Die wertbeständigen Anleihen in finanzwirtschaftlicher Betrachtung

Von Rudolf Stucken





Duncker & Humblot reprints

Schriften

bes

Vereins für Sozialpolitik.

Deutsche Zahlungsbilanz und Stabilisierungsfrage.

> Im Auftrage des Vereins veranstaltet von Rarl Diehl und Felix Somary.

> > 166. **Band**.

Berausgegeben von Franz Eulenburg.

Dritter Teil.

Die wertbeständigen Unleihen in finanzwirtschaftlicher Betrachtung.



Verlag von Ouncker & Humblot. München und Leipzig 1924

Die wertbeständigen Unleihen in sinanzwirtschaftlicher Betrachtung.

Von

Dr. Rudolf Stucken.



Verlag von Duncker & Humblot. München und Leipzig 1924. Alle Rechte vorbehalten.



Inhaltsverzeichnis.

	- ,	
A.	Ginleitung	eeit]
	a) Das Schwinden des Papiermarkfredits und das Aufkommen neuer	
	Anleiheformen]
	b) Abgrenzung der Untersuchung	4
В.	Begriff und Befen ber wertbeständigen Unleihen	(
	I. Begriffliches	(
	II. Die wertbeständigen Anleihen und der öffentliche Haushalt schwan-	
	fender Bährung	ç
C	Berwirklichung der Unleihen	14
٠.	I. Betrachtung unter den allgemeinen Gesichtspunkten für Anleihen	14
	II. Betrachtung unter den spezisischen Gesichtspunkten für wert-	17
	beständige Anleihen	23
	a) Die Wahl des Faktors und Art der Verbindung der Anleihe	20
	mit dem Kaktor	23
	· · · · · · · · · · · · · · · · · · ·	
	b) Die spezifische Deckung	31
	c) Die spezifischen Kosten	40
	III. Die Banken als Vermittler langfristigen wertbeständigen Kredits .	45
	IV. Die Unterbringung und Kursgestaltung der wertbeständigen An-	
	leihen	49
D.	Die Umstellung des öffentlichen Haushalts in Deutschland	
	auf Goldmark und die Folgerungen für die Aufnahme wert-	
	beständiger Anleihen	66
E.	Schluß	77

A. Einleitung.

a) Das Schwinden des Papiermarkkredits und das Aufkommen neuer Anleiheformen.

Die Kriegsjahre 1914/18 haben auf dem Anleihegebiet Höchsterfolge gebracht, welche aber boch nicht hindern konnten, daß am Ende des Krieges der Haushalt des Deutschen Reichs stark in Unordnung geraten war, und daß die deutsche Baluta bei Kriegsende bereits "krank" war. Die deutsche Finanzpolitik ber folgenden Zeit vermehrte bas Ubel, und in dem Maße, wie die Inhaber von Papiermarkforderungen durch die fortschreitende Gelbentwertung expropriiert wurden, fand allmählich eine allgemeine Abkehr des Publikums vom Anleihemarkt statt. Eins der ersten deutlichen Anzeichen dieser Abkehr war der Mißerfolg der Sparprämienanleihe. Aber nicht nur der Markt für Anleihen öffent= licher Körperschaften, auch der langfristige Kredit für die Landwirtschaft, für die Industrie und für den städtischen Wohnungsbau schwand mehr und mehr bahin; man mied die Kapitalanlage in Markforderungen und suchte Anlage in Werten, welche bei der Gelbentwertung ihren Wert bewahrten, wie Sachgüter, Aktien, Devisen u. dal. In welchem Maße gerade in den letten Jahren der Areditmarkt für langfristige Papiermarkforderungen zusammenschrumpfte, dafür mögen einige Zahlen zur Illustration bienen, welche bas Statistische Reichsamt zusammengestellt hat:

Emission von Schulbverschreibungen in Millionen Golbmark2).

Bezeichnung	1921	1922	1923
Industrie-Obligationen	107,4 57,5 78,7	33,2 63,8 11,7	2,7 }17,9

¹ Balther Log, Balutafrage und öffentliche Finanzen in Deutschland. Schriften b. Bereins f. Sozialpolitik. 164. Bb. München u. Leipzig 1923, S. 6.

² Wirtschaft u. Statistik, Jahrg. 1924, Heft 3, S. 91. Berechnet auf Grund ber Börsenzulassungen unter der Annahme, daß die Ausgabe drei Monate vor der Börsenzulassung liegt; für 1923 nur Januar—Juli berücksichtigend.

Schriften 166 III.

Schon die Rahre 1921 und 1922 brachten für den Anleihebedarf ber öffentlichen Körperschaften praktisch nichts, während tatsächlich ein ungeheurer Anleihebedarf vorhanden war. Bei den deutschen Ländern und Gemeinden war ein besonders großer Anleihebedarf dadurch ge= geben, daß ihr Bedarf jahrelang hinter dem Areditbedarf des Reiches hatte zurückstehen muffen. Es hatten im Laufe der Jahre Berschiebungen stattgefunden in der wirtschaftlichen Basis bedeutender Gemeinden und ganzer Bezirke (Braunkohlengebiet), wodurch große Neuanlagen not= wendig wurden; bei den werbenden Anlagen war jahrelang vom Bermögen gezehrt, ohne daß Neuanlagen oder Verbesserungsbauten in nennenswertem Mage ausgeführt waren, so daß wesentliche Teile ber Anlagen burchaus erneuerungsbedürftig waren; eine große Zahl geeigneter neuer Plane lag vor, durch welche die Betriebe wirtschaft= licher gestaltet werden konnten, wenn nur das Rapital für die erforder= lichen Anlagen beschafft werden konnte; die Rohlenknappheit drängte zur planmäßigen Ausbeutung der vorhandenen Wasserkräfte; der Baumarkt bedurfte der Kapitalzufuhr von seiten der öffentlichen Körperschaften, da die Wohnungszwangswirtschaft dem privaten Kapital den Anreiz nahm, sich auf diesem Gebiet zu betätigen. Es lag nicht allein ein dringender Bedarf vor, es bestand auch ein großes Interesse, zur Bekämpfung der Arbeitslosigkeit, der seitens aller öffentlichen Körperschaften große Beachtung geschenkt wurde, solche Bauten bald zur Durchführung zu bringen, und es war gleichzeitig infolge der Entwertung der alten Schulden durchaus verantwortbar, für solche Zwecke neue Schulden aufzunehmen. Das Reich half sich mit der Notenpresse, auch für Zwecke seiner großen werbenden Betriebe; Länder und Gemeinden wurden zwar auch für einen großen Teil ihres ordentlichen und außerordent= lichen Bedarfs Rostgänger der Notenpresse, aber gerade für die genannten Zwecke blieb dabei nur wenig verfügbar. So ist es geradezu selbstverständlich, daß aus den Kreisen der Länder und Gemeinden das Drängen nach neuen Kreditformen entsprang. Zwar erhielt der Markt für Papiermarktredite noch einmal neue Nahrung durch die Stabilisierungs= aktion Februar/April 1923. Es wurde auch noch ein Versuch gemacht, die Papiermarkanleihe wieder zu Ehren zu bringen durch Einführung eines variablen Zinsfußes; aber bei der ungeheuerlichen Geldentwertung, welche bald darauf einsetze, erwies sich auch dies Mittel als untauglich. Inzwischen war jedoch eine andere Anleiheform geschaffen und hatte sich in Kürze einen großen Markt erobert: die wertbeständige Anleihe.

