

Wie kann die Börse mehr der Allgemeinheit dienstbar gemacht werden?

Don
einem Praktiker.

Sonderabdruck
aus Schmollers Jahrbuch,
II. F., Band XXXI, 1. und 3. Heft.

Dritte,
durch einen Nachtrag vermehrte Ausgabe.



Leipzig,
Verlag von Duncker & Humblot.
1907.

Wie kann die Börse mehr der Allgemeinheit dienstbar gemacht werden?

Von
einem Praktiker.

Inhaltsverzeichnis.

Einleitung S. 3, 4. — Angebot und Nachfrage in umgekehrter Wirkung auf den Kurs S. 4—8. — Unterschiedliche Besteuerung der durch Kursmakler vermittelten und der nicht durch sie vermittelten Geschäfte S. 8—17. Die Maßregel an sich S. 8; keine technischen Schwierigkeiten S. 9; Erhaltung der Kulisse S. 10; Wirkungen auf die Fondsbörse S. 19, auf die Produktenbörse S. 16. — Kursmaklerverein S. 17—28. Der Kursmaklerverein an sich S. 17, Zusammenschluß der Kursmaklervereine an den verschiedenen Fondsbörsen zu einem einheitlichen, dessen Vermögen durch Ausgabe von Anteilscheinen vergrößert wird S. 21; Kursmaklervereine an den Produktenbörsen S. 28. — Die dem Staate oder dem Reiche sich eröffnende Möglichkeit, ihren Einfluß auf das nationale Wirtschaftsleben zu stärken S. 28—31. — Zusammenfassung S. 31.

Es ist ein Zeichen der gegenwärtigen Zeit, daß die wirtschaftlichen Mächte sich immer mehr zusammenschließen, indem die kleinen Betriebe von den großen angezogen werden, und diese wieder sich untereinander anziehen.

Man wird solche Konzentrationen dann als innerlich berechtigt anerkennen dürfen, wenn sie mehr leisten, während sie innerlich unberechtigt sind, wenn sie weniger leisten als die einzelnen Betriebe.

Dennoch kann sich der Staat genötigt sehen, den Konzentrationen als solchen, auch wenn sie innerlich berechtigt sind, entgegenzuwirken, weil sie der Gesamtheit nachteilig zu werden drohen. Besser aber wird es sein, wenn er stattdessen auf ihre Leitung Einfluß gewinnt, um so den Widerstreit der Interessen zu lösen. Ein Weg, der

hierhin führen könnte, geht von einem Gebiete aus, das mit diesen Erscheinungen zunächst nur in losem Zusammenhange steht; die dadurch versuchte Absehwefung wird aber nur eine scheinbare sein.

Die Börse soll eine Wage sein, auf der Angebot und Nachfrage gegeneinander abgewogen werden; der Kurs soll das Resultat angeben.

In der vorliegenden Schrift wird zunächst der Versuch gemacht werden, darzustellen, daß dies gegenwärtig nur mangelhaft erfüllt wird, da Angebot und Nachfrage oft nicht direkt, sondern gerade umgekehrt auf die Kursbildung wirken.

Sodann wird eine Maßregel zur Abhülfe dieses Mißstandes vorgeschlagen werden. Wenn die Durchführung der Maßregel zugleich den Erfolg haben sollte, daß das Geschäft sich wieder mehr den mittlern und kleinen Banken (Bankhäusern, Bankgeschäften, Bankers) zuwenden und somit eine teilweise Dezentralisation des Bankwesens eintreten könnte, so würde die Konzentration der Banken doch bestehen bleiben und fortschreiten können, soweit hierzu eine innere Berechtigung vorhanden ist.

Die Durchführung der vorgeschlagenen Maßregel würde eine erhöhte Bedeutung der Kursmakler mit sich bringen und deshalb eine engere Angliederung der Gesamtheit der Kursmakler der einzelnen Börsen an den Staat oder das Reich erstrebenswert erscheinen lassen. Auch hierfür wird ein Vorschlag gemacht werden.

Eine solche Angliederung würde — wie im Anschlusse an diese Ausführungen angedeutet werden soll — dem Staate oder dem Reiche die Möglichkeit eröffnen, ihren Einfluß auf das nationale Wirtschaftsleben zu stärken, ohne dabei der Fortentwicklung innerlich berechtigter Konzentrationen hindernd in den Weg zu treten.

Angebot und Nachfrage in umgekehrter Wirkung auf den Kurs.

Es wird genügen, wenn den folgenden Betrachtungen die an der Berliner Börse üblichen Methoden der Kursermittlung zugrunde gelegt werden.

An der Fondsbörse werden amtlich festgestellt: Einheitskurse für den Handel per Kaffe, dem jedes Wertpapier unterworfen ist; variable Kurse für den Handel per Ultimo, der in einigen Wertpapieren neben dem Kaffehandel stattfindet, und für den Handel per Kaffe im freien Verkehr, der bei den Aktien einiger Bergwerk- und Fabrikunter-

nehmungen an die Stelle des auch hier früher üblichen Ultimohandels getreten ist. Die Produktenbörse kennt nur variable Kurse.

Die variablen Kurse werden einfach in der Weise ermittelt, daß die Preise, zu denen Geschäfte an der Börse in dem betreffenden Wertpapier oder Produkt abgeschlossen sind, hintereinander notiert werden¹. Sie würden die Marktlage dann richtig wiedergeben, wenn alle zu variablen Kursen abgeschlossenen Geschäfte zur Kenntnis der die Kurse feststellenden Organe — das sind die Kursmakler und die mit der Kursfeststellung betrauten Kommissare des Börsenvorstandes — gelangten. Dies ist aber keineswegs der Fall. Zur Kenntnis dieser Börsenorgane gelangt ein Geschäft, wenn es durch einen Kursmakler abgeschlossen oder nach Abschluß dem Kursmakler oder dem Kommissar des Börsenvorstandes mitgeteilt wird. Zu ihrer Kenntnis gelangt es nicht, wenn es an der Börse ohne Vermittlung des Kursmaklers, sei es durch einen freien Makler oder überhaupt ohne Makler direkt vom Verkäufer zum Käufer geschlossen wird, und auch eine nachträgliche Mitteilung an den Kursmakler oder den Kommissar nicht erfolgt, oder wenn der Abschluß überhaupt außerhalb der Börse stattfindet.

Zum Zwecke der Ermittlung des Einheitskurses geben die Verkäufer und Käufer den beiden zu einer „Gruppe“ vereinigten Kursmaklern, denen die betreffende Wertpapiergattung zum Handeln von der Maklerkammer zugeteilt ist, ihre Aufträge. Die beiden Kursmakler der Gruppe begeben sich zu einer bestimmten Stunde in ihre Schranken. Vor der Schranke sammeln sich die Vertreter großer und kleiner Banken, einzelne Bankiers und Personen, die man unter dem Namen „Kulisse“ zusammenfaßt, und die in ihrer Gesamtheit in mehrfacher Hinsicht Bedeutung haben, worauf später zurückgekommen werden soll, kurz diejenigen Börsenbesucher, die am Kurse dieses Papiers ein Interesse haben. In fortgesetzter Verhandlung mit der bald größeren, bald geringern Menge von Interessenten, die, je nachdem die Berechnung der Kursmakler ausfällt, noch neue Verkaufs- oder Kaufaufträge geben, suchen dann die beiden Gruppenkollegen gemeinschaftlich denjenigen Kurs, bei dem die meisten Aufträge zur Ausführung gelangen können. Die Berechnung beruht auf dem Grundsatz, daß immer diejenigen Verkäufer, die geringere Preise

¹ Hierbei werden außer dem Anfangs- und Schlusskurse nur die Grenzen der Schwankungen angegeben, während die innerhalb der Kurve stehenden Stufen als nicht interessierend weggelassen werden.

fordern, und diejenigen Käufer, die höhere Preise bieten, vor andern den Vorrang bei der Befriedigung haben. Für die Richtigkeit der Einheitskurse würde eine Gewähr vorhanden sein, wenn alle nicht zu variablen Kursen geschlossenen Geschäfte an dieser Konkurrenz teilnähmen. Aber auch dies ist nicht im entferntesten der Fall.

Der Mangel, daß also nur ein sehr kleiner Teil der abgeschlossenen Geschäfte bei der Kursermittlung berücksichtigt wird, würde vielleicht noch nicht einmal sehr empfindlich sein, wenn, wie es natürlich wäre, an der Börse alle Käufer ein Interesse an niedrigen und alle Verkäufer ein Interesse an hohen Kursen hätten. Dies trifft aber nur bei denjenigen regelmäßig zu, die lediglich für eigene Rechnung kaufen und verkaufen; bei den andern, vor allem bei den Banken, ist es meistens umgekehrt.

Hierin liegt zwar an und für sich noch nichts unnatürliches. Die Banken treten ihren Kunden gegenüber regelmäßig als Kommissionäre auf, die das Selbsteintrittsrecht ausüben, sie handeln also mit dem kaufenden und verkaufenden Publikum als Verkäufer und Käufer. Daher ist ihr Interesse am Kurse dem ihrer Auftraggeber selbstverständlich regelmäßig entgegengesetzt. So wenig hiergegen an und für sich einzuwenden wäre, so schädlich wird es infolge der fortschreitenden Konzentration des Bankwesens.

Die großen Banken haben begonnen, den Wertpapierhandel unter sich gewissermaßen aufzuteilen. Da jedes Emissionshaus die von ihm emittierten Wertpapiere größtenteils im Kreise seiner Kunden und Freunde unterzubringen und auch nicht selten einen beträchtlichen Teil in seinen eigenen Beständen zurückzubehalten pflegt, so geht der Lauf der Dinge dahin, daß in seiner Hand der Handel dieser Wertpapiere konzentriert bleibt. Hierdurch gewinnt die Bank eine ziemlich weitgehende Verfügung darüber, wie viel von dem zu handelnden Material in dem Börsenverkehr eintreten soll. Die Depositenkassen und die Zentrale kompensieren in sich, was zu kompensieren ist, liefern aus ihren eignen Beständen oder übernehmen dorthin, die übrig gebliebenen Beträge werden durch Abschlüsse von Kauf- und Verkaufsgeschäften mit andern Banken telephonisch oder mündlich ausgeglichen und an die Börse gelangt ein größerer Betrag nur dann, wenn die Bank einen bestimmten Zweck damit verfolgt.

Die Herrschaft der Großbanken in ihren Interessensphären wird überdies noch dadurch erleichtert, daß sie sich, wenn sie nicht grade miteinander auf dem Kriegsfuße leben, grundsätzlich in ihren Trans-

aktionen gegenseitig nicht stören. Die Kulisse ist, wenn sie geschieht behandelt wird, ihren Zwecken oft eher förderlich als hinderlich.

