 4).

Kapitals verlangt. Eine solche ist weiters nach deutschem Gesetze nötig bei Abänderung des Gesellschaftsvertrages — doch ist diese Vorschrift nur zwingend, wenn der Gegenstand der Unternehmung geändert wird, sonst macht eine entgegenstehende Bestimmung des Statuts sie kraftlos. (§ 275). Endlich ist eine qualifizierte Majorität von dreiviertel des in der Versammlung vertretenen Kapitals noch erforderlich bei Kapitalsreduktion, Auflösung, Veräußerung des Gesellschaftsvermögens in toto (§ 288, 292, 303), also in Fällen außergewöhnlicher, tief einschneidender Veränderungen, die mit dem normalen Leben der Gesellschaft nichts zu tun haben.

Die Minderheit (mit zwei Ausnahmen ein Zehntel des Aktienkapitals) besitzt zunächst ein Klagerecht wegen der etwa bei der Gründung vorgekommenen Benachteiligungen der Gesellschaft, auf deren Vermeidung der deutsche Gesetzgeber seit den 70er Jahren besonderes Gewicht legt (§ 268). Sie hat ferner das Recht im Falle groben Unfugs („Unredlichkeiten oder grobe Verletzungen des Gesetzes oder Gesellschaftsvertrages“) die gerichtliche Bestellung von Revisoren zu verlangen (§ 266). Sie kann gegen Vorstand und Aufsichtsrat auf Schadenersatz klagen, wenn diese das Gesetz verletzt haben (spezielle Fälle sind in § 241 aufgezählt). Aktionäre, die den zwanzigsten Teil des Grundkapitals repräsentieren, können eine Generalversammlung einberufen (§ 254) und „aus wichtigen Gründen“ die gerichtliche Ernennung der Liquidatoren durchsetzen. Schließlich kann der einzelne Aktionär Generalversammlungsbeschlüsse, die ungesetzlich sind oder gegen das Statut verstoßen, durch Klage anfechten (§ 271).

Auf die fremden Gesetzgebungen soll hier im einzelnen nicht eingegangen werden. Englisch und französisches Recht kennen sowohl qualifizierte Majorität als Minderheitsrechte¹. In der Schweiz sind die deutschen Minderheits-

¹ Lehmann, Recht der Aktiengesellschaft II. 280. Schirrmeyer, Die englische Aktiengesetznovelle von 1900 S. 86, 88, 89. Ähnlich das japanische Recht. Lehmann I. S. 281.

rechte gegen die Gründer und Gründergenossen Individualrechte der einzelnen Aktionäre (und Gläubiger)¹. Das österreichische Aktienregulativ ermöglicht sogar die Vertretung einer Minderheit von einem Drittel des in der Generalversammlungrepräsentierten Kapitals im Verwaltungsrat (§ 37)².

In knappen Zügen habe ich wiederholt — am Beginn des zweiten und am Schlusse des letzten Kapitels — die Momente hervorgehoben, die die Regierungsunfähigkeit „der“ Aktionäre begründen. Sie wurzeln in einer Tatsache, die aufs engste mit dem Wesen der Aktiengesellschaft zusammenhängt und die darum keine Kunst des Gesetzgebers beseitigen kann, in der Tatsache nämlich, daß es in der Regel kein Hauptberuf ist, Aktionär zu sein. Der Aktionär, für den es Hauptberuf ist, gehört entweder zur regierenden Gruppe, oder aber — und das kommt oft genug vor — die Ohnmacht der anderen, deren Interessen nicht

¹ Lehmann l. c. I S. 464, 481.

² In den einzelnen Bestimmungen zeigen die meisten Gesetze vor allem das Bestreben, gegen den Gründungsschwindel anzukämpfen. In Deutschland strenge Revision in der Regel durch Außenstehende — (§ 192, 93) — und unbedingte Haftung aller Beteiligten. In England strenge Prospekterfordernisse und scharfe Haftung für unwahre Angaben (Schirrmeister S. 73 ff). Ähnlich gegenwärtig in Frankreich (Bankarchiv 1907 S. 120). Hier hat man auch versucht durch zweijährige Sperre der Apportaktien die Gründer mehr mit den Interessen ihrer Unternehmung zu verknüpfen (Aktionär 1905 S. 441). Die Vorschrift ist übrigens leicht zu umgehen; die Gründer zeichnen das ganze Kapital und entschädigen die Verkäufer in „bar“, die ihnen dafür einen entsprechenden Posten Aktien „abkaufen“. Die doppelte „Zahlung“ wird natürlich buchmäßig erledigt. Durch diese Schiebung verschwindet die Apportaktie und damit die Sperrpflicht. — Die nordamerikanischen Statutarrechte bestimmen im allgemeinen strenge Prospektshaftung, wie das englische Gesetz (Lehmann I 472). Massachusetts, das unter allen Unionsstaaten das strengste Aktiengesetz besitzt — der Gegensatz ist New Jersey — schreibt — ähnlich wie das deutsche Recht — eine Prüfung der Gründung durch einen Außenstehenden, nämlich durch den vom Staate bestellten commissioner of corporations vor. Daneben finden sich in den amerikanischen

auf die Gesellschaft konzentriert sind, bindet auch ihm die Hände — und läßt ihm nur in den Minoritäts- und Individualrechten einige kümmerliche Waffen für außergewöhnliche und besondere Fälle.

Der Gesetzgeber erkennt übrigens jene Tatsache voll an, indem er es dem Aktionär, der in aller Regel faktisch hierzu weder Zeit noch Verständnis besäße, auch rechtlich unmöglich macht „seiner“ Gesellschaft persönlich irgendwie näher zu treten. Er ist ein Herrscher, dem man im eigenen Hause brüsk die Türen verschließen kann und der nur einmal im Jahre den Richtstab in die Hand nehmen darf, um über das zu urteilen, was hinter jener verschlossenen Türe vorgegangen ist. Er kann das natürlich nur nach den Berichten derer tun, die im Hause walteten. Ob die Information, die er erhält und die die Grundlage seines Urteils bilden soll, genau und vollständig ist, kann er natürlich nicht beurteilen. Die Bilanz gibt auch, wenn sie treu ist, nur das Resultat und bestenfalls einige allgemeine Andeutungen über die Richtung der Geschäftsführung. Im einzelnen ist der Aktionär durchaus auf das angewiesen, was ihm von den Leuten der Verwaltung mitgeteilt wird; er kann unmöglich erkennen, ob man ihm alles und ob man ihm alles ungefärbt gesagt hat, was sich hinter der verschlossenen Türe ereignet hat. Also schon in der Erkenntnis der Tatsachen, die er prüfen soll, ist er hilflos. Noch schlimmer aber steht es in der Regel mit seiner Fähigkeit, diese Tatsachen zu beurteilen. Er hat ja für die Prüfung