Ein paar Worte zur Entstehung dieser Anleiheform. Sie ist in mancher Hinsicht nicht neu; es gibt einige historisch bedeutsame Beispiele von Anleihen, bei welchen die wesentlichsten Züge wertbeständiger Anleihen verwirklicht sind, z. B. einige Anleihen Österreichs und der Vereinigten Staaten von Nordamerika im 19. Jahrhundert 1. Aber diese historischen Beispiele haben anscheinend wenig Einfluß auf die Entstehung wert= beständiger Anleihen in unserer Zeit gehabt. Wie obige Zahlen zeigen, war auch der Realfredit in den Nachkriegsjahren zu unbedeutenden Summen zusammengeschrumpft. Dadurch ist es erklärlich, daß zur gleichen Zeit, als von seiten öffentlicher Körperschaften an die Lösung der Anleihefrage tatkräftig herangegangen wurde, auch die Lösung der Realkreditfrage, wenigstens für die Landwirtschaft, bei der die Berhältnisse hierfür am günftigsten lagen, angestrebt wurde. Unabhängig voneinander kam es einerseits in Olbenburg, andererseits in Berlin zur Ausbildung besonderer Formen der wertbeständigen Anleihen. In Oldenburg wurde, ben Ideen des Oberfinangrats Stein folgend, durch Berordnung vom 29. August 1922 (veröffentlicht 1. Nov. 1922) die staatliche Kreditanstalt ermächtigt, Roggenanweisungen herauszubringen, aus deren Erträgnis sowohl der Areditbedarf der öffentlichen Körperschaften wie auch der Realkreditbedarf der Landwirtschaft Befriedigung finden sollten; die staatliche Kreditanstalt begann im November mit dem Vertrieb dieser Anweisungen 2. In Berlin kam es zur Gründung der Roggenrentenbank und der Deutschen A.=G. für Landeskultur, von denen die Roggenrentenbank im Dezember 1922 mit ihren Roggenrentenbriefen auf den Markt kam und die Deutsche A.=G. für Landeskultur die Vermittlung von Kapitalien der Versiche= rungsgesellschaften und anderer großer Geldgeber zu Meliorations= zweden auf wertbeständiger Grundlage aufnahm 3. Etwa zu gleicher Zeit kam dann auch die erste langfristige Anleihe einer öffentlichen Körperschaft heraus, nämlich die Roggenwertanleihe des Freistaates Medlenburg. Bald banach folgten die ersten Kohlenwertanleihen. Das Reich wie auch Preußen verhielten sich monatelang abwartend. Aber die neue Anleiheform war offensichtlich ihrem Wesen nach eine

¹ Siehe hierzu Abolf Bagner im Deutschen Wörterbuch, X. Bb. Leipzig 1867, S. 41, und v. Mensie-Klarbach im Osterreich. Staatswörterbuch. 2. Aufl. VI. Bb. Wien 1909, S. 428ff.

² Nach persönlichen Mitteilungen.

³ Nach persönlichen Mitteilungen.

Notwendigkeit; denn troß mehrerer empfindlicher Rückschläge sette sie sich siegreich durch und beherrschte den Anleihemarkt des Jahres 1923.

b) Abgrenzung der Untersuchung.

Für die nachfolgende Untersuchung hat sich der Verfasser nicht die Aufgabe gestellt, das Gebiet der wertbeständigen Anleihen in seiner vollen Breite zu behandeln. Denn es handelt sich hierbei zum Teil um ganz verschiedene Tatbestände, je nachdem wir die Frage des wertbeständigen öffentlichen Kredits, die Frage des wertbeständigen Kredits für die Zwecke der Industrie, der Landwirtschaft oder gar für den Wohnungsbau betrachten. In der vorliegenden Abhandlung sollen die wertbeständigen Anleihen dargestellt werden in finanzwirtschaftlicher Betrachtung, d. h. im Sinblick auf den Haushalt der öffentlichen Körperschaften. Dementsprechend sind in erster Linie für uns von Wichtigkeit solche Anleihen, welche von öffentlichen Körperschaften selbst heraus= gegeben sind. Eine große Zahl von öffentlichen Körperschaften, insbesondere kleinere Gemeinden, geben nun jedoch nicht eigene Anleihen heraus, sondern sie gehen langfristige Schuldverpflichtungen gegenüber geeigneten Bankinstituten ein, welche dann ihrerseits zur Beschaffung des Geldes Anleihen unter entsprechenden Bedingungen herausgeben. Auch diese Anleihen sollen nachstehend mit behandelt werden, da sie eine wichtige Form der Kreditbeschaffung für den öffentlichen Haushalt darstellen. Weiterhin soll berücksichtigt werden, daß neuerdings in verftärktem Maße zur Erfüllung von Aufgaben öffentlichen Interesses, welche sonst von den öffentlichen Körperschaften direkt erfüllt werden müßten, und welche dementsprechend den öffentlichen Haushalt belasten würden, Körperschaften in Formen des privaten Rechts gebildet werden; und zwar geschieht die Bildung solcher Körperschaften — zumeist in der Form der Aktiengesellschaft — vielsach gerade unter dem Gesichts= punkt der Kapitalbeschaffung für die zu erfüllende Aufgabe. Auch die Anleihen solcher Körperschaften, welche Aufgaben öffentlichen Interesses zu verfolgen haben, sollen nachstehend mit behandelt werden, wobei das Vorliegen der genannten Bedingungen praktisch daran erkenntlich ist, ob eine öffentliche Körperschaft die Bürgschaft für die Anleihe übernommen hat. Hingegen sollen Anleihen anderer privater Körperschaften, welche nicht öffentliche Aufgaben wahrnehmen, und beren Erträgnisse auch nicht für den Bedarf öffentlicher Körperschaften dienen sollen, nur vergleichsweise betrachtet werden.

Beiterhin soll das Untersuchungsgebiet in der Beise eine Einschränkung ersahren, daß vorwiegend auf deutsche wertbeständige Anleihen eingegangen wird. Auf eine eingehende Behandlung ausländischer Beispiele kann um so leichter verzichtet werden, weil die hauptsächlichen neueren Beispiele dieser Art, nämlich Anleihen verschiedener österreichisch-ungarischer Nachfolgestaaten, kürzlich eingehend dargestellt sind 1. Auch diese Anleihen sollen deshalb nur vergleichsweise herangezogen werden 2.

Bezüglich zusammenfassenber kritischer Behanblungen der Frage der werts beständigen Anleihen ist in erster Linie hinzuweisen auf die Arbeit von Prof. Dr. Karl Muß-Jena, Bertbeständige Kapitalanlagen, Jahrb. f. Nationalökonomie u. Statistik, 120. Bb., 5. (Mais) heft, S. 385ff. Die Arbeit behandelt besonders eingehend die volkswirtschaftlichen Auswirkungen der wertbeständigen Anleihen und verwandter Kreditsormen. Ferner das Buch von Prof. Dr. Preper, Roggenpapiere und Roggensteuern, Jena 1923; dasselbe behandelt die wertbeständigen Anleihen saft ausschließlich unter dem Gesichtspunkt des landwirtschaftlichen Realkredits.