Auf diese Weise handhabt die Bank gewissermaßen eine Maschine, mittelst deren sie ihr dem Publikum entgegengesetztes Interesse am Kurse zu entscheidendem Ausdrucke bringt. Freilich funktioniert die Maschine nicht immer genau nach ihrem Willen; zum mindesten darf nicht verkannt werden, daß es eine schwere Kunst ist, mit den andern Banken in gutem Einvernehmen zu leben, das Heer der Kunden ruhig und sicher zu leiten, die Kulisse den eigenen Zwecken dienstbar zu machen und dabei in den eigenen Beständen das richtige Maß zu halten, um nicht bei plötzlichen Katastrophen „überraunt“ zu werden. Aber mit dieser Maßgabe kann man, wenn ein vulgäres Bild gestattet ist, die Börse eine Pumpe nennen, deren Kolben und Ventil die Bank regiert und mittelst deren die Bank, wenn sie verkaufen will, also die Wertpapiere in Wahrheit anbietet, die Kurse steigert, um die im Niveau gehobenen Mengen außerhalb der Börse abfließen zu lassen, oder die sie auch umgekehrt benutzen kann, um, wenn sie Wertpapiere kaufen will, also in Wahrheit Nachfrage hält, das Kursniveau zu senken.

Es liegt fern, gegen irgendwelche Personen Vorwürfe zu erheben. Wer mit Wertpapieren Handel treibt, kann gegenwärtig gar nicht anders verfahren; auch der Staat und das Reich machen es nicht anders. Ist der Mißstand aber nicht in den Personen, sondern in den Verhältnissen begründet, so kann man ihn nur beseitigen, indem man — mit dem vorhin gebrauchten Bilde gesprochen — der Pumpe das Ventil nimmt, d. h. indem man bewirkt, daß alle Aufträge wirklich an die Börse und an den Kursmakler gelangen, und daß dann diejenigen Mengen, die an der Börse und beim Kursmakler unter Steigerung des Kurses gekauft sind, nicht, ohne auf den Kurs zu wirken, nach außen abfließen, sondern auf demselben Wege durch die Börse und am Kursmakler vorbei zurückfließen und umgekehrt. Dann würde die vorhin geschilderte umgekehrte Wirkung von Angebot und Nachfrage beseitigt sein, dann würde wirklich das Angebot auf eine seiner Stärke entsprechende Erniedrigung und die Nachfrage auf eine ihrer Stärke entsprechende Erhöhung der Kurse hinwirken; dann wäre der Kurs das, was er sein soll.

Das Publikum würde nichts dagegen einwenden, wenn alle seine Aufträge auf die große Wage der Volkswirtschaft gelegt würden. Tatsächlich befindet es sich meistens in dem freilich irrigen Glauben, daß dies schon jetzt geschehe, und wer Kenntniß davon hat, daß es

in Wirklichkeit nicht geschieht, wird es natürlich unter den gegenwärtigen Umständen im eigenen Interesse nicht verlangen, denn ein solches Verlangen würde nur dann einen Sinn haben, wenn auch die Aufträge der Gegenpartei vollständig und direkt auf die Kursbildung wirkten.

Unterschiedliche Besteuerung der durch die Kursmakler vermittelten und der nicht durch sie vermittelten Geschäfte.

Man könnte die Gesamtheit der Verkauf- und Kaufgeschäfte in Wertpapieren dadurch an die Börse und hier an den Kursmakler leiten, daß man zwischen den durch die Kursmakler vermittelten und den nicht durch sie vermittelten Geschäften einen Unterschied in der Besteuerung zugunsten der ersteren, zuungunsten der letzteren machte.

An dem Vorteile des niedern Steuersatzes könnten außer demjenigen Geschäfte, das durch die Vermittlungstätigkeit des Kursmaklers zwischen dessen beiden Auftraggebern zustande kommt, auch die beiden Kommissionsgeschäfte teilnehmen, die regelmäßig dem Geschäfte des Kursmaklers vorangehen. Die Kommissionäre könnten das Recht erhalten, die Schlußscheine, die sie ihren Kunden ausstellen, dem Kursmakler zur Stempelung einzureichen. Dieser würde dann nicht nur seinen Schlußschein, sondern auch die beiden Schlußscheine der beiden Kommissionäre stempeln, oder besser: er würde auf seinem Schlußscheine nur einen Vermerk machen, ihn aber nicht stempeln und dafür auf jedem der beiden andern Schlußscheine den anderthalbfachen Stempelbetrag verwenden; auch könnte er der Übersichtlichkeit halber auf jedem dieser beiden letztern den halben Betrag der an ihn zu zahlenden Courtage vermerken. Gleichzeitig würde er die Schlußscheine mit seinem Amtsfiegel und dem Aufdruck: „Amtlich vermitteltes Börsengeschäft“ versehen.

Daneben könnte man auch nachträgliche Anmeldungen von Geschäften zulassen, die durch Vermittlung freier Makler oder ohne Vermittlung direkt vom Verkäufer mit dem Käufer geschlossen sind. Die Schlußscheine, die sich auf solche nachträglich angemeldeten Geschäfte bezögen, wären statt mit dem Aufdruck: „amtlich vermitteltes Börsengeschäft“ mit dem Aufdruck: „deklariertes Börsengeschäft“ zu versehen und dann hinsichtlich des Stempels ebenso zu behandeln, wie die durch den Kursmakler vermittelten. Die Deklarationsgebühr würde der Courtage entsprechen. Beim Handel zu variablen Kursen könnten diese Geschäfte eine gewisse Rolle spielen und auch

beim Handel zum Einheitskurse wären sie möglich; es werden nämlich hier mitunter Geschäfte vor der Kursermittlung geschlossen zu dem Kurse, der hernach auf Grund der andern Geschäfte festgestellt werden wird. Das Publikum würde aber wohl die amtlich vermittelten Geschäfte den bloß deklarierten gegenüber bevorzugen, so daß letztere im allgemeinen nur eine geringere Bedeutung gewinnen und die amtliche Vermittlung das Regelmäßige sein würde.

Die Banken würden, wenn sie ihre Aufträge, anstatt sie in sich zu kompensieren, nunmehr dem Kursmakler übergäben, zu gleicher Zeit als Käufer und Verkäufer auftreten. Die Geschäfte, die sie auf diese Weise mit sich selbst abschließen, wären nicht anders zu behandeln, als die mit fremden Personen abgeschlossenen.

Ein Geschäft, das zwischen einer im Inlande und einer im Auslande wohnenden Person geschlossen ist, trägt nach dem Reichsstempelgesetze die Hälfte des deutschen Stempels. Dieser halbe Stempel würde sich, wenn das Geschäft nicht an einer inländischen, sondern an einer ausländischen Börse geschlossen wäre, natürlich nur nach dem höhern Satze berechnen. Die hierin liegende Bevorzugung der inländischen Börsen vor den ausländischen wäre vom nationalwirtschaftlichen Standpunkte aus zu rechtfertigen. Ob man sie in vollem Maße ausnutzen oder durch eine Steuerermäßigung abschwächen sollte, kann hier dahingestellt bleiben.

Der Arbitrageverkehr, der schon jetzt hinsichtlich der Steuer Begünstigungen genießt, könnte unberührt gelassen werden, weil er seiner Natur nach nur ein ausgleichendes, nicht aber ein das wahre Bild des Kurzes trübendes Element sein kann.

Der im übrigen eintretende Steuerunterschied würde bei einer zweckentsprechenden Höhe die Vermittlung des Wertpapierumsatzes in den Händen der Kursmakler konzentrieren. Transaktionen, die sich ihrer Natur nach nicht zu Börsengeschäften eignen, könnten ohne Bedenken ausgenommen werden, oder man könnte an Rückvergütungen der entrichteten höhern Steuer denken, ähnlich denjenigen, die dem Arbitrageverkehr gewährt werden.

Die Erlebigung der vermehrten Tätigkeit des Kursmaklers würde keinen technischen Schwierigkeiten unterliegen. Die Ermittlung der Einheitskurse würde sich ebenso wie jetzt in der Weise vollziehen, daß die Kursmakler von ihren Schranken aus mit den davor sich sammelnden Interessenten verhandeln. Zur Ermittlung der variablen Kurse würden die Kursmakler an kleinern Börsen ebenso wie jetzt

im Börsensaale umhergehen, um unter den Börsenbesuchern bald hier, bald dort, wie sich die Gelegenheit bietet, ein Geschäft zustande zu bringen. An lebhaften Börsen würden sie, wie sie es ebenfalls jetzt schon tun, sich mehr an bestimmten Plätzen aufhalten und die Aufträge der Verkäufer und Käufer aus dem Notizbuche beantworten. Ihre Tätigkeit würde sich alsdann von ihrer jetzigen nur dadurch unterscheiden, daß sie mehr und größere Verkauf- und Kaufaufträge schon vor der Börse im Notizbuche vermerkt haben und mehr und größere Verkauf- und Kaufaufträge während der Börse erhalten würden, als dies gegenwärtig der Fall ist. Die Vermehrung der Arbeit würde freilich auch eine Vermehrung der Kursmaklerstellen erfordern, von denen es gegenwärtig an der Berliner Fondsbörse 81, an der Berliner Produktenbörse 4 gibt. Daß aber alsdann die größere Arbeit von der größern Anzahl der Kursmakler geleistet werden würde, kann nicht zweifelhaft sein. Übrigens würde die Vermehrung der Stellen, wenngleich sie erheblich sein dürfte, keineswegs im gleichen Verhältnis zu derjenigen der Geschäfte stehen, da diese sich schneller und glatter erledigen lassen würden als jetzt.

Die Ausstellung und Stempelung der Schlußscheine würde ebenso wie jetzt im Bureau des Kursmaklers durch dessen Personal erfolgen. Die durch Abstempelung der von den Kommissionären einzureichenden Kommittentenschlußscheine verursachte Mehrarbeit würde gleichfalls durch einen Bureaubeamten ohne Schwierigkeit bewältigt werden.

Dem Bilde der Marktlage könnte noch eine besondere Klarheit dadurch verliehen werden, daß im Kurszettel neben der Ziffer des Kurses die Höhe der Umsätze angegeben würde. Einer Kursänderung würde dann bei geringem Umsatze eine geringere Bedeutung beigemessen werden als bei hohem.