Gesetzen Bestimmungen, die von anderen, uns fremden Gesichtspunkten ausgehen. Massachusetts beispielsweise verbietet den common share. In demselben Staate war bis 1899 die Errichtung einer Gesellschaft mit mehr als einer Million Kapital von — selten erteilter — staatlicher Genehmigung abhängig. Wie diese, so richten sich auch noch manche andere einzelstaatliche Rechtssätze gegen die Trusts; vor allem das nicht seltene Verbot der Vereinigung verschiedener Zwecke in einer Gesellschaft. Pennsylvanien verbietet 1907 Eisenbahnen die Beteiligung am Mining or Manufacturing Business (F. a. C. Chr. v. 84 S. 1281). Vgl. Rep. of Ind. Comm. I. S. 252 Wilgus United States Steel Corp. S. 71.

im besten Falle keine anderen Maßstäbe als die allgemeinen Grundsätze kaufmännischer Praxis. Nichts ist leichter als solch allgemeine Grundsätze mit dem Hinweis auf spezielle Verhältnisse zu entkräften. Die Verwaltung ist stets in der Lage, den Meinungsstreit auf ein Gebiet hinüber zu leiten, auf das ihr der normale Einzelaktionär gar nicht folgen kann, weil ihm die sachlichen Argumente fehlen, fehlen müssen, nämlich auf das Gebiet des speziellen technisch-wirtschaftlichen Charakters der Unternehmung. Jede Prüfung der Lösung einer Aufgabe, deren technische Details man nicht beherrscht, ist von vornherein problematisch und unsicher.

Noch weniger aber als prüfen kann der normale Aktionär richten. Von gewissen außerordentlichen Fällen abgesehen, hat die Generalversammlung nur zu entscheiden, ob sie die Tätigkeit der Verwaltung bestätigt oder verwirft, ob sie sie in ihrem Amte beläßt oder nicht. Allein — man kann nur den absetzen, den man ersetzen kann. Die Unternehmung erfordert kontinuierliche Leitung; man muß also bereits die Leute haben, die an die Maschine treten können, wenn die anderen sie verlassen, ehe man nein sagt. Unter diesen Umständen ist es für die normale Generalversammlung ziemlich unmöglich, nein zu sagen. Ohne besondere, planmäßige, lange vor der Generalversammlung einsetzende Agitation ist es ganz unmöglich, daß sich die Aktionäre, die einander gar nicht kennen und durch keine anderen Interessen als die sekundären des Aktienbesitzes verbunden sind, auf ein neues Direktorium einigen. Wer jemals mit Wahlen zu tun gehabt, weiß, daß es dabei zweierlei zu tun gibt: die Personalfragen müssen im engen Kreise gelöst und diese Lösung muß dem weiteren Kreise der Wahlberechtigten plausibel gemacht werden. Es ist schwer zu entscheiden, ob das eine oder das andere mehr Aufwand von Zeit und Mühe fordert. Die Schwierigkeit und die Arbeit wird aber verdoppelt, wenn es sich, wie in unserem Falle, um rein materielle Interessen handelt, wo die persönlichen Rivalitäten und das persönliche Mißtrauen stärker

sind als irgendwo sonst. Der Normalaktionär kann unmöglich die Zeit und die Kraft opfern, die eine solche positive Organisation der Opposition erfordert. Nur besonders starke Interessen an der Erlangung der Gesellschaftsherrschaft rechtfertigen einen solch außerordentlichen Aufwand. Ist eine Gruppe von Leuten vorhanden, die aus solchen besonders starken Interessen heraus, die Opposition positiv, das heißt regierungsfähig machen - dann mag sich ihr der Normalaktionär, wenn er unzufrieden ist, anschließen. Ob er mit diesen neuen Mandataren besser fahren wird, kann er natürlich im Vorhinein nicht wissen; er ist ja auch ihnen gegenüber genau so unfähig zur Kontrolle wie ihren Vorgängern. Fehlt aber eine solche organisierte und positiv arbeitsfähige Opposition¹, dann muß er wohl oder übel der regierenden Gruppe sein „Vertrauen“ bewahren. Denn in diesem — normalen — Falle nimmt sie der Generalversammlung gegenüber die allmächtige Stellung eines Dieners ein, den man notwendig braucht und nicht ersetzen kann und der nur leise anzudeuten braucht, daß er ja auch gehen könne, um alle seine Wünsche durchzusetzen.

Was folgt daraus? Man braucht gar nicht zu der Tatsache seine Zuflucht zu nehmen, daß viele Aktionäre verständnislos und ebenso viele „indolent“ ihrem Grundrechte, in der Generalversammlung die „oberste“ Entscheidung über das Schicksal ihrer Gesellschaft zu fällen, gegenüber stehen, um den regelmäßigen Bankrott dieses Instituts zu erklären. Die Generalversammlung ist für die Regel auch dann völlig ohnmächtig, wenn der Aktionär sein Recht so ernst nimmt und es mit so viel Sachkunde ausübt als sich vernünftigerweise erwarten läßt. Daß ein normaler Wähler die Arbeiten eines Wahlkomiteés auf sich nehme, ist eben vernünftigerweise nicht zu erwarten.

Man sieht, der Schutzwert der Generalversammlungs-

¹ Die auch durch Sezession aus dem Schoße der regierenden Gruppe selbst entstehen kann, wenn innerhalb derselben Interessendivergenzen nicht ausgeglichen werden können.

rechte ist ein bedingter und eventueller, kein unmittelbarer und regelmäßiger, er besteht in der Ermöglichung des Übergangs der Gesellschaftsherrschaft an eine etwa bestehende positiv organisierte, oppositionelle Gruppe. Das gilt auch für die wenigen Fälle, in denen die Generalversammlung spezielle Fragen mit einfacher und qualifizierter Mehrheit zu beantworten hat. Diese Fragen sind ausnahmslos solche von tief einschneidender Bedeutung, Kabinettsfragen. Kabinettsfragen kann man aber bekanntlich nur verneinen, wenn man in der Lage ist, ein neues Kabinett zu bilden.