¹ Dr. Friedrich Steiner, Notenbankpolitik und staatliche Anleihepolitik in ben österreichisch-ungarischen Nachfolgestaaten. Schriften d. Vereins f. Sozialspolitik, 166. Bd., 1. Teil, München u. Leipzig 1924.

² Als Quellenmaterial für die Untersuchung müssen in erster Linie Prospekte ber Anleihen und Zeitungsnotizen bienen. Hierbei mußte auf den Zweck der Prospette, nämlich für die betreffende Unleihe zu werben, Rudsicht genommen werden, und es ift ihnen beshalb grundfäglich nur Tatsachenmaterial und kein Urteil über den Wert der Anleihen entnommen. In gleicher Weise sind diejenigen Zeitungsnotizen behandelt, welche nicht kritischer Art sind und dementsprechend in der Hauptsache ebenfalls Werbezweden dienen. Gine Nachprüfung der in Frage stehenden Angaben war dem Berfaffer in vielen Fällen möglich, einerseits dadurch, daß er infolge frühzeitiger Mitarbeit an der Frage der wertbeständigen Anleihen mit einer großen Bahl von Stellen, welche solche Anleihen herausgebracht haben, in Berbindung stand, andererseits durch nachträgliche perfönliche Erkundigungen bei einer Reihe von Banken, welche an der Herausbringung von Anleihen besonders beteiligt waren, sowie durch persönliche Mitteilungen, welche der Berfasser im preußischen Innenministerium erhielt. Für die Kursbewegung der wertbeständigen Unleihen konnte in der Sauptsache auf die amtlichen Notierungen der Berliner Börse zurückgegriffen werden, zum Teil mußten jedoch auch solche Kurse berücksichtigt werben, welche außerhalb der Börse zustande kamen. Hierbei mußte auf Mitteilungen von Banken zurudgegriffen werben, jedoch find hier nur gleichzeitige und keine nachträglichen Mitteilungen berücksichtigt. Hinsichtlich ber Unterbringung der Anleihen stüpt sich der Verfasser auf Zeitungsnotizen und persönliche Mitteilungen. - Soweit in der Untersuchung die Prospekte und die fie erganzenden Zeitungsnotizen als Quellenmaterial gedient haben, ift dies in den einzelnen Fällen nicht besonders erwähnt, da sonst eine fast ununterbrochene Anbringung des betreffenden Hinweises nötig gewesen ware.

B. Begriff und Wesen der wertbeständigen Anleihen. 1. Begriffliches.

Fragen wir uns nun zunächst, was wir unter dem Ausdruck "wertbeständige Anleihen" zu verstehen haben. Der Ausdruck Anleihe ist
aus der sinanzwissenschaftlichen Literatur hinreichend bekannt. Wir verstehen darunter "die großen Geldausnahmen, durch die der Staat und
die übrigen öffentlichen Körper, Eisenbahn- und sonstige Erwerdsgesellschaften, Korporationen oder auch einzelne Privatpersonen fremde
Kapitalien ihrem Wirtschaftsbetriebe zusühren". Zur begrifslichen Abgrenzung der Anleihen gegenüber anderen Formen der Geldausnahme
ist das Moment wichtig, daß durch die Anleihe ein Schuldverhältnis
begründet wird, was bei verschiedenen anderen Formen der Geldaufnahme, z. B. Gründung oder Vermehrung des Attienkapitals, nicht
ber Fall ist; die Anleihe ist eine Kreditsorn, und zwar dient sie zur

Durch die Methode der Untersuchung erhält die Arbeit in hohem Grade den Charakter einer politischen Streitschrift, eine Auseinandersetung mit dem genannten Buche kann nicht an einzelne Ergebnisse, sondern muß an die Methode der Arbeit anknüpfen. Da auch nur ein kleiner Teil des Buches sich mit dem in dieser Untersuchung behandelten Thema befaßt, ift auf eine Auseinandersetzung mit demselben an diefer Stelle verzichtet. Unter dem Gefichtspunkt der Ginwirkung auf den öffentlichen Haushalt hat Ratsaffeffor Sefzat-Baupen die wertbeftändigen Anleihen behandelt in der Zeitschr. für Kommunalwirtschaft, Jahra. 1923, Rr. 5 unter der Fragestellung "Wertbeständige oder Papiergeldanleihen?" Die Arbeit leibet unter der Fragestellung insofern, als eine Beschaffung größerer Kapitalien durch Papiergelbanleihen in jener Zeit (März 1923) bereits ausgeschlossen war. Berfasser ist in Nr. 7 der Zeitschrift für Kommunalwirtschaft den Sefzatschen Ausführungen entgegengetreten. Berfasser ist dann in seinem Referat "Kreditfragen unter besonderer Berücksichtigung wertbeständiger Anleihen", erstattet in der gemeinsamen Sigung bes Vorstandes und Arbeitsausschusses bes Vereins für Kommunalwirtschaft und Kommunalpolitik am 6. April 1923 in Breslau, veröffentlicht in der Zeitschrift für Kommunalwirtschaft, Jahrg. 1923, Rr. 8, kritisch auf den Fragenkomplex der wertbeständigen Anleihen unter besonderer Berücksichtigung des kommunalen Haushalts eingegangen. Für die neueste Entwicklung ift von besonderer Bedeutung der Vortrag von Ministerialdirektor Dr. Mulert: "Die kommende Anleihewirtschaft der Gemeinden," gehalten auf der Tagung des Bereins für Kommunalwirtschaft und Kommunalpolitik am 13. Dezember 1923 in Hamburg, veröffentlicht in der Zeitschrift für Kommunahvirtschaft, Jahrg. 1924, Nr. 3. Gine wertvolle statistische Arbeit über die wertbeständigen Anleihen bringt die Zeit= schrift Wirtschaft und Statistif, Jahrg. 1924, Beft 3.

¹ Mar v. Hedel, Art. Anleihen, How. d. Staatsw., IV. Aufl., I. Bb., S. 320.