Mit Rücksicht auf die Kulisse könnte die Bestimmung empfohlen werden, daß, falls ein Gut an der Börse an einem Tage mehrmals hintereinander veräußert worden ist, der Stempelpflicht dadurch genügt werden kann, daß die ganze Reihe der aufeinanderfolgenden Geschäfte unter Weglassung der Zwischenglieder so versteuert wird, als wäre das Gut von dem ersten Verkäufer an den letzten Käufer verkauft. Schon jetzt begnügt sich die Praxis oft, wenn ein Engagement von A bis X gelaufen ist, mit einem gestempelten Schlußschein zwischen A und X, während die dazwischen stehenden B, C, D untereinander die Differenzen begleichen, ohne eine Steuer zu entrichten. Dies wird damit begründet, daß B, C, D, die ihr Engagement

weitergegeben haben, als Makler aufzufassen seien, von denen jeder sein Geschäft mit dem Vordermanne vorbehaltlich der Bezeichnung des Gegenkontrahenten („an Aufgabe“) geschlossen habe, und daß bei den an Aufgabe geschlossenen Geschäften gemäß § 10 Abs. 4 des Reichsstempelgesetzes die Bezeichnung der Aufgabe steuerfrei ist. Mag es auch zweifelhaft sein, ob diese Begründung vom streng juristischen Standpunkte aus regelmäßig als zutreffend anerkannt werden kann, so wird man doch jedenfalls zugeben dürfen, daß eine Bekämpfung jener Praxis äußerst schwierig und mit Rücksicht auf die Vereinträchtigung, die die Kulisse dadurch erleiden würde, nicht einmal wünschenswert wäre.

Das Vorhandensein einer Kulisse bietet dem Börsenverkehr Vorteile. Diese bestehen erstens darin, daß der Auftraggeber, der aus geschäftlichen Gründen vielfach seine Person nicht in den Vordergrund stellen darf, leichter verborgen bleibt, wenn er seine Aufträge in der Kulisse unterbringt, zweitens darin, daß jedes große Angebot und jede große Nachfrage, die in geschlossener Masse auftretend den Kurs unverhältnismäßig fallen oder steigen lassen würde, durch die Kulisse schnell und unauffällig in viele kleine Teile zerlegt wird, die ohne eine entsprechend starke Kursbeeinflussung Befriedigung finden, und drittens darin, daß die Kulisse überhaupt stets bereit ist, zu kaufen oder zu verkaufen, d. h. daß sie sich in ihrer Gesamtheit als ein großer gewerbsmäßiger Händler von Börsenwerten darstellt. Wenn sich auch in diesem Händlertum eine gewisse Schwäche der Kulisse zeigt, auf die im folgenden Abschnitte zurückgekommen werden soll, so kann doch in dem Gesagten Grund genug gefunden werden, um ihr die geschilderte teilweise Steuerfreiheit ausdrücklich einzuräumen.

Für den Geschäftsbetrieb des Kursmaklers würde hieraus keine Schwierigkeit entstehen. Ist derjenige, der mit dem Kursmakler einen Verkauf oder Kauf abschließt, nicht zugleich der Lieferer oder Abnehmer des Papiers, so nennt er dem Kursmakler die betreffende Firma mit den Worten: „von N“ oder „an L“, wie das schon jetzt sowohl bei variablen als auch bei Einheitskursen geübt wird. Die Frage, wie viele und welche Zwischenglieder sich zwischen jenem Kontrahenten und den Firmen N oder L befinden, berührt den Kursmakler gar nicht.

Die Kursdifferenzen, die zwischen den einzelnen Gliedern der Kette bestehen, könnten wie jetzt eine innere Angelegenheit der Kulisse und bei der Kursfeststellung ohne Bedenken unberücksichtigt bleiben,

wenn nur die Kurse aller Geschäfte, so wie sie auf den Schlußscheinen zum Ausdruck gelangen, Berücksichtigung finden. Hinsichtlich der Feststellung der Umsatzhöhe verdient dieses Verfahren auch deshalb den Vorzug, weil, wenn der Kursmakler jeweilig zwischen zwei Gliedern der ganzen Kette stände, er dasselbe mehrfach veräußerte Gut mehrmals zählen und deshalb eine zu hohe Umsatzzahl feststellen würde.

Für die Börsenbesucher wäre das Ergebnis kurz folgendes: Wer am Schlusse der Börse nicht Lieferer oder Abnehmer von Effekten ist, zahlt keinen Stempel.

Nach Verwirklichung der gemachten Vorschläge würde sich der Verkehr an der Fondsbörse also etwa folgendermaßen abspielen:

Während die Banken gegenwärtig nur einen Teil ihrer Verkauf- und Kaufaufträge an die Börse und einen noch bedeutend kleineren an den Kursmakler bringen, würden sie in Zukunft während der Börsenzeit mit ihren Aufträgen hervortreten müssen, denn nach Schluß der Börse könnten sie keine amtliche Vermittlung mehr erhalten, was bei einer Mehrbelastung von zweckentsprechender Höhe ihre Kunden leicht veranlassen würden, sich von ihnen ab zu den einzelnen Bankiers zu wenden. Beim Handel zum Einheitskurse würden sich ihre Vertreter zurzeit der Kursermittlung regelmäßig ähnlich wie jetzt vor der Schranke der betreffenden Kursmaklergruppe einfinden. Beim Handel zu variablen Kursen würden sie die Aufträge entweder ebenfalls direkt den Kursmaklern übergeben oder in der Kulisse unterbringen. Der Kulissier B könnte das Engagement an C und dieser es an D veräußern, worauf letzterer das betreffende Kauf- oder Verkaufgeschäft mit dem Kursmakler oder einer in dessen Buch notierten einen Gegenauftrag gebenden Firma abschliesse und dem Kursmakler die Bank als den Abnehmer oder Lieferer der Effekten bezeichne. Soweit der Kursmakler keine Gegenaufträge im Buche hat und auch selbst nicht eintreten will, geben die ihn umringenden Bankiers und Kulissiers Gegenaufträge. Ebenso wie das Engagement durch eine Kette mehrerer Kulissiers von der Bank zum Kursmakler läuft, kann es auch in umgekehrter Richtung gehen oder innerhalb der Kulisse anfangen oder endigen. Die Kulisse begleicht ihre Differenzen unter sich und mit der Bank. Die Banken und Bankiers übergeben, soweit sie als Kommissionäre aufgetreten sind, ihre Kommittentenschlußscheine einem Angestellten des Kursmaklers, der sie nach Schluß der Börse stempelt, mit dem Ausdruck:

„amtlich vermitteltes Börsengeschäft“ versteht und zugleich mit den vom Kursmakler ausgestellten Schlußscheinen absendet. Der Kurs würde mit Berücksichtigung aller Geschäfte und somit lediglich unter direkter Einwirkung von Angebot und Nachfrage festgestellt.

Dieser Erfolg wäre für das gesamte Wirtschaftsleben von hoher Wichtigkeit: in erster Linie offenbar für das sein Vermögen in Wertpapieren anlegende Publikum, in nicht geringem Maße aber ebenfalls für die Industrie, für das Emissionswesen und nicht zuletzt für das Kommissionsgeschäft der Bankiers und kleineren Banken.

Der Einfluß der Großbanken ist, wenn man von den weit ausgebreiteten Beziehungen ihrer Direktoren und Aufsichtsräte abieht, wohl hauptsächlich durch den Kredit begründet, den sie den Industriegesellschaften sowie den kleineren Banken und den einzelnen Bankiers gewähren. Insofern erleidet er durch die vorgeschlagene Maßregel keine Beeinträchtigung. Daneben aber beruht er zu einem nicht geringen Teile auf der Herrschaft, die sie über die Kurse ausüben. Diese Herrschaft würde ihnen wesentlich erschwert, so daß ihr Übergewicht insoweit verringert werden würde.

Die unabhängigen Bankiers und Banken in der Provinz, die mangels einer Vertretung an der Börse dem Kurszettel gegenwärtig nur ein verzerrtes Bild der Lage des Kapitalmarktes entnehmen und deshalb im Wettkampfe gegen die von Berlin aus instruierten Filialen der Großbanken zurückstehen, würden eine nicht unbedeutende Erleichterung empfinden, wenn die Kurse von ihren großen Konkurrenten weniger leicht zu beeinflussen wären und das Bild des Kurszettels an Wahrheit gewänne. Neben und mit ihnen würden die am Börsenplätze ansässigen auch noch dadurch gestärkt werden, daß die Großbanken nicht mehr durch Kompensation von Aufträgen einen Teil der Kosten sparen und doch gemäß § 403 des Handelsgesetzbuchs den Kunden in Rechnung stellen könnten, denn die Kompensierung würde durch die auf die nicht amtlich vermittelten Geschäfte gelegte Steuererhöhung unrentabel gemacht werden. Hinsichtlich der Stempelnkosten wirkt zwar schon jetzt das Reichsstempelgesetz dem Kompensationsgewinn durch die Bestimmung seines § 15 entgegen, wonach der Kommissionär, der an demselben Tage eine Einkaufskommission und eine Verkaufskommission als Selbstkontrahent ausführt, für jedes der beiden Geschäfte, soweit sie sich ausgleichen, den anderthalbfachen Stempel zu entrichten hat; hinsichtlich der Courtagekosten aber fällt den großen Banken gegenwärtig ein ziemlich beträchtlicher Kompensationsgewinn zu. Wenn sie nicht am selben Tage kaufen und ver-

kaufen, sondern abwechselnd verfahren, so sparen sie übrigens auch am Stempel, denn die erwähnte Bestimmung des Reichsstempelgesetzes fordert von dem selbsteintretenden Kommissionär den anderthalbfachen Stempel statt des einfachen nur soweit, als er an demselben Tage Käufer und Verkäufer ist. Alle diese Vorteile sind gegenwärtig für die Großbanken so beträchtlich, daß sie die den Kunden zu berechnende Provision auf ein Maß haben herabsetzen können, bei dem die andern die Konkurrenzfähigkeit verlieren. Nunmehr würden sie sich genötigt sehen, die Provisionsforderungen wieder zu erhöhen; dadurch würden die andern die Möglichkeit erhalten, das Kommissionsgeschäft wieder mehr an sich zu ziehen.

Die Förderung, die diesen kleinern Instituten und Geschäften zu teil würde, wäre nicht etwa eine künstliche, bestände vielmehr nur darin, daß den großen Banken einige wenig oder gar nicht in der Natur des Kommissionsgeschäftes begründete Vorteile genommen würden. Nur soweit sie dann beweisen, daß sie andre Vorteile der Großbanken auszugleichen und auf Grund ihrer örtlichen Lage, ihrer geringern Geschäftunkosten, ihrer nähern Berührung mit dem Publikum im Kommissionsgeschäft ebenso Gutes oder Besseres zu leisten imstande sind, daß also die Konzentration des Kommissionsgeschäftes in ihrem jetzigen Umfange unberechtigt ist, werden sie ihre Stellung behaupten und verlorenen Boden zurückgewinnen, und zwar entsprechend ihrer eignen innern Berechtigung zum Vorteile der Allgemeinheit.

Das Publikum hätte dann allerdings die höhern Provisionen zu tragen. Dafür würde es aber einen zuverlässigen Kurszettel und leistungsfähige kleine Banken, also zwei Vorteile erlangen, die einer Erhöhung der Kosten wohl wert wären.