In praxi kommt dann freilich noch dazu, daß viele Aktionäre nicht einmal die gewöhnliche kaufmännische Urteilskraft mitbringen, daß die meisten gar keine Lust haben, sich mit Prüfen und Richten abzugeben und daß wiederum andere die -- instinktiv oder bewußt erkannte -- geringe Substantialität ihrer Rechte zu leichtem Verzicht auf deren Ausübung veranlaßt; so daß schließlich die Teilnahme wirklich unabhängiger Aktionäre meist gering ist und die Generalversammlung zu einem rein formellen Akte herabsinkt.

Wertvoller und wesenhafter als die Majoritäts- sind die Minoritätsrechte. Im deutschen Rechte — das sie stärker ausgebildet hat als die meisten anderen — dienen sie dazu, unter gewissen Umständen auch gegen den Willen der Generalversammlung eine bessere Information durch Außenstehende zu erlangen und die gesetzliche Haftung der Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder durch Klage zu realisieren. Zunächst sind diese Rechte auf außerordentliche Information und Entschädigung Majoritätsrechte der Generalversammlung; allein diese kann von ihnen natürlich gegen den Willen der regierenden Gruppe keinen Gebrauch machen — es sei denn, daß eine regierungsfähige Opposition sie führt. Ich brauche das wohl nicht noch einmal auszuführen. Die Minorität dagegen handelt gewissermaßen unverantwortlich; gegen sie gibt es keine Kabinettsfragen und keine Demissionsdrohungen, sie mag die Regierung noch so argwöhnisch und feindlich behandeln.

Darin liegt eine sehr bedeutsame, fruchtbarer Ausnutzung fähige Kraft der Minderheit.

Freilich kommt in praxi die Minderheit mit ihren Rechten selbst bei uns — wo sie, wie gesagt, größer sind als in den meisten anderen Ländern — nicht sehr weit¹. Ihrem Antrage auf gerichtliche Ernennung von Revisoren über Gründungstätigkeit und Geschäftsführung ist laut § 266, Abs. 3 — nur bei Verdacht groben Unfugs, krimineller Handlungsweise stattzugeben. Ihr Recht zur Erhebung der Schadenersatzklage erstreckt sich allerdings auf das ganze Gebiet der Haftung der Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder. Da ist zunächst die Übervorteilung bei der Gründung, dann die sechs Spezialfälle des § 241. Diese sechs Fälle unterordnen sich dem sogenannten Postulate der Erhaltung des Grundkapitals — mit Ausnahme des sechsten, der den Schutz der Gläubiger bezweckt und den Leiter der insolventen oder konkursreifen Gesellschaft für Zahlungen aus dem Gesellschaftsvermögen verantwortlich macht. Mit der Geschäftspolitik haben sie gar nichts, mit der Verteilungspolitik nur dann zu tun, wenn die Verteilung das Grundkapital der Gesellschaft offen angreift². Dies und dies allein sind die durch das Gesetz ausdrücklich hervorgehobenen Fälle — im übrigen haben die Vorstands- und ebenso die Aufsichtsratsmitglieder die

¹ Bei großen Gesellschaften ist die geforderte Minderheit von einem Zehntel des Aktienkapitals übrigens recht bedeutend; es handelt sich da leicht um ein paar Millionen, die zu gemeinsamem Vorgehen organisiert werden müssen, um zur Ausübung der Minderheitsrechte zu gelangen. Dadurch wird diese Ausübung natürlich wesentlich erschwert. Es wäre deshalb vielleicht zu erwägen, ob sich nicht statt der einheitlichen eine mit der wachsenden Größe des Aktienkapitals abnehmende Quote empfehlen würde.

² Die Bilanz behandelt § 261 mit einer den meisten anderen Gesetzen fremden Ausführlichkeit. Auch seine Vorschriften stehen ganz unter dem Einflusse jenes Postulats von der Erhaltung des Grundkapitals. Daher nur Schutz gegen optimistische Bilanzfärbung, nicht der geringste gegen — selbst auf die Spitze getriebene — Thesaurierungspolitik.

„Sorgfalt eines ordentlichen Geschäftsmannes“ anzuwenden und haften in diesem Umfange.

Diese allgemeine Haftung ist freilich praktisch nur von sehr begrenzter Bedeutung. Schon die außerordentliche Weite und Vieldeutigkeit ihres Kriteriums schwächt sie ab. Der Gesetzgeber hat in seiner Hilflosigkeit die ganze Sache dem Richter zugeschoben. Er hat ihm nicht nur die volle Schwierigkeit — auch für einen kaufmännischen Laienrichter ist es keine kleine Aufgabe, Vertrags- oder Bewertungsdetails zu beurteilen, deren technische Grundlagen ihm wahrscheinlich völlig fremd sind, — sondern auch die ganze Verantwortung der Interpretation ohne jeden Fingerzeig aufgebürdet. Die unvermeidliche Folge muß — wo es sich nicht um die Spezialfälle des § 241 oder um außerordentlichen Leichtsinns oder eklatante Betrugerei handelt -- eine gewisse Unsicherheit und Willkür der Jurisdiktion sein, die leicht dem Kläger, — den ein verlorener Prozeß teuer zu stehen kommen kann (§ 269) — abschreckt.

Weit wichtiger aber, ja geradezu entscheidend ist die Tatsache, daß der Minderheit, auch wenn sie organisiert ist und darum rechtlich in der Lage wäre, vorzugehen, in der Regel die Kenntnis und die sachliche Beurteilung jener Vorgänge mangeln wird, die sie inkriminieren könnte. Ohne Substrat keine Klage und ohne genaue Kenntnis der Klagefakten keine Aussicht auf Sieg. Die Minorität braucht also genaue, sachkundige, unabhängige Information. Woher soll ihr die kommen? Das regelmäßige, gesetzliche Aufsichtsorgan ist eine Interessenvertretung der regierenden Gruppe, kann nichts anderes sein, so lange es von der Generalversammlungsmehrheit gewählt wird und kommt deshalb, selbst wenn es wirklich sachkundig ist, für die Information der Opposition überhaupt nicht in Betracht. Ganz dasselbe gilt von den etwa von der Generalversammlung mit Zustimmung der regierenden Gruppe gewählten Revisoren. Bleiben also nur die gerichtlich

ernannten Revisoren, die aber, wie gesagt, nur bei Verdacht krimineller Handlungen bewilligt werden.