Areditbeschaffung für längere Fristen, d. h. mindestens über die Dauer einer Budgetperiode hinaus. Nach ihrer technischen Einrichtung sind die Anleihen daran kenntlich, daß sie in eine Anzahl von Anteilen zerlegt sind, welche Schuldverschreibungen oder Obligationen heißen. "wertbeständigen" Anleihen sind eine besondere Art von Anleihen, welche durch die Wertbeständigkeit ausgezeichnet sind. Was man hierbei unter Wertbeständigkeit zu verstehen hat, das ergibt sich aus dem Inhalt, welcher dem Wort im allgemeinen Gebrauch beigelegt wird. In der langanhaltenden Beriode absinkenden Geldwertes, welche wir in Deutschland seit dem Jahre 1918 erlebten, gewöhnte man sich, solche Kapitalanlagen als wertbeständig zu bezeichnen, welche beim Sinken des Wertes des heimischen Geldes gewöhnlich nicht an Tauschwert einbüßten — im allgemeinen Sachwerte, Devisen, Aftien —, und stellte diese Kapitalanlagen den anderen gegenüber, deren Tauschwert diese Beständigkeit nicht aufwies, vor allem das heimische Geld und Forderungen, welche auf dieses Geld lauteten. Beachten wir nur, daß zu= meist Sachwerte und Aktien als wertbeständig bezeichnet wurden, dann erkennen wir, daß der Ausdruck "wertbeständig" ziemlich weit gefaßt werden muß. Zwar spielt bei allem Streben nach wertbeständigen Anlagen der Gedanke mit, solche Vermögenswerte zu gewinnen, welche bei allen Beränderungen des Geldwertes ihre Kaufkraft unverändert bewahren, und sicherlich wird an alle wertbeständigen Anlagen der Maßstab angelegt, wie weit dieses Ideal der Wertbeständigkeit verwirklicht wird. Aber der Ausdruck "wertbeständig" umfaßt offensichtlich auch solche Anlagen, bei denen das Ideal der Wertbeständigkeit nur un= vollkommen verwirklicht wird. Wir können danach sagen, daß die wert= beständige Anleihe negativ dadurch gekennzeichnet ist, daß sie nicht eine Schuld bzw. Forderung auf eine festbestimmte Summe des in Geltung befindlichen und als wertunbeständig angesehenen Geldes darstellt. Sie ist positiv badurch gekennzeichnet, daß sie einen Faktor enthält, welcher dahin wirkt, daß der durch die Schuldurkunde dargestellte Vermögenswert bzw. die durch die Schuldurkunde versprochenen Leistungen ihre Kauftraft annähernd bewahren auch bei Veränderungen des Wertes des heimischen Geldes.

Nachdem wir bisher umschrieben haben, was unter wertbeständigen Anleihen zu verstehen ist, können wir nunmehr die wertbeständigen Anleihen im einzelnen unterscheiden nach der Stellung zu dem in Geltung befindlichen heimischen Gelde:

- 1. Der Schulbner kann nicht in dem der Wertveränderung außgesetzten Gelde leisten, sondern er hat in einer anderen Form zu
 leisten, z. B. in einer ausländischen, als beständig angesehenen Währung, in Metall oder anderen Sachgütern, in Leistungen (z. B. elektrischer Energie).
- 2. Der Schuldner kann in dem der Wertveränderung ausgesetzten Gelde leisten, aber die Höhe der zu leistenden Geldsumme richtet sich nach dem Preis, der in dem betreffenden Gelde für eine bestimmte Menge irgendwelcher bestimmten Güter am bestimmten Ort und zur bestimmten Zeit gezahlt wird, z. B. nach dem amtslichen Berliner Durchschnittskurs der Devise Neuhork an bestimmtem Tage, usw.

Unter anderem Gesichtspunkt sind die Anleihen zu gliedern in Hinsicht auf das Gut, in dem die Leistung zu bewirken ist dzw. dessen Preis die Höhe der zu leistenden Gelbsumme bestimmt, z. B. Golde, Roggene, Kohlenanseihen usw. Es wäre hierbei zu klarer Unterscheidung zweisellos zweckmäßig gewesen, diese Namen nur solchen Anleihen zu geben, dei welchen die Leistungen tatsächlich in dem betreffenden Gut zu bewirken sind, während diejenigen Anleihen, dei denen sich die Leistungen nach dem Wert des betreffenden Gutes richten, als Goldwerte, Roggenwerte, Kohlenwertanseihen zu bezeichnen wären. Diese Bezeichnung hat sich jedoch praktisch nicht genügend durchgesetz, und so soll auch hier davon abgesehen werden, da sonst die meisten wertbeständigen Anleihen nicht unter dem Namen genannt werden könnten, unter dem sie bekannt sind.

Es erscheint noch zweckmäßig, das Verhältnis von wertbeständigen und Auslandsanleihen zueinander kurz klarzulegen. Jede Auslandsanleihe, welche nicht auf die als unbeständig angesehene Währung des Schuldnerlandes, sondern auf eine als beständiger angesehene Währung lautet, ist gemäß obiger Erklärung eine wertbeständige Anleihe. Wir sinden demnach die wertbeständige Anleihe bereits vielsach verwirklicht in einem von der Finanzwissenschaft eingehend behandelten Objekt. Trozdem ist für die Behandlung der vorliegenden Frage aus der Behandlung der Auslandsanleihen nichts zu gewinnen, da die Untersuchung der Auslandsanleihen gemeinhin nur an den Tatbestand anknüpft, daß dadurch ein Transport von Kapitalien über die Staatsgrenzen verursacht wird, also einen Tatbestand, der mit den wertsbeständigen Anleihen nicht notwendig verbunden ist.

II. Die wertbeständige Unleihe und der öffentliche Haushalt schwankender Währung.

Bei der Behandlung des öffentlichen Schuldenwesens wird in der neueren finanzwissenschaftlichen Literatur ausgegangen von den Ausgaben, zu beren Bebedung die Schulden dienen sollen; die Grundfate für das öffentliche Schuldenwesen, welche danach aufgestellt werden, bestimmen nicht, in welchen Fällen Schulden aufgenommen werben oder werden follen, sondern fie umschreiben nur die Grenzen, innerhalb beren Schulden gemeinhin aufgenommen werden können, ohne eine Zerrüttung des öffentlichen Haushalts herbeizuführen. Schulden können aufgenommen werden zur Bedeckung von Ausgaben des außerordentlichen Bedarfs, wohingegen die Schuldenwirtschaft zur Dedung von Ausgaben des ordentlichen Bedarfs notwendig zu irgend= einem Zeitpunkt zu einer übermäßigen Schuldenlast und damit zur Zerrüttung des öffentlichen Haushalts führen muß. Die Fälle, in denen Schulden gemeinhin aufgenommen werden können, sind bemnach, der Terminologie Adolf Wagners folgend 1, die privatwirtschaftliche und staatswirtschaftliche Kapitalanlage und die eigentliche außerordent= liche Ausgabe, d. h. die durch einen besonderen Notstand verursachte besondere Ausgabe, mit deren baldiger Wiederkehr nicht gerechnet wird. Hierbei ist eine aus der Zeit sinkenden Geldwertes bekannte Ausnahme= ericheinung zu erwähnen, daß bei fortlaufender Entwertung des Geldes längere Zeit die Bedeckung ordentlicher Ausgaben durch Schulden erfolgen kann, ohne eine übermäßige Schuldenlast herbeizuführen, sofern die aufgenommenen Schulben sich mit dem Sinken des Geld= wertes mitentwerten. Es ist jedoch ersichtlich, daß diese Ausnahme bei wertbeständigen Schulden nicht gegeben ift.