Überdies würde eine nicht unbedeutende, im folgenden nachzuweisende Verringerung der Stempelposten zu seinen Gunsten eintreten.

Es kommt vor, daß zur Ausführung eines Auftrages nicht ein gleich großer Auftrag eines Gegenkontrahenten gefunden wird, sondern eine Mehrzahl kleiner Aufträge, die eine Mehrzahl von Vermittlungsgeschäften erfordern, und daß diese Mehrzahl etwas höhere Stempelposten verursacht, als zur Vermittlung jenes einen Auftrages, wenn sich ein gleich großer Gegenauftrag gefunden hätte, nötig gewesen sein würde. Da nämlich bei der staffelförmigen Gliederung des Tarifs jeweilig die Steuer einer höhern Stufe dann zu entrichten ist, wenn die untere Grenze der Stufe eben überschritten wird, so sind mehrere kleinere Geschäfte, die die untere Grenze einer

Steuerstufe eben überschreiten, in ihrer Gesamtheit mitunter höher zu versteuern als ein ihre Summe ausmachendes größeres Geschäft.

Wenn zwei Kommissionäre miteinander ein Geschäft geschlossen haben, und jeder von ihnen einen Kommittenten hinter sich hat, der ihm zu diesem Geschäft, der eine als Verkäufer, der andre als Käufer, den Auftrag in derselben Summe zum selben Kurse gegeben hat, so liegen drei gleichmäßig zu stempelnde Geschäfte vor: eins zwischen Kommissionär und Kommissionär und je eins zwischen Kommissionär und Kommittent; jeder der beiden Kommissionäre stellt deshalb seinem Kommittenten die Hälfte von drei, also den $1\frac{1}{2}$ fachen Stempel in Rechnung. Zur Vereinfachung des Verkehrs ist daher vorhin vorgeschlagen, der Kursmakler solle immer ohne Rücksicht auf das Gegengeschäft den von dem Kommissionär ihm eingereichten Kommittentenschlußschein mit dem $1\frac{1}{2}$ fachen Stempel versehen, also z. B. bei einem Steuersatz von $\frac{3}{10} \text{ } 0/00$ mit $\frac{9}{20}$. Statt dessen zahlt der Kunde gegenwärtig an die Bank bei Aktien und im freien Verkehr gehandelten Papieren regelmäßig $\frac{11}{20} \text{ } 0/00$ für Stempel. Er würde also bei Verwirklichung jenes Vorschlages im Verhältnis von 11 zu 9 weniger Stempel zahlen. Außerdem wäre es für ihn angenehm, auf dem ihm übersandten Schlußschecke den tatsächlich entwerteten Stempel und den Courtagevermerk mit dem Amtssiegel des Kursmaklers zu sehen.

Endlich würde sich eine Verbesserung des Kommissionsgeschäftes für den Kommittenten und zugleich auch für den Kommissionär aus folgendem Gesichtspunkte ergeben. Gegenwärtig ist für den Kommissionär beim Selbsteintritt in Geschäfte mit variablen Kursen der von ihm durch § 400 Abs. 2 des Handelsgesetzbuches erforderte Beweis, daß in dem Zeitpunkte, wo er die Ausführungsanzeige an seinen Kommittenten absandte, tatsächlich der Kurs bestanden hat, den er dem Kommittenten berechnet, an lebhaften Börsen so gut wie ausgeschlossen. Für die amtlich vermittelten Börsengeschäfte hingegen würde der auf dem Kommittentenschlußschein vermerkte Kurs durch das Kursmaklersiegel beglaubigt, ein weiterer Beweis für seine Richtigkeit also überflüssig sein.

Für diejenigen allerdings, die jetzt in der Lage sind, unter Ersparung der Courtage Geschäfte zu machen, würde dadurch, daß ihnen dieser tatsächliche Vorzug entzogen wird, natürlich eine Verteuerung entstehen, die auf die Kursbildung vielleicht nicht ohne Einfluß wäre. Die Kosten des Geschäfts ergeben die Spannung, bei der das Ausgleichen der Kursschwankungen nutzbringend zu werden beginnt. Wäre

ein Börsengeschäft gänzlich kostenfrei, so würde schon die geringste Schwankung des Kurses ausreichen, um einen Kauf oder Verkauf nutzbringend zu machen; deshalb könnten sich schon bei den geringsten Schwankungen Personen bereit finden, durch Käufe oder Verkäufe diesen Schwankungen entgegenzuwirken. Mit den Kosten aber entsteht und wächst die Spannung. Wenn also für jene jetzt in bevorzugter Stellung befindlichen Personen die Kosten steigen, so kann dies die Folge haben, daß die Spannung sich ebenso erweitert.

Diese Folge könnte vermieden werden, wenn jener Vorzug, ohne Aufwendung von Courtagekosten kaufen und verkaufen zu können, nicht als solcher beseitigt, sondern auf eine andere Person übertragen würde, z. B. auf ein unter Staatsaufsicht mit Börsenwerten Handel treibendes Institut, wie es die im folgenden Abschnitt zu schildernde Vereinigung der Kursmakler wäre. Aber auch wenn die Erweiterung der Spannung auf keine Weise abzuwenden oder abzuschwächen wäre, so ist hervorzuheben, daß der Nachteil der vergrößerten Spannung doch durch die geschilderten Vorteile bei weitem übertroffen würde. Die Kursfeststellung ist mit einer Wage verglichen, auf der Angebot und Nachfrage gegeneinander abgewogen werden; die Spannung stellt die Fehlergrenze dar, die bei jeder Wage in höherem oder geringerem Maße zu finden ist. Durch die vorgeschlagene Konzentrierung der Börsengeschäfte würde man eine gute Wage mit einer bekannten Fehlergrenze erhalten, und es kann behauptet werden, auch wenn die Fehlergrenze noch bedeutend weiter wäre, würde die Wage immer noch brauchbar sein. Gegenwärtig aber hat man eine schon ihrer Konstruktion nach unrichtige Wage.

Bei den Produkten würde der vorgeschlagene Steuerunterschied für die Ermittlung des Preises nicht die gleiche Bedeutung gewinnen können wie bei den Wertpapieren. Während nämlich die Vermittlung des gesamten Wertpapierumsatzes in der geschilderten Weise ohne Schwierigkeit in den Händen der Kursmakler konzentriert werden kann, ist dies hinsichtlich der Produkte nicht möglich und übrigens auch nicht durch die unterschiedliche Besteuerung angestrebt. Denn da Kaufgeschäfte über Produkte nicht immer, sondern nur dann stempelpflichtig sind, wenn sie unter Zugrundelegung der Usancen einer Börse geschlossen werden, so bleibt der gesamte nicht „börsenmäßige“ Produktenhandel von jener Maßregel unberührt. Immerhin würde aber wenigstens der „börsenmäßige“ Produktenhandel durch die Hände der Kursmakler geleitet und dadurch jedenfalls für die

Feststellung der Börsenpreise eine wirklich zuverlässige Grundlage geschaffen werden, während diese Feststellung gegenwärtig auf Zufall und Gutdünken beruht und deshalb trotz aller Sachkunde der Börsenverstände eine unsichere ist. Wenngleich also der Umsatz der Produkte in weit überwiegender Menge die Börse überhaupt nicht berührt, so würde der Kurszettel doch wenigstens mit Genauigkeit angeben, zu welchen Preisen und in welchen Mengen die Produkte an der Börse umgesetzt worden sind, was unter allen Umständen für den Produktenhandel und nicht minder für die Landwirtschaft von Wert sein würde.

Die wichtigsten Wirkungen der vorgeschlagenen unterschiedlichen Besteuerung der durch die Kursmakler vermittelten und der nicht durch sie vermittelten Geschäfte würden also sein:

1. Beseitigung der umgekehrten Wirkung von Angebot und Nachfrage auf den Kurs;
2. größere Konkurrenzmöglichkeit der mittlern und kleinen Banken und einzelnen Bankers.

Beides würde erreicht werden:

1. ohne daß der Börsenverkehr unter technischen Schwierigkeiten zu leiden hätte;
2. ohne daß die Konzentration des Bankwesens, soweit sie innerlich berechtigt ist, eine Beschränkung erführe.

Kursmaklerverein.

Da die Stellung der Kursmakler infolge der Durchführung der vorgeschlagenen Maßregel eine erhöhte Bedeutung erhält, erscheint es wünschenswert, sie fester an den Staat anzuschließen und besonders eine Einrichtung zu schaffen, durch die ihre Geschäftsführung genau kontrolliert werden kann. Dies würde auf folgende Weise möglich sein.

Wenn sich die Kursmakler zu einer Körperschaft nach Art einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung vereinigen, um lediglich für diese ihr Gewerbe auszuüben, wenn dieser „Kursmaklerverein“ das gesamte Rassenwesen übernimmt, und die Kursmakler von ihm Stempelmarken zur Verwendung erhalten, die von den andern unterschieden, etwa von gelber und grüner Farbe sind statt der blauen und braunen, so gelangt jedes Geschäft des Kursmaklers zur Kenntnis des Vereinsvorstands und der diesem übergeordneten Staatsbehörde. Das Tagebuch des Kursmaklers könnte dann keine tatsächlich geschlossenen Ge-

schäfte auslassen; denn sonst würden die gelben und grünen Stempelmarken früher verbraucht sein, als das Tagebuch es auswies. Es könnte auch nicht etwa, um ein Reservieren von gelben und grünen Stempelmarken zu ermöglichen, fingierte Geschäfte auführen; denn diese würden als solche bei der Abrechnung mit den Auftraggebern des Kursmaklers erkannt werden. Wollte der Kursmakler Schlussscheine mit blauen und braunen Stempelmarken und mit dem Aufdrucke: „amtlich vermitteltes Börsengeschäft“ versehen, so würde sich der Verstoß gegen die Vorschrift auf den Schlussscheinen selbst dokumentieren. Wollte er aber unter Verzicht auf das Recht des niedern Steuerfuges die Schlussscheine mit den blauen und braunen Stempelmarken zum erhöhten Steuerfuge verstemeln, so würde es ihm für solche Geschäfte an Gegenkontrahenten fehlen. Die einzige Möglichkeit, wie er für eigne Rechnung spekulieren könnte, wäre die, daß er das Stempeln solcher Spekulationsgeschäfte ganz unterließe. Dies wäre aber nicht zu befürchten. Es soll hier völlig abgesehen werden von der Kontrolle, die die Steuerbehörde über die Stempelung und der Staatskommissar bei der Börse über die eignen Geschäfte des Kursmaklers ausübt, sowie auch von dem durch einen korporativen Zusammenschluß und ein erhöhtes Ansehen noch gesteigerten Standesbewußtsein der Kursmakler. Schon allein das pekuniäre Interesse, das sämtliche Kollegen daran hätten, daß dem Kursmaklerverein keine Gewinne entzogen würden, würde genügen, um ein Spekulieren für eigne Rechnung auszuschließen.