Facit: in praxi erlangen — selbst nach den strikten Vorschriften des deutschen Gesetzes — die Minderheitsrechte — und dasselbe gilt natürlich von den strafrechtlichen Kautelen noch in stärkerem Maße — in der Regel wohl nur in Fällen eklatanter und außergewöhnlicher Verletzung der Gesellschaftsinteressen Bedeutung. Selbst dann ist für die zivile Verfolgung noch das Vorhandensein einer organisierten und unter Umständen ganz stattlichen Minderheit Voraussetzung.

Auch der Nutzen der Minderheitsrechte ist wesentlich ein indirekter. Die Möglichkeit, von einer Organisation, deren Bildung sich außerhalb ihrer Machtsphäre vollzieht und die sie nicht, wie die Mehrheit, entwaffnen kann, eventuell zu Rechenschaft und Ersatz gezwungen zu werden, wird die regierende Gruppe zu einer gewissen Vorsicht beim Verfolg ihrer Interessen gegen die der Gesellschaftsaktionäre veranlassen. Sie wird, wie ich schon früher einmal gesagt habe, vor dem Eklat Halt machen und sie wird sich im Hinblick auf jene Möglichkeiten freiwillig von Personen trennen, die sie durch allzu krasses Vorgehen kompromittieren. Die Minderheitsrechte — und genau so die strafrechtlichen Bestimmungen — werden, kurz gesagt, in dem Rahmen prohibitiv wirken, in dem sie eventuell faktisch wirksam werden können. Allzuweit ist dieser Rahmen ja in praxi freilich nicht.

Nimmt man also alles in allem, so erreicht selbst das deutsche Recht mit seiner „klirrenden Schneidigkeit“ den Schutz der Gesamtktionäre gegen eine abweichende Interessenpolitik der leitenden Persönlichkeiten bloß in sehr bescheidenem Umfange. Nur wenn sich jenes Handeln gegen das Interesse der Gesellschaft, oder vielmehr ihrer Aktionäre, schroff und plötzlich in ihrer ökonomischen Situation ausdrückt — wenn es zur Verschuldung, zur Notwendigkeit einer scharfen Kapitalsreduktion, zu ungünstiger

Liquidation oder gar zum Bankrott führt — wird in der Regel das zivile und eventuell das kriminelle Klagerecht wirksam werden können. Für die Normalfälle aber — die nicht so katastrophal enden und häufiger sind, wird gewöhnlich die mangelnde Information des Klägers und die durch die führerlose Freiheit der Interpretation unvermeidliche Unsicherheit der Rechtsprechung dieses Klagerecht illusorisch machen. Die gewöhnlichen Majoritätsrechte haben überhaupt nur einen indirekten und ausnahmsweisen Schutzwert.

War das die Absicht? Gewiß nicht. Ein radikaleres Programm absoluten Aktionärschutzes, als es der deutsche Gesetzgeber in dem bekannten § 312 des neuen Handelsgesetzbuches aufgestellt hat, läßt sich überhaupt nicht denken. „Mitglieder des Vorstandes oder Aufsichtsrates oder Liquidatoren werden, wenn sie absichtlich zum Nachtheile der Gesellschaft handeln, mit Gefängnis und zugleich mit Geldstrafe bis zu zwanzigtausend Mark bestraft.“ Als Rechtsnorm ist dieser Satz bedenklich, wie jeder, der nur in einem von hundert Fällen, auf die sein Wortlaut paßt, wirklich angewendet wird. Er ist nichts als ein Ausdruck der Hilflosigkeit des Gesetzgebers, der das Gefühl hat, daß Strenge nötig wäre, sich aber nicht darüber klar werden kann, wo und wann. Also in Gottes Namen überall! Solch programatische Sätze unbestimmt allgemeinen Charakters gehören aber nicht in ein Gesetzbuch, das klar und bestimmt sein und nichts wollen soll, was es nicht kann. Selbst wenn es durchführbar wäre übrigens, wäre es ganz mittelalterlich, bei jeder vom Standpunkte der Gesellschaft etwas schiefen Handlung mit dem Schwerte des Kriminalisten dreinzufahren.

Aber als Programm ist der Satz überaus charakteristisch; er stellt es, wie gesagt, außer allen Zweifel, daß der Gesetzgeber prinzipiell den absoluten Schutz des Aktionärs will. In diesem Punkte sind ja, wie ich bereits am Anfange dieses Abschnittes hervorgehoben habe, in der Theorie alle Gesetzgebungen völlig einig. Wir wissen aber nun, daß die Mittel, die die Aktiengesetzgebung bisher angewandt hat, dieses prinzipielle Ziel nicht erreichen. Machen wir

also den Versuch, die Wege zu finden, auf denen der Gesetzgeber seine theoretische Absicht verwirklichen könnte. Es kann sein, daß die Mittel, die dazu nötig wären, von anderen Gesichtspunkten so viele Nachteile böten, daß sich der Gesetzgeber lieber zu einer Revision seines Prinzips, als zu ihrer Anwendung entschliesse. Jedenfalls wäre aber dann Klarheit in die Sache gebracht, der scharfe Widerspruch zwischen theoretischem Wollen und praktischem Erreichen, der sich am deutlichsten in der Nervosität äußert, mit der man heute überall und fortwährend an der Aktiengesetzgebung herumdoktert, wäre gelöst.

Überblicken wir die Kritik des deutschen Aktiengesetzes, die ich einige Seiten weiter oben gegeben habe, so werden wir leicht entdecken, wo der Boden hoffnungslos steril ist und wo er entwicklungsfähige Keime trägt. Nicht entwicklungsfähig ist die Generalversammlung als solche — sie kann nicht mehr leisten, als sie gegenwärtig leistet. Steril ist — für unsere Zwecke — der Aufsichts- oder Verwaltungsrat — so lange er aus einer Majoritätswahl der Generalversammlung hervorgeht. Keimfähig sind die Minderheitsrechte, wenn ihrer Ausübung durch sachkundige und unabhängige Information und durch eine reelle Verantwortlichkeit der Organe der Boden bereitet wird. Das alles brauche ich jetzt wohl nicht weiter zu begründen.

Das Hauptproblem heißt Information. Diese Information muß aber, da der Aktionär in der Regel nicht sachverständig ist, die Tatsachen nicht nur liefern, sondern auch beurteilen, sie muß also fachmännisch sein. Außerdem muß sie natürlich regelmäßig und unabhängig sein — das ist selbstverständlich.