Fragen wir uns nun, ob die aufgeführten Grenzen auch maßgebend sind für die Aufnahme wertbeständiger Anleihen. Sie würden ohne weiteres maßgebend sein, wenn derselbe Bariationsfaktor, welcher die Höhe der aus der wertbeständigen Anleihe resultierenden Berpflichtungen beherrscht, auch für die Bewegungen im Einnahme- und übrigen Ausgabewesen der betreffenden öffentlichen Körperschaft maßgebend wäre. Denn dann würden bei Geldwertänderungen oder bei sonstigen Anderungen des Preisstandes des Faktors sich zwar andere absolute Zahlen auf der Einnahme- und Ausgabeseite zeigen, das Berhältnis der Größen

¹ Finanzwirtschaft, I. Bd., 3. Aufl., Leipzig 1883, S. 146, 47.

auf beiden Seiten bliebe jedoch unverändert. Wenn dies nicht der Kall ift, sondern die Anderungen im Ginnahme= und übrigen Ausgabewesen in anderem Verhältnis erfolgen, dann bildet die wertbeständige Anleibe mit den aus ihr entspringenden Berpflichtungen einen Fremdförper im öffentlichen Haushalt. Nun gibt es ja allerdings auch andere Ausgaben. beren Söhe sich bei Geldwertveränderungen in anderer Beise verändert als die Höhe der Einnahmen. Aber hierbei kommt doch den Anleihe= verpflichtungen noch eine ganz besondere Beachtung zu: eine öffentliche Körperschaft kann beispielsweise Bauten stillegen, Beamte längere Zeit schlecht besolden, Unterstützungen fürzen, um die Veränderungen auf der Ausgabenseite mit den Beränderungen auf der Einnahmeseite ins Gleichgewicht zu bringen. Sie kann aber nicht in gleicher Beise ihre Unleiheverpflichtungen behandeln, selbst wenn sie formell das Recht dazu besitt, da daraus Schädigungen des Kredits der öffentlichen Körverschaft entspringen, welche von der weittragendsten Bedeutung sind; denn der Aredit der öffentlichen Körperschaften beruht größtenteils auf der ununterbrochenen regelmäßigen Erfüllung der Schuldverbindlich= feiten.

Ob die aus den Anleiheverpflichtungen sich ergebende Ausgaben= höhe in gleicher Weise variiert wie die übrigen Ausgaben sowie die Einnahmen, das läßt sich für eine Reihe wesentlicher Fälle beantworten. Zunächst kann man bezüglich aller wertbeständigen Anleihen, welche nicht auf Gold, sondern auf ein Sachgut wie Roggen, Kohle oder dergleichen lauten, sagen, daß die Beränderungen des Anleihefaktors gemeinhin nicht die Sohe der übrigen Saushaltsposten beherrschen, auch wenn keine Underung des Geldwertes eintritt, denn diese Güter weisen besondere Preisbewegungen auf, welchen sich nach den gemeinhin bestehenden Steuergesetzen die Steuereinnahmen — von den übrigen Einnahme= und Ausgabeposten mag abgesehen werden — nicht anzupassen pflegen. Nur bei den Goldanleihen ist, solange eine Geld= wertänderung nicht stattfindet, diese Besonderheit nicht gegeben; sie weisen in diesem Falle ja auch keine anderen Veränderungen auf als die auf Währungsgeld lautenden Anleihen. Für den Fall, daß Geld= wertänderungen eintreten, läßt sich sagen, daß nach den bisher üblichen Steuersnstemen die Einnahmen nicht in gleicher Beise variieren wie die durch die wertbeständigen Anleihen, in diesem Falle einschließlich ber Goldanleihen, bedingten Ausgaben. Denn die Sohe der einzelnen Steuerschuld bemißt sich gemeinhin nach Tatbeständen, welche von den

Geldverhältnissen einer mehr oder weniger lang zurückliegenden Zeit beeinflußt werden; die Steuereinnahmen steigen daher bei sinkendem Geldwert weniger als die mit der wertbeständigen Anleihe verbundenen Ausgaben. Wir betonen hierbei die Boraussehung "nach den bisher üblichen Steuersystemen", denn wir werden an späterer Stelle den Sondersall eines Finanzsystems zu prüsen haben, wo die Tatsachen, welche sonst ein Zurückleiben der Einnahmen bei sinkendem Geldwert verursachen, nicht gegeben sein sollen.

Bir haben also zwei Hauptfälle festgestellt, wo die aus der wertbeständigen Anleihe sich ergebenden Berpflichtungen in anderer Beise variieren als die übrigen Haushaltsposten, nämlich bei unverändertem Geldwert diesenigen wertbeständigen Anleihen, welche auf ein Sachgut, nicht aber auf Gold lauten; ferner bei verändertem Geldwert alle wertbeständigen Anleihen. In diesen Fällen ist also die Möglichkeit gegeben, daß infolge der wertbeständigen Anleihe eine zeitweilige oder fortsdauernde erhöhte Belastung eintritt, welche die Erfüllung der Schuldsverbindlichkeiten in Frage stellen kann.

Zur richtigen Charakterisierung der Wirkungen der wertbeständigen Unleihe muffen wir nun noch einen besonderen Tatbestand feststellen: Wie verhält es sich denn im Gegensatzu den wertbeständigen Anleihen mit den auf das betreffende Bährungsgeld lautenden Anleihen im Falle der Geldwertveränderung? Zunächst einmal, wenn der Geldwert steigt. Dann bleiben die Verpflichtungen, welche aus der Währungsgeld= anleihe sich ergeben, nominell unverändert, während die Steuereinnahmen, entsprechend dem mit der Geldwertsteigerung verbundenen nominellen Rudgang aller Preise, Bermögen und Einkommen all= mählich sinken werden. Auch hier also ein anderer Bariationsfaktor, und die auf Währungsgeld lautenden, in Zeiten fortgeschrittener Geld= entwertung aufgenommenen Schulden bilden danach eine Gefahr für ben Haushalt, wenn ein startes Steigen des Geldwertes tatjächlich zu befürchten ist. Aber wir können tropdem die Gesahren einer Währungs= geldanleihe bei steigendem Geldwert nicht den Gefahren einer wert= beständigen Anleihe bei sinkendem Geldwert gleichstellen. Denn es liegt gemeinhin in der Macht des Staates, eine übermäßige Steigerung des Geldwertes zu verhindern, nämlich durch Devalvation, nicht jedoch ein übermäßiges Sinken des Geldwertes. Und wie verhält es sich mit den Währungsgeldanleihen im Falle sinkenden Geldwertes? Dann steigen die aus der Anleihe resultierenden Verpflichtungen gemeinhin

nicht mit, während die anderen Haushaltsposten allmählich steigende Ziffern ausweisen. Dann wird die betreffende öffentliche Körperschaft entlastet, und es entsteht dadurch jener Sondersall, welchen wir oben erwähnten, nämlich daß an Stelle der zusammenschrumpfenden Schuldenslaft neue Schulden längere Zeit fortlaufend aufgenommen werden können.