Dem Kursmakler steht gegenwärtig das Recht zu, neben der Vermittlung von Geschäften in den ihm von der Maklerkammer zu diesem Zwecke zugewiesenen Wertpapieren auch für eigne Rechnung Käufe und Verkäufe vorzunehmen, dieses Recht ist aber beschränkt auf den Fall, daß derartige eigne Geschäfte zur Ausführung von Aufträgen, die er erhalten hat, nötig sind. In der That ist eine beschränkte Zulässigkeit eigner Geschäfte an und für sich wünschenswert; denn ein gänzliches Verbot würde den Verkehr an der Börse lähmen, ein unbeschränktes Gestatten aber ebenfalls Nachteile mit sich bringen können. Die Beschränkung schafft jedoch in ihrer jetzigen Fassung keineswegs einen befriedigenden Zustand; sie könnte deshalb besser eine andre Normierung erhalten, wenn die Errichtung des Kursmaklervereins die Möglichkeit bieten sollte, eine solche Bestimmung durchzuführen.

Nach dem jetzt geltenden Rechte darf nämlich der Kursmakler wohl ein Wertpapier für sich kaufen, wenn es sonst keinen Käufer

findet; er muß es dann aber behalten, bis wieder einmal eine unbefriedigte Nachfrage auftritt, was bei rückgängiger Konjunktur leicht erst dann der Fall sein wird, wenn der Kurs beträchtlich gesunken ist. Bei strikter Befolgung dieser Vorschrift können hierdurch Mißstände hervorgerufen werden, zumal der Kursmakler an einer lebhaften Börse zur Zeit großer Kursrückgänge infolge des dadurch hervorgerufenen stürmischen Andrangs des Publikums nicht in der Lage ist, genau zu rechnen, und deshalb nach raschem Überschlagn in großen Summen kaufen und verkaufen muß. Erst nach Schluß der Börse werden in seinem Bureau aus den ausgeführten Käufen und Verkäufen die Parteien zusammengestellt, zwischen denen die einzelnen Geschäfte als abgeschlossen gelten sollen. Der dabei sich ergebende Rest ist als sein eignes Geschäft anzusehen. Die Pflicht, diesen Rest bis zu einer unbefriedigten Nachfrage zu behalten, kann ihn, wenn er ihr gesetzmäßig nachkommt, in die Gefahr eines Vermögensverfalls bringen. Noch schlimmer ist seine Lage, wenn er bei steigenden Kursen mit einem solchen Rest Verkäufer geblieben ist. Zeigt sich dann nicht alsbald ein unbefriedigtes Angebot, so muß er, wenn er der gesetzlichen Vorschrift entsprechend sich nicht eindeckt, nach wenigen Tagen, da er nicht liefern kann, exekutiert werden. Dabei ist es im besondern keineswegs unbedenklich, daß die Höhe der Engagements als solche in dieser Bestimmung gar keine Begrenzung findet. Daher würde es sich empfehlen, die eignen Geschäfte nicht generell, sondern nach den Vermögensverhältnissen zu beschränken. Dies wäre zwar nicht den einzelnen Kursmaklern, wohl aber dem Kursmaklerverein gegenüber durchführbar.

Der Kursmaklerverein könnte folgendermaßen gedacht werden. Sein Vermögen wird gebildet durch Anteile, die die Kursmakler einzahlen. Jeder Kursmakler haftet dem Verein für größere und geringere Versehen mit seinem Anteil. Die Aktionsfreiheit der einzelnen wird durch Kontingente begrenzt. Bis zur Höhe seines Kontingents darf jeder den Verein im Debet wie im Kredit engagieren. Die Summe der Kontingente gleicht derjenigen der Anteile, so daß die Gesamtengagements sich innerhalb des Gesamtvermögens des Vereins halten müssen. Einer Überschreitung wird durch eine Restriktivsteuer entgegengewirkt. Die Kontingente werden regelmäßig in erster Linie nach der Höhe der Anteile bemessen, daneben ist aber auch die persönliche Tüchtigkeit des einzelnen in Betracht zu ziehen. Auf die

2*

Grundsätze, nach denen die Einnahmen des Vereins zu verteilen wären, soll hernach zurückerkommen werden.

Einer Leitung würde der Kursmaklerverein nur insofern bedürfen, als es sich darum handelt, ebenso wie jetzt je zwei Kursmakler zu einer Gruppe zu vereinigen, den Gruppen die von ihnen zu handelnden Wertpapiergattungen zuzuteilen und die Höhe der den einzelnen Kursmaklern zu übertragenden Kontingente zu bestimmen. Dies würde am besten die von den Kursmaklern zu wählende Vertretung erledigen. Die oberste Leitung wäre dem Staate vorzubehalten, sie würde aber in dieser Beziehung nur wenig hervortreten. Im täglichen Geschäftsbetriebe würde der Kursmaklerverein, ohne daß eine Leitung im einzelnen erforderlich wäre, unter völliger Dezentralisation der Geschäfte gewissermaßen automatisch arbeiten. Da jeder Kursmakler sein Tagebuch täglich abschließt, so wäre eine tägliche und, wie vorhin dargestellt, zuverlässige Kontrolle möglich, und zwar nicht nur über die einzelnen, sondern zugleich auch über den gesamten Status des Vereins, der sich einfach aus den täglich dem Vorstände einzureichenden Einzelabschlüssen ergibt.

Um den Verein im höchsten Maße liquide zu gestalten, könnte es sich empfehlen, sein Vermögen, soweit es bei den täglichen Anschaffungen und Veräußerungen frei bleibt oder frei wird, in kurzfristigen Forderungen anzulegen.

Von dem Umstande, daß der Kursmakler an Gewinn und Verlust seines Vereins interessiert wäre, würde eine Beeinträchtigung seiner Objektivität ebensowenig zu befürchten sein, wie gegenwärtig von den ihm freilich nur mit der geschilderten Beschränkung gestatten, aber eben wegen der beschränkten Realisationsbefugnis bei strikter Durchführung jener Bestimmung doppelt gefährlich auf sein Vermögen wirkenden Geschäfte für eigne Rechnung, für die nicht einmal ein angemessenes Verhältnis zu seinem Vermögen vorgeschrieben ist. Im Gegenteil würde grade dadurch, daß auf die geschilderte Weise die Höhe der von ihm eingegangenen Engagements begrenzt wäre, und seine gesamte Geschäftsführung sicher kontrolliert werden könnte, jene Befürchtung noch weit ferner gerückt sein als jetzt, zumal er nicht mehr von seinen Auftraggebern abhängen würde, die ihm gegenwärtig je nach Wohlwollen oder Mißwollen viel oder wenig zu verdienen geben können.

Bei diesen Vorschlägen ist in erster Linie an die Berliner Fondsbörse gedacht; entsprechende Vereine wären aber auch an den andern

Fondsbörsen, soweit dort die Bestellung von Kursmaklern erfolgt, zu bilden und ebenso an den Produktenbörsen.

Die wichtigsten Wirkungen der Kursmaklervereine, und zwar sowohl derjenigen an den Fonds-, als auch derjenigen an den Produktenbörsen würden nach dem Gesagten zunächst folgende sein:

1. sichere Kontrolle der gesamten Geschäftsführung der Kursmakler,
2. ausschließliche Abhängigkeit der Kursmakler von der ihnen vorgesetzten Behörde.

Hierüber hinaus könnten die Kursmaklervereine, und zwar besonders die an den Fondsbörsen, auch zur Grundlage einer weiteren Entwicklung dienen.

Die Börse bedarf einer Institution, die gewerbmäßig mit Börsenwerten Handel treibt. Wenn sich an den Fondsbörsen persönlich oder durch die Kommissionäre vertreten nur diejenigen einfänden, die ihr Geld in Wertpapieren anlegen, und diejenigen, die ihre Anlagen veräußern wollen, so würden weder die einen noch die andern jemals volle Befriedigung finden, und die unbefriedigten Nachfragen und Angebote würden die Kurse selbst in den politisch und wirtschaftlich ruhigsten Zeiten bis zum äußersten schwanken lassen. Entsprechendes hat auch für die Produktenbörsen Geltung; hier sollen aber zunächst wiederum nur die Fondsbörsen in Betracht gezogen werden.

Der gewerbmäßige Handel in Wertpapieren wird, wie schon erwähnt, außer von den Banken, von der Kulisse betrieben. Sie nimmt von den überschüssigen Angeboten auf, um ihrerseits das Angekaufte später zu veräußern, und sie gibt an die überschüssigen Nachfragen ab, um ihrerseits das Verkaufte später einzudecken. Diese auf Ausgleichung der Kursschwankungen gerichtete Tätigkeit der Kulisse ist für die Allgemeinheit nützlich, leidet aber an zwei Mängeln.

Erstens wird sie nicht bei allen Wertpapieren gleichmäßig ausgeübt, die zufällig überschießenden Angebote und Nachfragen finden nicht überall die gleiche Begegnung. Die sogenannten Tagesschwankungen sind infolgedessen größer, als es bei regelmäßigem Eingreifen der Fall sein würde. Es ist eine an der Börse täglich zu machende Beobachtung, daß bei manchen Wertpapieren schon ein ganz geringer Überschuß an Angeboten und Nachfragen genügt, um die Kurse prozentweise herunter- oder heraufzusetzen. Das würde nicht geschehen, wenn ein Institut vorhanden wäre, das sich seiner Ver-

fassung nach eignete, gerade solche Angebote aufzunehmen und solche Nachfragen zu befriedigen.