Man könnte zunächst an die — oft vorgeschlagene, im österreichischen Aktienregulativ in beschränktem Umfange bereits realisierte — Minderheitsvertretung im Aufsichtsrat denken, von der ich schon im vorigen Abschnitte gesprochen habe. Der Leser wird sich erinnern, daß die Wirksamkeit dieser Vertretung auf mancherlei Hemmnisse stößt. Zunächst ist die Gefahr, daß der Minoritätsvertreter zur Mehr-

heit hinübergezogen werden könnte, sehr groß — in den vereinzelt Fällen, in denen bisher eine solche Minderheitsvertretung existierte, ist das vorgekommen. Sodann könnte dem oppositionellen Aufsichtsrat die Möglichkeit der Information sehr erschwert werden, jedenfalls müßte das Gesetz die Aufschlußpflicht des Vorstandes gegenüber dem einzelnen Aufsichtsratsmitglied wesentlich verstärken. Endlich wäre die ganze Sache nur möglich, wenn die Minderheit sich auf einen Vertreter einigte; da das Mandat in der Regel recht lukrativ ist, gäbe es leicht persönliche Rivalitäten und es wäre keine Gewähr für die Sachkunde des Minderheitsvertreters gegeben, die bei seiner Stellung doppelt unentbehrlich ist.

Der Wert der Reform wäre also nur ein halber — ganz abgesehen davon, daß sie nur unter der Voraussetzung einer Organisation der Minderheit also keineswegs in allen Fällen praktisch wäre. Wollte man ganze Arbeit tun, so müßte man einen Schritt weiter gehen und völlig außenstehende unabhängige und unbedingt sachverständige Prüfungsorgane schaffen.

Einen Ansatz in dieser Richtung bilden die obligatorischen auditors des neueren englischen Rechts¹. Aber einmal sind diese nicht unabhängig -- dadurch daß sie von der Generalversammlung gewählt werden und die Höhe ihrer Vergütung nicht fest ist, sondern durch Vereinbarung mit der Gesellschaft festgesetzt wird, geraten sie in ein direktes Interessenverhältnis zur regierenden Gruppe — und außerdem ist ihre Prüfungsaufgabe eine überaus beschränkte. Sie haben nur rein kalkulatorisch die Richtigkeit der Bilanz zu beurteilen. Das bietet einen gewissen Schutz gegen gefälschte Bilanzen, aber gegen nichts anderes. Deshalb sind die auditors gewiß ganz nützlich, aber für den Aktionärschutz leisten sie nur ein Minimum.

¹ Vgl. Gertung, Bücherprüfung im englischen Recht passim, Companies Act von 1907 sect 19. Ähnliche Prüfungen nehmen bei uns bekanntlich gelegentlich die Treuhandgesellschaften vor.

Wollte man diese außenstehenden Prüfungsorgane wirklich ernstlich in den Dienst eines strengen, allseitigen Aktionärschutzes stellen, so müßte man sie zu materieller Prüfung nicht nur der Bilanz, sondern aller wichtigen Akte der Geschäftsführung legitimieren. Volle Unabhängigkeit, Bestellung durch die Behörde¹, Entlohnung durch feste, gesetzlich bestimmte Gebühren, volles Informationsrecht gegenüber der Geschäftsleitung, verbunden natürlich mit strengster Geheimhaltungspflicht, branchen- und ressortmäßige Spezialisierung, theoretische und praktische Vorbildung, die volles Sachverständnis verbürgt, berufliche nicht ehrenamtliche Ausbildung der Funktion — das müßten die Grundzüge des Instituts sein. Vielleicht wäre hier für die kapitallose Intelligenz, die bei der Aktiengesellschaft sehr häufig aus sozialen Gründen nicht emporkam, ein Feld fruchtbarer Betätigung zu schaffen. Auf eine, volles Sachverständnis ermöglichende Arbeitsteilung wäre natürlich das Hauptgewicht zu legen; die Spezialisierung der Prüfungshätte genau der der Leitungsorgane zu folgen — denn nur wer leiten könnte, kann die Leitung wirklich kontrollieren.

Im einzelnen würde die Praxis selbst gewisse Normen der Durchführung herausbilden, die freilich nicht zu bureaukratischem Formalismus erstarren dürften. Eine gewisse Erheblichkeit der Schädigung der gesellschaftlichen Interessen wäre selbstverständlich als Grundlage der Beanstandung zu fordern, kleinliches Schikanieren um unbedeutende Dinge von vornherein auszuschließen. Dagegen wäre Konnivenz gegenüber der Leitung durch strenge persönliche Haftung der Inspektionsorgane vorzubeugen — ebenso durch entsprechende Höhe der ihnen zufließenden Gebühren. Aus gleichem Grunde wäre häufiger Wechsel

¹ Am zweckmäßigsten wohl einer eigenen Zentralbehörde, die auch das Forum für Beschwerden und der Träger des eventuellen Disziplinarverfahrens wäre. Eine besondere Sektion könnte das ihr reichlich zufließende Material — beschränkt und allgemein natürlich — volkswirtschaftlich verwerten.

innerhalb der Unternehmungen — nicht innerhalb der Branche oder des Ressorts; das würde die absolut notwendige Spezialisierung zerstören — wünschenswert. Alle Beobachtungen des Vorgängers müßten natürlich dem Nachfolger als erschöpfendes Geheimmaterial zur Verfügung stehen¹.

Diese Inspektoren hätten ihren Bericht der Generalversammlung vorzulegen; er hätte das Substrat für das eventuelle Klagerecht der Minderheit zu bilden, Es stünde jetzt übrigens nichts im Wege, diese Minderheitsrechte zu Individualrechten der einzelnen Aktionäre zu machen. Für den Fall, daß trotz grober Verletzung der Gesellschaftsinteressen keine Klagen erhoben werden sollten, könnte vielleicht das Prüfungsorgan selbst subsidiär zur Klageerhebung ex officio verpflichtet werden. Doch wäre das, wie gesagt, auf — gesetzlich möglichst spezialisierte — Fälle grober Benachteiligung der Gesellschaft einzuschränken.