In der allgemeinen Struktur des Haushalts können wir bei den üblichen Steuersustemen keine ausreichende Deckung für wertbeständige Anleihen finden mit Ausnahme des Tatbestandes der Goldanleihe bei unverändertem Geldwert. Wir muffen uns daher fragen, ob und welche besonderen Umftande geeignet sind, eine ausreichende Deckung zu geben. Gine einfache Aberlegung fagt uns, daß eine geeignete Dedung dann vorhanden ist, wenn eine besondere Einnahmequelle, deren Einnahmen in gleichem Sinne variieren wie die durch die wertbeständige Anleihe veranlagten Ausgaben, zur Bedeckung dieser Ausgaben verfügbar ist. Bas heißt das, eine solche Einnahmequelle muß verfügbar sein? Es muß der Wille und auch die Möglichkeit vorhanden sein, eine solche Einnahmequelle aus der Gesamtheit der Einnahmen auszusondern und den aus der Anleihe entspringenden Schuldverpflichtungen gegenüberzustellen und im übrigen Ausgaben und Einnahmen miteinander ins Gleichgewicht zu bringen. Ob diese Möglichkeit gegeben ist, das können wir nur nach Untersuchung der konkreten Einzelfälle sagen. Erinnern wir uns der oben angeführten Tatsache, daß bei Geldwertverschlechterungen die Steuereinnahmen gemeinhin nicht in gleichem Maße steigen, dem wir hier den Erfahrungssat hinzufügen können, daß bei Geldwertverschlechterungen die Ausgaben gewöhnlich stärker steigen als die Steuereinnahmen, dann wird man stets sehr forgfältig fragen, ob die Berfügbarkeit einer wertbeständigen Einnahmequelle im Falle der Geldentwertung auch tatsächlich gegeben ift 1. Andererseits haben wir uns zu fragen, ob eine Einnahme auch tatsächlich in gleicher Weise variiert. Dies ist gegeben, wenn gleichgeartete und auch tatsächlich realisierbare Forderungen bestehen; jedoch wird in den meisten Fällen dies nicht einfach gegeben sein, und es bedarf sodann der besonderen Untersuchung, ob irgendeine besondere Einnahmequelle die entsprechenden Einnahmen auch tatjächlich mit ausreichender Sicherheit erwarten läßt.

Die Erfüllung der genannten Boraussepungen bewirkt, daß die mit

¹ Muß a. a. D. S. 391 berücksichtigt die Frage der Verfügbarkeit nicht.

der wertbeständigen Anleihe verbundenen Ausgaben keine Störung des Haushalts hervorrufen. Auf zwei verschiedene Besonderheiten muß jedoch noch hingewiesen werden. Ist die Leistung des Schuldners nicht in Geld der Landeswährung zu bewirken, dann ift ftets zu fragen, ob der Schuldner sich das Gut, in welchem er zu leisten hat, auch stets zur Erfüllung der Anleiheverpflichtungen verschaffen kann. Wenn das betreffende Gut nicht so geartet ist, daß der Schuldner es jederzeit erwerben kann, dann ist die Leistung des Schuldners nur dann ausreichend gesichert, wenn der Schuldner selbst in ausreichendem Maße darüber verfügt, d. h. im wesentlichen, wenn der Schuldner selbst bas But fortbauernd produziert. Ferner ist noch folgendes zu beachten: Ist der Kredit nicht allein fundiert auf dem Bertrauen in die zukünftige Ent= wicklung des Haushalts, sondern ist die Kreditwürdigkeit mit abhängig von dem Verhältnis zwischen Vermögen und Schulden der öffentlichen Körperschaft, dann muß zu der Frage nach der entsprechenden Ginnahmequelle die Frage treten, ob in ausreichendem Maße Vermögens= werte vorhanden sind, deren Wertveränderung in Verbindung steht mit der Beränderung in dem Bert der betreffenden wertbeständigen Schulden. Anderenfalls können ftarke Wertverschiebungen bei dem Faktor der Anleihe dazu führen, daß die Grundlagen der Kreditwürdigkeit erheblich verschoben werden und somit eine Zerrüttung des Kredits herbeigeführt wird. Wir können hierbei noch besonders auf die bekannte Tatsache hinweisen, daß Bermögenswerte bei der Geldentwertung längere Zeit weit hinter ihrem früheren Goldwert zurückbleiben können, ein Moment, das zu besonders sorgfältiger Brufung der Bermögens= grundlage Anlaß gibt.

Für einen besonderen Fall läßt sich bereits hier die Zulässigkeit wertbeständiger Anleihen aussprechen, nämlich: Werden mit dem Erlös der wertbeständigen Anleihe Anlagen geschaffen, welche entsprechende wertbeständige Einnahmen mit Sicherheit erwarten lassen, und welche ohne diese Anleihe nicht hätten geschaffen werden können, dann wird gegen die wertbeständige Anleihe nach den bisherigen Aussührungen nichts einzuwenden sein; denn einer besonderen Berücksichtigung der übrigen Haushaltsverhältnisse bedarf es in diesem Falle nicht, weil ja die betreffende Einnahmequelle überhaupt nur im Zusammenhang mit dieser wertbeständigen Anleihe existiert.

Wir hatten uns so weit bemüht, die Grenzen aufzuzeigen, innerhalb deren eine Aufnahme wertbeständiger Anleihen zulässig erscheint.

Wie weit innerhalb dieser Grenzen die Anleihewirtschaft geführt wird oder zu führen ist, dafür lassen sich bindende Regeln nicht aufstellen, sondern das ist, wie auch im übrigen Anleihewesen, eine je nach Lage des einzelnen Falles verschieden zu beantwortende Frage, wobei im wesentlichen die durch Verwendung des Anleihekapitals erzielten Förderungen gegen die Kosten der Anleihe abzuwägen sind. Das Moment der Kosten erhält nun durch das Spezifikum der wertbeskändigen Anleihe eine besondere Bariation; die Kosten sind nicht nur wie sonstige Anleihen abhängig von Emissionskurs, Zinsen, Provisionen usw., sondern es ist noch zu berücksichtigen, welche Veränderungen der Preis des Kaktors, welcher die Anleihe beherrscht, im Verhältnis zum Preisstand der übrigen Güter voraussichtlich erfährt. Das Kostenelement gewinnt noch eine besondere Bedeutung, wenn die Möglichkeit besteht, den Anleihezweck außer durch eine wertbeständige Anleihe auch durch eine Anleihe in der als unbeständig angesehenen Währung zu erreichen; dann werden die Anleihekosten nicht nur gegenüber dem Anleihezweck abgewogen werden muffen, sondern es muß auch ein Vergleich statt= finden mit den bei einer Anleihe in der schwankenden Währung zu erwartenden Lasten.

C. Verwirklichung der Anleihen.

I. Betrachtung unter den allgemeinen Gesichtspunkten für Anleihen.

Wir gehen nunmehr bazu über, die tatjächliche Verwirklichung der Anleihen zu betrachten. Eine große Jahl wertbeständiger Anleihen ist im Jahre 1923 verwirklicht worden, gegen Ende des Jahres wurden rund 40 wertbeständige Anleihen an der Berliner Börse notiert, daneben besteht eine außerordentlich große Jahl von Anleihen lokalen Charakters, welche nicht an der Berliner Börse eingeführt wurden. Am bekanntesten sind wohl die Dollarschahanweisungen und die Goldanleihe des Deutschen Reichs geworden, welche ihrem Umfang nach (200 bzw. 500 Millionen Goldmark) die übrigen wertbeständigen Anleihen weitaus überragen; keineswegs ist jedoch das Reich Schrittmacher der wertbeständigen Anleihen gewesen, sondern das Reich hat dort geerntet, wo Länder und Gemeinden durch verantwortungsbewußte Arbeit den Boden bereitet haben. Reich, Länder, Gemeinden und Gemeindeverbände haben durch Ausgabe wertbeständiger Anleihen unmittelbar große Kredite hereingenommen, daneben haben insbesondere Gemeinden und Ge-