Die Kulisse vernachlässigt manche Papiere und beschäftigt sich hauptsächlich mit einigen „Standardpapieren“. Aber auch hier wirkt sie nicht durchaus nützlich, sondern im Gegenteil oft schädlich, weil sie regelmäßig weit über ihre Kraft hinaus engagiert ist. Das gleiche gilt auch von dem außerhalb der Börse stehenden Publikum, soweit es nicht für sein Kapital eine dauernde Anlage sucht, sondern Geschäfte macht, um sie alsbald mit Gewinn zu realisieren, d. h. soweit es „spekuliert“. Hauffe-Partei und Baiffe-Partei, Mine und Kontre-mine halten sich in ruhigen Zeiten die Wage. Wie aber von zwei Ringern der unterliegende um so heftiger zu Boden geworfen wird, je verzweifelter er bis zum letzten Augenblicke seine Kraft angespannt hat, so wird auch die eine Partei von der andern, sobald ihre überanstrengte Kraft durch Verteuerung des Geldes und Kündigung der Kredite nachläßt, um so wilder überrannt. Die Hauffe-Partei, die nicht mit eigenem, sondern mit geborgtem Gelde gekauft hat, verdoppelt ihre Schulden, um den Kurs zu stützen. In ruhigen Zeiten erzielt sie den für die Allgemeinheit nützlichen Erfolg, einen Kursrückgang aufzuhalten, bis die Aufwärtsbewegung wieder einsetzt; in unruhigen Zeiten aber, oder wenn eine die Börse beherrschende Geldmacht es will, bringt sie den Kurs nicht über den toten Punkt hinweg. Dann stürzen die aufgesammelten Mengen wie bei einem Dammbruch mit doppelter Gewalt hernieder, und was nutzbringende Wirkung war, verkehrt sich in das Gegenteil. Die Baiffe-Partei, die in Erwartung fallender Kurse in blanco verkauft hat, fixt, um dem Steigen des Kurses entgegenzuwirken, den doppelten Betrag. In ruhigen Zeiten erzielt sie dadurch den für die Allgemeinheit nützlichen Erfolg, daß sie das Emporgehen niederhält, bis der unberechtigte Auftrieb nachläßt. In Zeiten eines innerlich begründeten Aufschwungs aber, oder wenn eine die Börse beherrschende Geldmacht es will, gelingt es ihr nicht, den Kurs auf dem niedrigen Standpunkte zu bewahren. Dann muß sie sich bei steigenden Kursen decken, und die steigende Nachfrage treibt vor allem, wenn weniger Material vorhanden ist, als verlangt wird, oder wenn das vorhandene absichtlich zurückgehalten wird („Schwenze“), den Kurs über die gerechtfertigte Höhe hinaus, so daß auch hier die nutzbringende Wirkung in das Gegenteil umschlägt.

Auf diese Weise verstärkt die Kulisse die Wellenbewegung der Kurse von solchen Wertpapieren, mit denen sie sich grade besonders

lebhaft beschäftigt. Gleichzeitig erschüttert sie auch nicht selten die Kurse solcher Wertpapiere, die mit jenen Gebieten in keinem Zusammenhange stehen. Um sich nämlich für den Kampf auf jenen Gebieten zu stärken, sieht sie sich oft genötigt, ihre Engagements in diesen Papieren zu ungünstigen Kursen zu lösen, wozu sie überdies noch gebrängt werden kann, wenn infolge von Entwertung solcher Papiere, auf Grund deren sie sich Kredit verschafft hat, der Kreditgeber Nachschüsse verlangt oder den Kredit kündigt. Man kann dies mit dem vorhin gebrauchten Bilde folgendermaßen ausdrücken: Die Kulisse verstärkt die Wellenbewegung und verursacht eine von dieser ausgehende Rückwirkung auf unbeteiligte Gebiete. Auch dies gilt ebenfalls von dem außerhalb der Börse stehenden spekulierenden Publikum.

Wollte man die Kulisse von der Börse verdrängen, so wären ihre Angehörigen fortan dem außerhalb der Börse stehenden spekulierenden Publikum zuzurechnen; die durch übertriebene Engagements hervorgerufenen übertriebenen Kursschwankungen würden sich dann nicht vermindern, sondern, da ein persönlicher rascher Gedanken- und Meinungsaustausch fehlen oder in unvollkommener Weise außerhalb der Börse bewerkstelligt werden würde, vielleicht sogar noch wachsen. Man wird daher nicht danach trachten dürfen, die Kulisse einzuschränken, sondern sie in ihrer nützlichen Wirkung zu ergänzen.

Unzweifelhaft sind schon jetzt innerhalb und außerhalb der Börse viele Spekulanten zu finden, die sich nicht über ihre Verhältnisse hinaus engagieren und hierdurch für die Kursentwicklung ein Moment der Beruhigung bilden. Sie wirken durch Käufe und Verkäufe unberechtigten und übertriebenen Kursschwankungen entgegen; ihr Eingreifen findet aber nur gelegentlich statt; denn wenn auch von ihnen eine nicht geringe Zahl an der Börse anwesend oder mit der Börse telephonisch oder telegraphisch verbunden zu sein pflegt, so sind sie doch selbstverständlich nicht überall da vertreten, wo die Kurse der einzelnen Papiere entstehen. Gleichmäßiger ist das Eingreifen der Banken. Daneben aber ist Raum für ein Institut, das sich das Ausgleichen der Kursschwankungen zur besondern Aufgabe macht.

Ein solches Institut wäre der Kursmaklerverein einer jeden Fondsbörse und seine bei geringem Kapital nur schwache Betätigung würde sich verstärken, wenn er sein Kapital vergrößert, z. B. durch Ausgabe von Anteilscheinen ein Kommanditkapital an sich zieht. Die Kontingente der Kursmakler werden dann so weit erhöht, daß ihre Summe die Summe des Kommanditkapitals mit umfaßt. Der

Verein arbeitet ruhig automatisch weiter, indem jeder Kursmakler ebenso wie sein ursprüngliches, nun sein erhöhtes Kontingent verwaltet. Man könnte die Anteilscheine allmählich verkaufen; je nachdem sie zur Ausgabe gelangen, erhöhen sich einfach die Kontingente.

Da die Engagements jedes Kursmaklers auf sein Kontingent beschränkt sind, besteht auch für die von je zwei Kursmaklern gebildeten Gruppen eine Beschränkung der Käufe und Verkäufe auf eine bestimmte Summe. Der obern Leitung wird es freistehen, jedem Kursmakler auch für die einzelnen Wertpapiere seiner Gruppe vorzuschreiben, wie weit er im Debet und Kredit gehen darf, doch werden solche Vorschriften regelmäßig mit Rücksicht auf die Sachkunde der Kursmakler überflüssig sein. Infolge der geschilderten Anordnungen fehlt dem Verein zwar die Dehnbarkeit, die der Kulisse eigen ist; dafür wird sich aber seine Stärke gerade da zeigen, wo die Schwäche der Kulisse liegt. Da nämlich der Handel sämtlicher börsengängiger Wertpapiere auf die voneinander unabhängig arbeitenden Gruppen verteilt, und jeder Kursmakler mit seinem Kontingent, das nur in Wertpapieren seiner Gruppe und kurzfristigen Forderungen angelegt sein kann, im höchsten Maße liquide ist, so ist zweierlei gesichert: einerseits kann der Verein niemals in den Strudel der Spekulation irgend eines Gebietes hineingezogen werden, denn dafür würde sein Engagement auf jedem Gebiete, dessen sich die Spekulation gerade bemächtigt, infolge der ihm auferlegten Beschränkungen zu gering und seine Liquidität zu groß sein; anderseits ist er stets auf jedem andern Gebiete mit voller Kraft gegenwärtig. Die Folge wird sein, daß die Rückwirkungen der überanstrengten Spekulation abgeschwächt, und die Tageschwankungen besser ausgeglichen werden.

Der Gedanke liegt nahe, die Kursmaklervereine der verschiedenen Fondsbörsen zu einem einheitlichen Kursmaklerverein zusammenzufassen. Dieser gleicht dann die Unterschiede in den Kursen der verschiedenen Börsen kostenlos aus und macht hierdurch die an andern Börsenplätzen domizilierten Banken von einer Vertretung in Berlin weniger abhängig.

Die Abhängigkeit der Provinz würde sich noch weiter verringern, wenn der Kursmaklerverein Aufträge auch von solchen Banken annähme, die nicht an dem betreffenden Börsenplatz ihren Sitz haben, denn er würde solchen Instituten dadurch die Möglichkeit eröffnen, mit der Börse ohne die Vermittlung anderer Banken zu verkehren, auf die

sie jetzt angewiesen sind. Auch hierdurch könnte die Dezentralisation gefördert werden, ohne daß, wie wiederum hervorzuheben ist, die Konzentration, soweit sie innere Berechtigung hat, eine Beeinträchtigung erfährt.

Die Eigentümer von Anteilscheinen könnten Zentralausschüsse oder, wenn die Kursmaklervereine zu einem einheitlichen zusammengefaßt werden, besser einen einheitlichen Zentralausschuß wählen. Die oberste Leitung der Vereine, die, wie erwähnt, dem Staate vorzubehalten wäre, würde, wenn die Zusammenfassung sich nicht nur auf die Börsen der Einzelstaaten, sondern des ganzen Reichsgebietes erstreckt, dem Reiche zu übertragen sein. Sie würde berechtigt sein, den Kursmaklerverein und die von diesem gewählte Vertretung mit Anweisungen zu versehen, sie würde den Zentralausschuß zu Versammlungen einberufen und Beziehungen zur Reichsbank und den Staatsbanken vermitteln. Die Entwicklung würde von der Stellungnahme der Einzelstaaten abhängig und verschieden denkbar sein. Wenn im folgenden von dem Kursmaklerverein und dem Zentralausschuß der Anteilseigner gesprochen wird, so mag darunter das betreffende Institut einzeln oder in seiner Zusammenfassung verstanden werden. Ebenso möge das, was im folgenden vom Staate und der ihm zustehenden obersten Leitung gesagt wird, auch vom Reiche und der obersten Leitung des Reiches gelten.

Der Kursmaklerverein hätte zwei voneinander verschiedene Einnahmequellen: einerseits Courtage, andererseits Gewinn aus den eignen Kauf- und Verkaufsgeschäften. Da das Gedeihen des Kursmaklervereins in erster Linie von der Tüchtigkeit der Kursmakler abhängen würde, so würde es sich empfehlen, nicht nur das Ansehen ihrer Stellung, sondern auch ihre Einnahmen zu erhöhen, damit der dauernd beste Ersatz gewährleistet wäre. Es würde dann auch nicht ungerecht sein, wenn man einer solchen Bevorzugung ein Kündigungsrecht gegenüberstellte, bei dessen Ausübung der Generalversammlung der Kursmakler ein gewichtiges Votum einzuräumen wäre.

Die Umsatzsteuer liefert jährlich einen Ertrag von etwa 20 Millionen Mark; die Einnahme aus der Courtage würde bei dem jetzigen Sage diese Summe voraussichtlich noch übersteigen. Man könnte ermitteln, wie hoch gegenwärtig der Durchschnitt der Einnahme ist, die der Kursmakler aus der Courtage zieht, und dann eine höhere Summe als künftige Durchschnittseinnahme aus der Courtage festsetzen.

Dieser Betrag, multipliziert mit der Anzahl der Kursmakler, wäre dann dem Kursmaklerverein von der eingenommenen Courtage zu belassen. Der unter allen Umständen immer noch sehr beträchtliche Überschuß könnte an den Staat oder an das Reich abgeführt werden.

Das eigene, aus den Einlagen der Kursmakler gebildete Vermögen und das Kommanditkapital des Vereins finden Verwendung in den Kauf- und Verkaufsgeschäften, die die Kursmakler für den Verein schließen. Trotz der dem Verein auferlegten Beschränkungen würden auch die hierbei zu erzielenden Gewinne befriedigen.