Das riecht ein wenig nach Polizei? Ich kann's nicht leugnen. Mag sein, daß mancher denkt, es sei besser, auf das Prinzip absoluten Aktionärschutzes zu verzichten, als diese unsympathische Aufsicht mit in Kauf zu nehmen. Das habe ich nicht zu entscheiden. Aber ich glaube, daß man sich entweder zu dem einen oder zu dem anderen entschließen muß. Die regelmäßige und vollständige Durchführung jenes Prinzips ist ohne genaue Kenntnis und unabhängige, wie sachkundige Kritik der Interna der Geschäftsführung ganz unmöglich — so unmöglich etwa, wie eine gleichmäßige Steuer ohne Eindringen in die Einkommens-

¹ Besonders heikel und schwierig wäre die Rolle unserer Inspektoren bei den uns bekannten Fällen industrieller Koordination, hier könnte sie ihr primärer Gesichtspunkt leicht in die undankbare Stellung reaktionärer Verneiner technischen und kommerziellen Fortschritts treiben. Wo eine dauernde Beeinträchtigung einzelner Gesellschaften zugunsten anderer technisch oder kommerziell begründet wäre, müßte im Geiste absoluten Aktionärschutzes auf Ausgleichung der Vorteile durch gegenseitige Interessenbeteiligung oder — besser — durch Fusion gedrängt werden.

verhältnisse. Es hat Leute gegeben, die sagten: dann verzichten wir eben auf eine gleichmäßige Besteuerung. Das ist ein Standpunkt, den man nicht zu teilen braucht, aber über den sich reden läßt. Wer den Zweck will, muß auch die Mittel wollen; wer die Mittel perhorresziert, muß eben auch den Zweck aufgeben.

Der bestehende Aufsichtsrat würde — selbst wenn es gelänge, ihn durch allerlei Reformen sachkundig zu machen, doch niemals unabhängig. Dasselbe gilt, wie gesagt, von jedem anderen durch die Mehrheit bestellten Prüfungsorgan. Sachkundige Vertreter der Minderheit zu finden, wäre, wie erwähnt, nicht immer möglich — außerdem würde ja überhaupt nur eine organisierte Minderheit vertreten sein, der Schutz wäre also eventuell, nicht unbedingt. Die intime Sachkenntnis und Urteilsfähigkeit speziell vorgebildeter, branche- und ressortmäßig spezialisierter Berufsinspektoren wäre bei freier Vertretung der Minderheit niemals zu erreichen. Minoritätsvertretung im Aufsichtsrat wäre also zwar — gegenüber dem gegenwärtigen Stande der Dinge — nicht ganz wertlos, aber sie wäre, wie ich schon weiter oben angeführt habe, eine halbe Maßregel mit noch nicht halbem Erfolge.

Die Einführung von Inspektoren, wie ich sie eben skizziert habe, würde das „Aufsichtsratsproblem“ von selbst lösen. Die faktisch vom Aufsichtsrat kaum oder gar nicht geübte Überwachungstätigkeit fiel an das neue Organ, die Verwaltungstätigkeit bliebe dem alten Kollegium. Es wäre zweckmäßig, dasselbe dann wieder Verwaltungsrat zu nennen und mit ethischen Forderungen, für die es so gar kein Verständnis bewiesen hat, zu verschonen. Seine extensive Entwicklung könnte man eindämmen, indem man die jährlich für Tantiemen verwendbare Gesamtsumme gesetzlich beschränkt — eventuell mit Festsetzung eines absoluten Maximums. Im übrigen würde das Organ für den Gesetzgeber gleichgültig und er brauchte nicht auf seiner Existenz zu bestehen.

Ich wiederhole noch einmal, daß ich durchaus keine

propagatorischen Absichten verfolge und daß ich weit entfernt bin, etwa die vorstehenden Ausführungen als das Ziel dieser ganzen Untersuchung zu betrachten. Meine Aufgabe war Klarstellung; Klarstellung des Wesens der Aktiengesellschaft, Klarstellung der Kräfte, die in ihr wirken, Klarstellung der Äußerungsformen, Klarstellung der Organisation dieser Kräfte. Und nun in diesem letzten Abschnitte, den ich, wie gesagt, keineswegs als den Kern meiner Arbeit ansehe, Klarstellung des Verhältnisses zwischen Recht und Wirklichkeit. Sie hat ergeben, daß der Gesetzgeber zwar offenkundig den absoluten Aktionärschutz will, in praxi aber mit den bisherigen Mitteln nicht viel mehr als bloßen Deliktschutz erreicht hat. Im Anschluß an diese Tatsache haben wir dann einen Blick auf die Möglichkeiten geworfen, jenen absoluten Schutz des Aktionärs wirklich praktisch und vollständig zu realisieren. Daß jene Möglichkeiten mit starken Bedenken verbunden sind, leugne ich durchaus nicht; und wenn jemand die Mittel zeigt, ohne regelmäßige, sachkundige und unabhängige Information das Problem zu lösen, oder solche Information ohne die peinliche Kontrolle Außenstehender sicherzustellen, um so besser! Ich betrachte meine Darlegungen nicht als Vorschläge, sondern als Diskussionsbasis.

Auf eine Möglichkeit anderer Art habe ich übrigens selbst noch hinzuweisen.

Das ökonomische Phänomen der Aktiengesellschaft ist nicht einheitlich und eindeutig, wie das juristische. Der ökonomische Tatbestand der Aktiengesellschaft kann hart an den der Privatunternehmung stoßen und er kann — bis auf jene spezifischen Besonderheiten, von denen ich in der Einleitung sprach, dem der öffentlichen Unternehmung gleichen, bei der Unternehmungsleiter und Interessenten prinzipiell und absolut verschieden sind. Der Leser wird sich erinnern, daß diese Unterschiede für Wesen und Politik der Aktiengesellschaft die tiefgreifendste Bedeutung besitzen. Je stärker die die Gesellschaft regierende Gruppe an ihren Resultaten unmittelbar — also vor allem durch Kapital-

beteiligung interessiert ist, um so geringer werden die Vorteile sein, die ihr aus einer Schädigung der Gesellschaftsinteressen erwachsen. Das liegt auf der Hand — mit dem wachsenden Anteil an den Gesellschaftserträgen wächst der Subtrahend der Rechnung. Trotzdem kann diese ein positives Resultat ergeben. Wenn — um auf unser schematisches Beispiel aus dem zweiten Kapitel zurückzukommen A eine Gesellschaft darstellt, an der die regierende Gruppe mit drei Vierteln des Kapitals beteiligt ist, B. dagegen eine Privatunternehmung derselben, dann ist eine Beeinträchtigung von A gegenüber B bei der Verteilung der Kontrakt- oder Konkurrenzvorteile immer noch im Interesse dieser Gruppe — wie man sich durch eine einfache, schematische Berechnung überzeugen kann. Die Berechnung ergibt aber auch auf der anderen Seite, daß der Vorteil — und damit die Veranlassung zu solchem Handeln nun viel geringer ist, als wenn der Anteil der regierenden Gruppe an Kapital und Erträgen von A etwa ein Zehntel oder selbst ein Viertel beträgt. Ebenso wird natürlich mit dem Wachsen dieses Anteils die Veranlassung geringer bei der Überschussverteilung die allen Aktionären gleichmäßig zufließende Dividende zu verkürzen.