meindeverbände große wertbeständige Aredite mittelbar dadurch er= halten, daß Landeskreditanstalten, Girozentralen, Hypothekenbanken und Spezialbanken wertbeständige Anleihen auf den Markt brachten und aus den Eingängen den öffentlichen Körperschaften Kredite in entsprechender Form gewährten. Auch die Unternehmungen in Formen des privaten Rechts, welche Aufgaben öffentlichen Interesses wahr= nehmen, haben sich lebhaft an der Ausgabe wertbeständiger Anleihen beteiligt; von solchen Gesellschaften wurde zuerst die Form der Kohlen= anleihe (Badenwerk, Großtraftwerk Mannheim) eingeführt und die Form der Goldanleihe vorbildlich ausgebildet (Rhein-Main-Donau-A.=G.). Einige größere Anleihen, abgesehen von den obengenannten bes Reichs, seien nachfolgend genannt: 5 % medlenburgische Roggen= anleihe (1. Ausgabe 40000 Zentner Roggen), oldenburgische Roggen= anweisungen (ohne feste Begrenzung), Rhein-Main-Donau-A.-G.-Goldanleihe (2000000 Goldmark), 6 % Breslauer Kohlenwertanleihe (100000 t niederschlesischer Steinkohlen s. u.), 5 % Kohlenwertanleihe des Badenwerks (1. Ausgabe 125000 t westfälischer Steinkohle s. u.), 5 % preußische Roggenwertanleihe (1. Ausgabe 200000 Zentner Roggen), 5 % preußische Kalianleihe (1. Ausgabe 50000 t), Goldanleihe der preu-Bischen Kraftwerke Oberweser (16,8 Millionen Goldmark aufgelegt). Daneben kamen auch sehr kleine wertbeständige Anleihen heraus, z. B. als eine der ersten die Bernburger Roggenwertanleihe (1. Ausgabe 2800 Zentner Roggen). Es ist schwer, über die Gesamtsumme der wertbeständigen Anleihen jett schon ein Urteil zu gewinnen. Das Urteil kann nur auf Schätzungen beruhen, da für eine größere Zahl von An= leihen nur der genehmigte oder aufgelegte Betrag, nicht aber das tat= sächliche Ergebnis bekannt ist und für einige überhaupt kein Betrag zu ermitteln ist. Es ist ferner sehr schwer, einen überblick darüber zu ge= winnen, welcher Teil hiervon den öffentlichen Körperschaften zugeflossen ift, da Landesbanken und ähnliche Kreditinstitute vorläufig noch nicht im einzelnen ausweisen, welche Beträge dem Realfredit und welche dem öffentlichen Aredit nupbar gemacht find. Die wertvollste und eingehendste Arbeit hierüber ist die des Statistischen Reichsamts. Diese Arbeit berücksichtigt 205 bis Ende 1923 ausgegebene Anleihen; 20 weitere Anleihen konnten nicht berücksichtigt werden, da ihr Betrag nicht angegeben wurde, hierunter allein 9 Roggenanleihen. Die Schätzung des

¹ Wirtschaft und Statistik, Jahrg. 1924, Heft 3, S. 90ff.

Gesamtbetrages von wertbeständigen Anleihen, welche von Staaten, Städten und Provinzen, sonstigen Körperschaften und Privatgesellsschaften ausgegeben worden sind, geht auf 2 Milliarden Goldmark. Bergleichen wir diese Ziffer mit dem Anleiheergebnis der vorhersgehenden Jahre (s. Einleitung), so kommt man zu einer außerordentslich hohen Bewertung dieser Ziffer. Von dieser Gesamtsumme entfällt bei dieser Berechnung der bei weitem größte Teil, nämlich etwa neun Zehntel, auf solche Anleihen, welche man als valutawertige Anleihen (Golds und Devisenwertanleihen, welche man als valutawertige Anleihen (Golds und Devisenwertanleihen, unter diesen an erster Stelle Roggenswertanleihen; jedoch würde sich das Verhältnis zugunsten der Sachswertanleihen, wenn man die Anleihen ohne Betragsangabe berücksichtigen könnte. Zweisellos ist auf jeden Fall das Vorherrschen der Goldanleihen, wozu die beiden großen Reichsanleihen wesentlich beitragen.

Betrachten wir die Anleihen ferner hinsichtlich des Zwecks, welchem sie dienen sollen. Wir finden hier das Besondere, daß keineswegs alle Anleihen zur Bededung außerordentlicher Ausgaben dienen sollen, sondern daß ein Teil tatsächlich zur Bedeckung ordentlicher Ausgaben ausgegeben wurde. Beispiele sind die Goldanleihe des Deutschen Reichs — ähnliches gilt auch bezüglich der Goldanleihen Biterreichs und Polens — sowie die Roggenanleihen der evangelischen Landes= firchen Anhalts und Thuringens. Nun könnte man ja allerdings im Zweifel sein, ob diese Anleihen vielleicht doch in einer einmaligen Not= lage begründet waren, welche spezifisch den Stempel der Einmaligkeit trug, so daß eine Wiederholung notwendig ausgeschlossen war. Hierfür ließe sich anführen, daß das Deutsche Reich wie auch die anderen Reiche vermittels der Anleihe den Ausgleich des Haushalts herbeiführen wollten und die Inflation abdämmen wollten, welche in ihren Folgewirkungen ständig das Einnahmewesen des Haushaltes zerrüttete. Ob damals die Borbedingungen zur Berwirklichung diefes Zieles gegeben waren, diese Frage soll im Rahmen dieser Arbeit nicht beantwortet werden; zweifellos sind die Meinungen darüber geteilt, und je nach der Beantwortung dieser Frage wird man sodann zu einer verschiedenen Beurteilung hinsichtlich der Zulässigkeit dieser Anleihen kommen. Bei den Anleihen der beiden Landeskirchen Anhalt und Thüringen kann aber das Argument der Einmaligkeit kaum ins Feld geführt werden, denn es handelt sich hauptsächlich um ein Zurückleiben der Einnahmen

aus Gründen der Gelbentwertung, deren Beendigung derzeit noch keineswegs abgesehen werden konnte. Auch dem Zweck der Dollarsschapanweisungsanleihe des Deutschen Reichs wird man den spezisischen Charakter der Einmaligkeit nur dann zuerkennen können, wenn man ihn betrachtet im Zusammenhang mit dem derzeitigen Ruhrkamps; denn wenn man nur sein Augenmerk darauf richtet, daß mit dem Erlös der Anleihe eine Devisenstügung verfolgt werden sollte, dann muß man sagen, daß dies notwendig eine zeitlich begrenzte Maßnahme bleiben und diese Devisenstügung notwendig mit dem Konsum der eingegangenen Devisen verbunden sein mußte, da der Reichshaushalt gleichzeitig ein erschreckendes Desizit auswies und auch keine nachhaltigen Maßnahmen zum Ausgleich dieses Desizits erkennbar waren, so daß mit einer nachshaltigen Wirkung der Maßnahme nicht zu rechnen war.