Man nehme einmal an, die Kursmakler verstünden das Kapital nicht besser zu verwalten, als daß ein jeder von seinem Kontingent einen Teil zum Ankauf von Wertpapieren seiner Gruppe verwendete, während der Rest in kurzfristigen Forderungen angelegt bliebe, und daß danach die ganze Verwaltung zum Stillstande käme. Dann würde die Verzinsung der Kapitalien immer noch eine durchschnittliche sein, denn sie ergäbe sich aus der Verzinsung einerseits aller Wertpapiere, anderseits der kurzfristigen Forderungen. Es wäre aber nicht im entferntesten mit einer so ungeschickten, sondern im Gegenteil mit einer sehr geschickten Verwaltung zu rechnen, die die in der zentralen Stellung des Vereins liegenden Vorteile benutzen würde, und diese würden sehr groß sein.

Wer die von den andern gegebenen Aufträge kennt, kann sein eigenes Verhalten danach einrichten. In dieser Beziehung werden die Besucher der Börse immer einen Vorrang vor den außerhalb der Börse stehenden Personen haben, wie für sie ja auch immer ein Vorsprung darin liegt, daß sie Gelegenheit haben, die Schwankungen der Kurse vor jenen zu erkennen. In allererster Linie aber werden diese Vorteile dem Kursmaklerverein zufallen. Überdies werden seine Geschäfte nicht durch die Zahlung von Courtage verteuert. Er nimmt also in einer zweifachen Hinsicht eine Vorzugstellung ein: erstens kann er schon eine geringere, nicht erst wie alle andern die durch die Zahlung von Courtage erweiterte Spannung der Kursschwankungen ausnutzen, und zweitens ist er mit seinen Entschlüssen den ihm unterbreiteten Verkauf- und Kaufaufträgen gegenüber regelmäßig in der Hinterhand. Beide Vorteile sind bei ihm stärker ausgesprochen als gegenwärtig bei irgendeinem Institut. Er benutzt sie freilich nur innerhalb der Kursmaklerkontingente und im wesentlichen auf Gebieten, mit denen sich die eigentliche Spekulation wenig beschäftigt, wird aber grade dadurch eine um so

wertvollere Ergänzung aller andern, die Bildung der Kurse beeinflussenden Faktoren.

In seiner doppelten Vorzugstellung erzielt der Verein sicher eine mehr als durchschnittliche Verzinsung. Der Gewinn würde auf sein eignes Kapital und das Kommanditkapital nach dem Verhältnis der Größe der beiden Kapitalien zu verteilen sein. Die Grundsätze, nach denen dieser Gewinnanteil des Vereins und sein Anteil an der Courtageeinnahme weiter auf die einzelnen Kursmakler zu verteilen wäre, sind verschieden denkbar. Zu berücksichtigen wären drei Momente: der Umsatz der durch die einzelnen Kursmakler vermittelten Geschäfte, der Gewinnsaldo aus den von den einzelnen für den Verein abgeschlossenen Geschäften und die Größe der Vermögenseinlage, die allerdings auch schon auf den Gewinnsaldo insofern von Einfluß ist, als das Kontingent und damit die Befugnis zu solchen Geschäften sich regelmäßig in erster Linie nach der Vermögenseinlage richtet.

Die Anteilscheine brächten nicht nur einen ausreichenden Gewinn, sondern wären auch als ein Papier von einer Sicherheit ersten Ranges anzusehen, denn bei den Beschränkungen des Vereins kann sein auf die verschiedensten Werte verteiltes, im Debet wie im Kredit engagiertes Vermögen nur dann verloren werden, wenn die gesamte Volkswirtschaft zugrunde geht. Ein Vermögen, das zum großen Teil in Staatspapieren fundiert ist, kann durch eine Krisis des Staates, ein Vermögen, das zum großen Teil in Wechseln der Großbanken fundiert ist, kann durch eine Krisis der Großbanken erschüttert werden. Solche Vermögen können noch so gut fundiert sein, sie stehen — mit einem Bilde aus der Physik ausgedrückt — doch immer nur im stabilen Gleichgewicht; das Vermögen des Kursmaklervereins aber befindet sich im indifferenten Gleichgewicht wie eine auf dem Wasser schwimmende Kugel. Der Kurs der Anteilscheine würde daher stets ein befriedigender sein, zumal grade die Vertreter der wirtschaftlichen Macht ein Interesse daran haben würden, durch den Besitz großer Summen von Anteilscheinen im Zentralausschuß der Anteilseigner Fühlung mit der obersten Leitung des Kursmaklervereins zu gewinnen, was wiederum für diese von Vorteil werden könnte.

Bei der Ausgabe der Anteilscheine wäre somit auch ein nicht unbedeutender Agiogewinn denkbar, der dem Staate zugewendet werden könnte. Auf die Vermehrung der Staats- oder Reichseinnahmen soll aber hier grundsätzlich kein Gewicht gelegt, vielmehr der Nutzen oder

Nachteil der Vorschläge unter völligem Außerachtlassen dieses Gesichtspunktes erwogen werden. Wenn vorhin gesagt ist, daß ein Teil der Courtageeinnahme dem Staate zugeführt werden könne, so darf deshalb anderseits nicht unerwähnt bleiben, daß man auf diese Einnahmequelle auch verzichten könnte, indem man den Satz der Courtage herabminderte. Endlich ist aber auch auf die Möglichkeit hinzudeuten, daß man sowohl den Agiogewinn als auch den Courtaganteil einstweilen in einem Fonds sammelte.

Für die Fondsbörsen würden hiernach zu den zuerst hervorgehobenen Wirkungen der Kursmaklervereine infolge des Zusammenschlusses und der Kapitalerhöhung als besonders wichtig hinzutreten:

1. ein mit Engagements nicht überladener Handel mit Wertpapieren, der die Rückwirkungen der überanstrengten Spekulation abschwächt und die Tagesschwankungen der Kurse besser ausgleicht;
2. die Möglichkeit eines unmittelbaren Verkehrs der Provinzbanken mit der Börse und auch hierdurch eine größere Konkurrenzmöglichkeit solcher Institute.

Ob die an den Produktenbörsen zu bildenden Kursmaklervereine außer für die Kursfeststellung auch für den Handel selbst eine ähnliche Bedeutung gewinnen könnten, erscheint zweifelhaft, weil der Handel der Produkte in dem Transportieren und Lagern und in der Verschiedenheit und Veränderlichkeit der Ware Schwierigkeiten bietet, die für den Effektenhandel nicht vorhanden sind. Immerhin wäre es aber nicht ausgeschlossen, daß solchen unter Staatsaufsicht tätigen Vermittlungsinstituten für engere oder weitere Wirtschaftsgebiete eine gewisse zentrale Stellung zufiele.

Die dem Staate oder dem Reiche sich eröffnende Möglichkeit, ihren Einfluß auf das nationale Wirtschaftsleben zu stärken.

Schließlich hätte der Kursmaklerverein an den Fondsbörsen noch eine wichtige Wirkung. Es ist schon zu Anfang darauf hingewiesen worden, daß der Staat in die Lage kommt, der in immer weniger Händen sich vereinigenden wirtschaftlichen Macht gegenüber Stellung nehmen zu müssen. Die Errichtung des Kursmaklervereins eröffnet dem Staate oder dem Reiche die Möglichkeit, ihren Einfluß auf das nationale Wirtschaftsleben zu stärken.

Indem der Kurzmaflerverein mit allen börsegängigen Papieren Handel treibt, besitzt er Aktien von sämtlichen an der Börse zugelassenen Gesellschaften, ist also in allen diesen Gesellschaften Aktionär. Der dem Staate zustehenden obersten Leitung würde es nicht schwer fallen, durch Vermittlung der Kurzmafler von dieser oder jener Aktiengesellschaft nach Bedarf mehr Aktien an sich zu ziehen, besonders, wenn ihr der vorhin erwähnte Fonds zu Gebote stände. Hierdurch wird der Staat in die Lage versetzt, sich in den Generalversammlungen der Aktiengesellschaften auf ähnliche Weise Geltung zu verschaffen, wie die Banken es tun. Seine Position wäre zwar insofern schwächer, als er nicht wie sie durch Kreditgewährung Abhängigkeitsverhältnisse schaffen würde, hingegen könnte dies als annähernd ausgeglichen erscheinen, wenn man bedenkt, daß seine Beziehungen noch weiter reichen würden als die der Großbanken. Besonders könnte er Aufsichtsratsstellen durch ihm nahestehende Personen besetzen, sie gruppenweise in deren Händen vereinigen, sich so eine Einflußsphäre schaffen und diese allmählich ausdehnen, zunächst vielleicht nur auf einigen hervorragend wichtigen Wirtschaftsgebieten.

Das Verhältnis, in dem solche Aufsichtsratsmitglieder zum Staate ständen, könnte verschieden gedacht werden. Besonders eng wäre es, wenn die auf sie entfallenden Quoten der Tantiemen an den Staat abgeführt würden und ihre Besoldung aus dem auf diese Weise gebildeten Fonds erfolgte. Unter den dem Staate zu Gebote stehenden Mitteln, geeignete Persönlichkeiten für derartige Posten zu gewinnen, würde das Geld nicht die erste Stelle einnehmen; dennoch sei darauf hingewiesen, daß der Fonds mit den Einflußsphären wachsen und groß genug werden würde, um Ansprüche zu befriedigen, wie führende Männer des Erwerbslebens sie sonst zu stellen gewöhnt sind.

Am festesten wäre die Organisation, wenn nicht die einzelnen Personen als solche, sondern der Staat selber in die Aufsichtsratsstellen einträte und sie dann durch seine Delegierten verwalten ließe. Sie würden dem Wohle der einzelnen Gesellschaften zu dienen verpflichtet sein; bei Interessenkollisionen müßte für sie grundsätzlich das Staatsinteresse den Ausschlag geben; bei Meinungsverschiedenheiten würden sie ihr Separatvotum zu den Akten geben und an die Zentralstelle Bericht erstatten.

Sie würden ebenso wie die Kurzmafler nach dem hier entwickelten Plane eine besondere Art von Staatsbeamten sein, die zwar gegenwärtig nicht vorhanden ist, aber doch sehr wohl gedacht werden

kann. Während die anderen Staatsbeamten einen Anspruch auf Pension erwerben und nur im Wege eines förmlichen Disziplinarverfahrens aus bestimmt normierten Gründen entlassen werden können, hätten sie keine Pensionsberechtigung und könnte ihnen, sobald sie sich nicht bewährten, gekündigt werden. Dafür wäre ihre Besoldung bedeutend höher. Es würde sich empfehlen, das Engagieren und Besolden ihrer Hilfsbeamten ihnen selbst zu überlassen, vorbehaltlich eines Bestätigungs- und Kündigungsrechts, das dem Staate auch diesen Personen gegenüber zustehen müßte.