Allgemein ausgedrückt: mit der wachsenden Beteiligung der regierenden Gruppe am Aktienkapital wächst die Wahrscheinlichkeit guter, d. h. dem Interesse der Gesamtk Aktionäre entsprechender Geschäftsführung. Diese Tatsache könnte legislatorisch verwertet werden. Je wahrscheinlicher es ist, daß jemand von selbst das Richtige tut, um so weniger braucht man ihm auf die Finger zu sehen. Wäre also der Beweis einer starken Interessenbeteiligung der regierenden Gruppe erbracht, so könnte man ohne wesentliche Gefahr die für den Interessenschutz der Aktionäre eigentlich nötige, unabhängige Kontrolle mildern, bei sehr starker vielleicht sogar ganz aufheben. Der Schutz der Aktionäre wäre dann ein direkter, innerer, kein äußerer, er läge in dem Parallelismus ihrer Interessen mit denen der regierenden Gruppe.

Praktisch ließe sich der Beweis solcher Beteiligung wohl am besten erbringen durch die Immobilisierung einer gewissen Quote des Aktienkapitals, Teilung derselben in eine bestimmte, nicht allzu große Zahl von Geschäftsanteilen, die nur wie Immobilien veräußert werden könnten. Also etwa, wie gegenwärtig die Anteile der G. m. b. H.

Allein die Anzahl dieser Anteile müßte, wie gesagt, sehr beschränkt sein — keinesfalls mehr als 50 bei einer Gesellschaft; selbst das ist eigentlich bereits zu viel — und der Betrag des einzelnen Anteils müßte ein relativ hoher sein — etwa mindestens 25 000 Mark, auch wenn das zu immobilisierende Kapital weniger als 1¼ Millionen beträgt. Ohne diese beiden Kautelen wäre nicht die geringste Gewähr dafür gegeben, daß die immobilisierten Anteile wirklich Interessen der regierenden Gruppe oder ihr nahestehender Kommanditisten darstellen. Sie wären einfach Daueraktien, die schwerer veräußerlich, dafür wohl etwas billiger wären als die mobilen, deren Besitzer aber gegenüber der Leitung genau so hilflos sein könnten, wie die übrigen Aktionäre¹.

¹ Bei der G. m. b. H. genannten neuen Aktiengesellschaftsform des deutschen (und österreichischen) Rechts sind sämtliche Anteile immobilisiert. Die Folgerung des Gesetzgebers, daß deshalb alle Teilhaber in näherer persönlicher Beziehung zur Unternehmung stünden und keinen besonderen Schutz nötig hätten, ist nicht ganz richtig. Der Betrag eines Gesellschaftsanteils kann kleiner sein als der einer Aktie — 500 Mk. mit 250 Mk. Einzahlung ohne obligatorische Zubeufpflicht. Zu solch geringem Einsatz können durch das Versprechen hoher Gewinne leicht völlig Außenstehende gewonnen werden. Es ist deshalb sehr zweifelhaft, ob es richtig war, die G. m. b. H. nach innen stark in der Richtung der Kommanditgesellschaft zu konstruieren, die Haftung des Vorstandes zu vermindern und nur den Gläubiger ausgiebig zu schützen. Die Teilhaber der G. m. b. H. sind nicht immer ein enggeschlossener Kreis, und der niedrige Betrag des Anteils macht die Beteiligung kleiner Leute, die dem Vorstände gegenüber ganz hilflos sind, möglich. Es ist merkwürdig, daß der Gesetzgeber, der sich nicht entschließen kann, den Betrag der Aktie unter 1000 Mark zu ermäßigen, bei der G. m. b. H. so ganz auf den Schutz des kleinen Mannes vergessen hat. Der G. m. b. H. entspricht im neuesten englischen Recht — 7 Ed. 7 Ch. 50 (Companies act von 1907) — einigermmaßen

Die Immobilisierungsquote wäre natürlich nur auf das Aktienkapital — ohne Obligationen — zu berechnen — und auch von diesem könnten noch in ihren Rechten völlig gesicherte, also kumulative Vorzugsaktien abgezogen werden. Damit soll natürlich nicht dem amerikanischen Common share das Wort geredet werden. Eine Teilung des Kapitals in kumulative Vorzugs- und ehrliche, vollwertige Stammaktien aber wäre ganz unbedenklich. Da in diesem Falle die Vorzugsaktie voll befriedigt sein muß, ehe die Stammaktie einen Pfennig erhält, wäre nur der Beweis eines stärkeren Interesses der regierenden Gruppe am Stammaktienkapital erforderlich.

Je größer also die immobilisierte Quote, um so lockerer könnte man die Zügel halten. Es wäre verfrüht, das hier