Es ist nicht gemeint, daß der Staat die in den Aktiengesellschaften jetzt vorherrschenden Einflüsse bekämpfen sollte; im Gegenteil wäre, soweit es im Interesse der Allgemeinheit liegt, grundsätzlich ein Zusammengehen in erster Linie mit denjenigen wirtschaftlichen Mächten zu erstreben, die im Zentralausschuß der Anteilseigner des Kursmaklervereins Fühlung mit dem Staate suchen. Ein Gegensatz zu ihnen wäre für alle Beteiligten schädlich, ebenso nützlich aber wäre es für die Gesamtheit, wenn neben und mit ihnen der Staat im Wirtschaftsleben unmittelbar Vertretung fände¹.

Der Staat wäre in der günstigen Lage, abwarten zu können, welche Stellung die großen und kleinen wirtschaftlichen Gebilde ihm gegenüber einnehmen. Während im Zentralausschuße ihm namentlich die Großbanken nahetreten würden, könnten z. B. die mittlern und kleinern Betriebe der Industrie von der ihnen gebotenen Gelegenheit Gebrauch machen, außer und neben dem üblichen Anschluß an einen großen Geldgeber oder einen mächtigen Konkurrenten sich an den Staat anzulehnen, der bereit und in der Lage wäre, ihre gegenwärtig oft zu schwach vertretenen Interessen wirksam in Schutz zu nehmen. Bei einem vorsichtigen und schonenden Vorgehen könnte es gelingen, die Konzentrationsbewegung, die gegenwärtig, wie vielfach befürchtet wird, zur Vertrustung hinneigt, in die wünschenswertere Form von Kartellen unter staatlichem Einfluß hinüberzuleiten.

Vielleicht könnte sich dies im Wege einer kaum merklichen Entwicklung vollziehen, indem der Staat allmählich den an ihn ergehenden Einladungen folgeleistete. Er würde dann von dem Rückhalt, den der Kursmaklerverein ihm bietet, nur äußerst selten Gebrauch machen. Gingegen würde ohne die Möglichkeit, diesen

¹ Vgl. Gustav Schmoller, Das Verhältnis der Kartelle zum Staat. Einleitungsworte zur Debatte der Generalversammlung des Vereins für Socialpolitik in Mannheim, den 27. September 1905. In diesem Jahrbuch Bd. 29, Heft 4, S. 325—363.

Rückhalt in Anspruch zu nehmen, ein solcher Plan wohl nur schwer durchzuführen sein. Ohne den Kursmaklerverein wäre der Staat dabei den großen wirtschaftlichen Mächten, namentlich den Großbanken gegenüber, oft im Nachteil, während schon das bloße Vorhandensein des Kursmaklervereins geeignet sein könnte, zu verhüten, daß das zwischen dem Staate und den großen Konzentrationen bestehende Stärkeverhältnis sich weiter zuungunsten der vom Staate vertretenen allgemeinen Interessen verschiebt.

Deshalb sind diese letzten Ausführungen wohl noch mit unter der behandelten Frage begriffen, wie die Börse mehr der Allgemeinheit dienstbar gemacht werden könne.

Zusammenfassung.

Die Vorschläge und ihre wichtigsten Wirkungen lassen sich im ganzen wie folgt zusammenfassen :

- I. Unterschied in der Besteuerung der Börsengeschäfte zugunsten der durch die Kursmakler vermittelten, zuungunsten der nicht durch sie vermittelten.

Wirkungen: 1. Beseitigung der umgekehrten Wirkung von Angebot und Nachfrage auf den Kurs,
2. größere Konkurrenzmöglichkeit der mittlern und kleinen Banken und einzelnen Bankers.

- II. Errichtung von Kursmaklervereinen.

Wirkungen: 1. Sichere Kontrolle der gesamten Geschäftsführung der Kursmakler,
2. ausschließliche Abhängigkeit der Kursmakler von der ihnen vorgefetzten Behörde.

- III. Zusammenfluß der verschiedenen Kursmaklervereine an den Fondsbörsen zu einem einheitlichen Kursmaklerverein, dessen Vermögen durch Ausgabe von Anteilsscheinen vergrößert wird.

Wirkungen: 1. Ein mit Engagements nicht überladener Handel mit Wertpapieren, der die Rückwirkungen der überanstrengten Spekulation abschwächt und die Tagesschwankungen der Kurse besser ausgleicht,
2. die Möglichkeit eines unmittelbaren Verkehrs der Provinzbanken mit der Börse und auch hierdurch eine größere Konkurrenzmöglichkeit solcher Institute,

3. die dem Staate oder dem Reiche sich eröffnende Möglichkeit, ihren Einfluß auf das nationale Wirtschaftsleben zu stärken.

Dies würde erreicht werden:

1. Ohne daß der Börsenverkehr unter technischen Schwierigkeiten zu leiden hätte,
2. ohne daß die Konzentration des Bankwesens und überhaupt die Konzentrationen, soweit sie innerlich berechtigt sind, eine Beschränkung erführen,

und, wie noch hinzugefügt werden kann,

3. ohne daß der die Volkswirtschaft fördernde Erwerbsfönn in seiner Betätigung beeinträchtigt würde.

Es wird als ein gutes Zeichen für die Durchführbarkeit eines Planes angesehen werden können, wenn er sich auf einer einfachen Maßregel aufbaut. Dies ist im vorliegenden Falle die Bevorzugung der Kursmaßlertgeschäfte.

Nachtrag.

In der vorstehenden Abhandlung habe ich die Mißstände dargestellt, die sich daraus ergeben, daß die Banken einen großen Teil der ihnen übertragenen Käufe und Verkäufe in sich selbst zur Erledigung und nur einen geringen Teil an die Börse und hiervon einen noch geringern an den Kursmakler bringen. Zur Abhülfe habe ich vorgeschlagen, die durch die Kursmakler vermittelten Geschäfte und die zwischen den Banken oder Bankers und ihren Auftraggebern geschlossenen Kommissionsgeschäfte, die solchen Kursmaklergeschäften vorausgehn, dadurch zu begünstigen, daß alle andern Geschäfte mit einer höhern Steuer belegt werden. Im Interesse der Kulisse habe ich zugleich den Vorschlag gemacht, ein jedes Engagement, das an einem Tage an der Börse durch mehrere Hände geht, so zu versteuern, als wären die betreffenden Wertpapiere von dem ersten Verkäufer an den letzten Käufer, also nur einmal veräußert. Wäre dann der mit dem Kursmakler einen Verkauf oder Kauf Abschließende nicht zugleich der Lieferer oder Abnehmer des Papiers, so würde er dem Kursmakler die betreffende Firma mit den Worten: „von N“ oder „an L“ nennen, worauf der Kursmakler das Geschäft unter Weglassung der Zwischenglieder als „amtlich vermittelt“ zum niedern Satz so stempeln würde, als wären N oder L unmittelbar Verkäufer oder Käufer. Demgegenüber ist mehrfach geäußert worden, ein solches Verfahren würde zwar nicht im Kassenverkehr, wohl aber im Ultimoverkehr die Beweglichkeit der Börse beeinträchtigen. Ich teile dieses Bedenken nicht, möchte aber, um es leichter zu beseitigen, zu zeigen versuchen, daß mein Vorschlag schon bei einer geringen Andrung eine Form gewinnt, die wohl auf die Zustimmung auch derjenigen hoffen darf, die zunächst noch Bedenken tragen.

Man könnte die Geschäfte, die die Börsenbesucher unter sich abschließen, ohne jede Veränderung ebenso besteuern wie jetzt und den als Erleichterung gedachten, aber nach jener Meinung zu umständlichen Vorschlag, daß ein an der Börse durch mehrere Hände gegangnes Engagement so zu versteuern wäre, als wäre es von dem ersten Verkäufer an den letzten Käufer verkauft, fallen lassen. Dann äußert sich der für die andern Geschäfte platzgreifende Steuerunterschied lediglich darin, daß die Banken und Bankers für die ihnen vom Publikum zuteil gewordenen Kauf- und Verkaufsaufträge die Ausführungsgeschäfte an der Börse, und zwar hier durch den Kursmakler schließen müssen,

da sie, wenn sie kompensieren oder den Kursmakler auf andre Weise umgehen, genötigt sind, ihre Geschäfte mit den Auftraggebern zum erhöhten Sage zu versteuern. Wie auf S. 9 meiner ersten Abhandlung gesagt ist, könnten Geschäfte, die sich ihrer Natur nach nicht zu Börsengeschäften eignen, ohne Durchbrechung des Prinzips von der höhern Besteuerung ausgenommen bleiben, oder man könnte an Rückvergütungen der entrichteten höhern Steuern denken, ähnlich den, die dem Arbitrageverkehr gewährt werden. Besonders kämen hier die Tafelgeschäfte der Banken und Bankers, namentlich derjenigen in der Provinz in Betracht, denen der bereits festgestellte Kurs des betreffenden oder des vorhergehenden Tages zugrunde gelegt wird.

Bei Verwirklichung des in der geschilderten Weise modifizierten Vorschlages könnte offenbar die Befürchtung, daß der freie Verkehr irgendwie behindert werden würde, überhaupt nicht auftauchen. Der einzige Unterschied gegen die jetzigen Verhältnisse bestände in der Stellung des Kursmaklers. Gegenwärtig hat er für Ultimo regelmäßig nur einige spärliche Aufträge in seinem Buche und steht deshalb meistens abseits vom Getriebe; wenn einmal ein großer oder kleiner Banker mit einer in der Regel minimalen Order an ihn herantritt, so tut er dies in vielen Fällen lediglich, um dadurch einen Kurs zu erzielen, den er seinem außerhalb der Börse stehenden Kunden in Rechnung stellen kann. Im Gegensatz hierzu würden zukünftig alle in Kommission auszuführenden Geschäfte zur Vermeidung der höhern Steuer dem Kursmakler übergeben werden, diese würden mit ihren Limitenbüchern in den Markt treten und beim Auf- und Niederschwanke der Kurse entsprechende Beträge geben oder nehmen, je nachdem ihre Limiten herankommen. Von einer Verkehrsbehinderung könnte die Börse nicht im entferntesten etwas spüren, wohl aber würde sie eine starke Belebung erfahren, da der Strom der von außen kommenden Aufträge ihr zugeleitet würde, ohne zuvor von den Banken durch Kompensation abgeschwächt zu werden. Die Kursmakler würden die Kurse der durch sie vermittelten Geschäfte und dazu die Höhe der Umsätze nach Schluß der Börse dem Börsensekretär diktieren und dadurch einen vortrefflichen Kurszettel schaffen.

Schon allein ein solcher Kurszettel würde die Einführung der vorgeschlagenen Maßregel lohnen.