die private Company. Eine Aktiengesellschaft ist private, d. h. sie ist von der Bilanz- und Prospektpflicht befreit, wenn sie a) das Übertragungsrecht ihrer Aktien beschränkt, b) die Zahl ihrer Aktionäre auf 50 begrenzt und c) jede Aufforderung an das Publikum ihre Aktien und Obligationen zu zeichnen, unterläßt. (Sect. 37 des erwähnten Gesetzes). — Außer der G. m. b. H. gibt es noch einige andere Rechtsformen, in die sich der ökonomische Tatbestand der Aktiengesellschaft bisweilen kleidet. Die Kommanditgesellschaft auf Aktien hat man in Frankreich und Deutschland erfunden, um der Konzessionspflicht zu entgehen. Heute ist sie selten. Einen wesentlichen ökonomischen Unterschied hat die persönliche Haftung des Geranten oder Komplementars nicht zur Folge gehabt — abgesehen davon, daß er im Hinblick auf diese Haftung meist noch besser bezahlt wird als der gewöhnliche Direktor. — Über Erwerbs- und Wirtschaftsgenossenschaften vgl. Kap. II S. 9. Strittig ist die wirtschaftliche Natur der Konsumvereine. Man kann sie als Konsumtionsgenossenschaften auffassen — dann sind sie keine Unternehmungen in unserem Sinne — man kann sie aber auch als Produktionsgenossenschaften ansehen; dann sind sie Kapitalassoziationen und nähern sich — abzüglich gewisser Besonderheiten — dem ökonomischen Typus der Aktiengesellschaft. — Einer besonderen, von Fall zu Fall eintretenden Regelung unterliegen in Deutschland die Kolonialaktiengesellschaften (Gesetz vom 15. März 1888). Als ausgesprochene Wagnisunternehmungen nicht rein wirtschaftlichen Charakters erfreuen sie sich einer individualisierenden juristischen Behandlung.

im einzelnen auseinanderzusetzen. Man könnte etwa bei Immobilisierung eines Drittels die Bestellung unserer Inspektoren vom ausdrücklichen Wunsche der Minderheit abhängig machen, bei Immobilisierung des halben (Stamm-) Aktienkapitals das Recht der Minderheit eine Prüfung zu verlangen, auf bestimmte außerordentliche Fälle einschränken. Doch das soll nur eine anspruchslose Erläuterung des Prinzipiellen sein, — eine Anregung, kein Vorschlag.

Wir sind am Ende. Aus der Enge isolierender und zergliedernder Betrachtung kehrt der Blick zurück in die lebende, flutende, alles verbindende Wirklichkeit. Und nun sucht er inmitten dieses wogenden In- und Durcheinander das noch einmal als Ganzes zu erfassen, was er in diesen Blättern mühsam, Glied für Glied, unter seine Lupe gebracht.

Zuerst noch einige Worte über eine häufig gehörte Behauptung. Es heißt oft, die Aktiengesellschaft sei demokratisch, denn sie verdiene auch Geld für kleine Leute, wenn diese nur Aktien kaufen, wogegen sie prinzipiell keine Einwendungen hätte. Man könnte ebenso gut sagen, die russische Regierung sei demokratisch, denn sie leihe auch Geld von kleinen Leuten und verzinse es ihnen gut. Freilich kann man die Sache auch von einer anderen Seite sehen und dann stellt sich heraus, daß sie dieses demokratische Geld sehr wenig demokratisch verwendet, was schließlich auch nicht bedeutungslos ist.

Wo immer sich eine größere Zahl von Menschen zu gemeinsamer Erreichung eines Zweckes — er sei nun politischer, militärischer oder wirtschaftlicher Natur — zusammensetzt, wird eine organisierte, nicht nur ziel- sondern auch mittelbewußte Minderheit die Herrschaft über die nur vag zielbewußte Mehrheit erlangen. Und überall wird das zu einer besonderen Kräftigung dieser herrschenden Minderheit führen, Je zahlreicher und stärker die Kräfte sind, die unter dieser Herrschaft wirken, desto mächtiger wird diese selbst sein — vielleicht nicht formell, sicherlich aber faktisch. Die Aktiengesellschaft ist nur ein spezieller Fall dieser

allgemeinen Tatsache. Wenn man seinerzeit die ersten großen Gesellschaften — besonders die Bankgründungen der 50er und 60er Jahre — mit der Hoffnung begrüßte, das „demokratische Element“ in ihnen werde mit der Autokratie der Geldfürsten aufräumen, so hat man jene alte Grundweisheit aller Politik allzusehr aus den Augen verloren. Die Macht der Rothschilds — auf die war ja der Spruch vor allem gemünzt — ist gebrochen, sicherlich. Aber neue Mächte sind aufgetaucht — in und durch die Aktiengesellschaft — Mächte, gegen deren Kraft und Einfluß alles was jene Geldfürsten je vermochten, winzig und unbedeutend erscheint, Mächte, die Steuern erheben über die staatlichen Grenzen hinaus, Mächte, die mehr für und gegen die Wohlfahrt ihrer Landsleute tun können, als irgendeine Regierung, Mächte darum, die stärker sind als die, die öffentlich das Volk vertreten und regieren. Und das alles, weil sie zu ihrem eigenen noch die Gelder tausender anderer in die Wagschale ihrer Herrschaft werfen können! Ist das Demokratie?

Wirtschaftsgeschichtlich liegt die Bedeutung der Aktiengesellschaft in ihrer Verbindung mit der großindustriellen Entwicklung. In großem Maße ist sie der Mittler jener außergewöhnlichen technischen Fortschritte gewesen, in denen das vergangene Jahrhundert größer war als irgend ein anderes. Wo das technische Streben an der Kleinheit der Verhältnisse, an Geldmangel und ängstlicher Vorsicht erstickt wäre, da schaffte sie ihm Luft, räumte die leidige Kostenfrage beiseite und ebnete die Bahn. Die Technik konnte vorwärts *coûte que coûte*, wenn es nur lohnte — und das war ungeheuer viel.

Dann aber begannen in der Aktiengesellschaft Kräfte wirksam zu werden — wir sind ihnen oft begegnet — die selbst positiv zur Kapitalhäufung und zur Konzentration drängten. Der letzte Regulator blieb natürlich stets die technisch-wirtschaftliche Zweckmäßigkeit, aber die Aktiengesellschaft suchte sie nun auf den Wegen der Konzen-

tration; sie begnügte sich nicht mehr, ihr die Hindernisse aus dem Wege zu räumen. Aus einem Medium ward sie zu einem Movens. Mit besonderer Deutlichkeit hat sich, wie wir sahen, dieser Prozeß in Amerika vollzogen.

So wird wohl der Wirtschaftshistoriker der Zukunft die Aktiengesellschaft in seinem Entwicklungsbilde fixieren; als Mittler, Träger und schließlich als fördernde Mitursache kapital- und machtkonzentrierender Wirtschaftsevolution. Und er wird vielleicht hinzufügen, daß sie oft ein famoses Mittel gewesen ist, um Geld aus den Taschen ehrlicher in die unehrlicher Menschen zu zaubern, daß sie Leuten mit guten Verbindungen zu fürstlichen Revenuen verholffen und den Gesetzgebern aller Länder sehr viel Kopfzerbrechen bereitet hat.