Wir legen uns nunmehr die Frage vor, ob bei den Anleihen einfache Sicherheit, nämlich allgemeine Sicherheit durch Einnahmen und Vermögen der die Anleihe aufnehmenden Körperschaft oder Gesellschaft gegeben ist, oder besondere Sicherheit. Abweichend von den in Deutschland bisher üblichen Formen, finden wir auch bei den Anleihen öffentlicher Körperschaften wiederholt besondere Sicherungen, insbesondere durch Eintragung einer dinglichen Sicherung zugunften eines Treuhänders der Anleihe; z. B. Bernburg läßt für seine Roggen= anleihe eine Sicherungshypothek auf das Stadtgut Dröbel eintragen 1, Beidelberg für seine Holzanleihe eine Reallast auf einen Teil des landwirtschaftlichen Grundbesites und auf neuhergestellte wertbeständig vermietete Bäuser, Danzig eine Reallast auf das städtische Kraftwerk. Die Banken als Vermittler langfristigen wertbeständigen Aredits verlangen von Gemeinden und Gemeindeverbänden ebenfalls vielfach bingliche Sicherheiten, z. B. stets die Roggenrentenbank und die Landes= freditanstalt Hannover; hingegen hat die staatliche Areditanstalt Olden= burg bei kommunalem Aredit in geeigneten Fällen sowie bei Arediten an den oldenburgischen Staat davon abgesehen. In den Fällen, wo eine Aftiengesellschaft allein Anleiheschuldner ift, ist die Eintragung einer Reallast die Regel; dazu tritt dann noch bei den hier untersuchten Gesellschaften die Bürgschaft durch eine oder mehrere öffentliche Körperschaften, z. B. Bürgschaft des Deutschen Reichs und Bayerns bei der Voldanleihe der Rhein=Main=Donau=A.=V., Bürgschaft Badens beim

¹ Allerdings auf einen bestimmten Papiermarkbetrag und beshalb wertlos. Schriften 166 III.

Babenwerk. Gine Bürgichaft öffentlicher Körperschaften ist auch die Regel, wenn ein öffentlich=rechtlicher Verband Anleiheschuldner ist. Eine ganz besondere Form der Sicherung ift gegeben bei der Dollarschapanleihe des Deutschen Reichs, wo ein Privatinstitut, nämlich die Reichsbank, die Bürgschaft übernommen hat; eine noch seltsamere Form ist bei der polnischen Goldanleihe gegeben, nämlich Sicherung burch den Goldschat der Landesdarlehnskasse, wodurch, wie Steiner 1 bemerkt, die Regelung der Bährungsfrage praktisch von der vorherigen Erledigung dieser Anleihe abhängig wird. Die besonderen Formen der Sicherung sind erklärlich, da es sich tatsächlich um eine neue und ungewohnte Form bes Aredits handelte, die erst durch vermehrte Sicherheiten eingeführt werden mußte. Immerhin läßt es einen Schluß zu bezüglich der eigenen Meinung über seinen Kredit, wenn das Reich es bei ber Dollarschatanweisungsanleihe für nötig hielt, die Bürgschaft ber Reichsbank zu gewinnen, mährend andere Körperschaften bereits wertbeständige Anleihen ohne besondere Sicherungen aufnehmen fonnten.

Durchgängig sind die wertbeständigen Anleihen Inlandsanleihen, sie sind zumeist ausschließlich im Inland aufgelegt; nur bei wenigen Anleihen, z. B. den Anleihen der Hansaftädte, sind überhaupt Zeichnungs= stellen im Ausland eingerichtet, die Zeichnung erfolgte jedoch auch bei diesen Anleihen überwiegend im Inland². Fast alle Anleihepapiere find auf Inhaber, nicht auf Namen gestellt; wo doch die Namensschuld= verschreibung als Form gewählt ist, liegt die Vermutung nahe, daß dieser Form der Borzug gegeben wurde, um etwaigen Berzögerungen zu entgehen, welche bei der Ausgabe von Inhaberpapieren dadurch entstanden wären, daß zunächst die Genehmigung des zuständigen Ministeriums eingeholt werden muß. Die besondere Borliebe für die Inhaberanleihe erklärt sich ohne weiteres aus den allgemeinen wirtschaftlichen Zuständen in Deutschland, wo die Berhältnisse so unübersichtlich waren, daß jeder daran denken mußte, etwaige Kapitalanlagen in Wertpapieren später eventuell wieder zu veräußern; und das Inhaberpapier hat zumeist, weil formloser übertragbar, einen besseren Markt als die Namensschuldverschreibung.

Die überwiegende Mehrzahl der Anleihen ist fortlaufend halbjährlich

¹ a. a. D. S. 55.

² Nach persönlichen Mitteilungen. Räheres siehe IV. Unterbringung und Kursgestaltung der wertbeständigen Anleihen.

oder jährlich verzinslich. Die Form der Schatanweisung ist nur in wenigen Fällen gewählt, z. B. vom Reich bei den Dollarschatanweifungen, von der Landeskreditanstalt Oldenburg bei den Roggenanweisungen und von der Landesbank Schleswig-Holstein bei ihrer 6 % Goldmark-Eine Besonderheit bildet dabei noch die Goldanleihe des Reichs, von der die größeren Stücke (42-4200 Goldmark) mit Jahreszinsscheinen versehen sind, während die kleineren Stude ohne Bins= scheine ausgegeben wurden. Ein Unterschied besteht zwischen der Form der Reichsanleihen und der oldenburgischen Roggenanweisungen insofern, als die Reichsanleihen etwa zum Nennwert ausgegeben wurden und zu höherem Kurs eingelöft werden, während die Oldenburger zum Nennwert eingelöst werden und zu einem niedrigeren Kurs aus= gegeben wurden. Was die Söhe der Verzinsung anbetrifft, mit der auch ber Emissionskurs zusammen zu betrachten ist, so war diese sehr niedrig im Verhältnis zu den gleichzeitig bei Papiermarkanleihen üblichen Sätzen, aber auch durchgängig niedrig im Verhältnis zu den Binsjäten des Auslandes. Zunächst begannen die wertbeständigen Anleihen mit dem 5%igen Typus bei Roggen= (Oldenburg, Medlenburg) und Goldanleihen (Rhein-Main-Donau-A.-G., Redar-A.-G.), bei den Kohlenanleihen wechselte von Anfang an die 5 %ige Verzinsung (Babenwerk) mit der 6 %igen (Großtraftwerk Mannheim, Breslau) ab. Bei den Roggenanleihen blieb der 5% gige Typus auch weiterhin vorherrschend, wenn auch eine Reihe von Ausnahmen vorkam (7 %ige Bernburg und evangelische Landeskirche Anhalt, 6 %ige evangelische Landeskirche Thüringen, Insterburg, Göttingen). Auffallend ist die niedrige (4%) Verzinsung bei den Roggenschuldverschreibungen der Hannoverschen Landeskreditanstalt und der Walchensee-Goldanleihe, dieser niedrige Zinssatz hat aber offensichtlich keine Nachahmer gefunden. Bei den Goldanleihen sette sich nach dem Vorgehen des Deutschen Reichs die 6 %ige Verzinsung ziemlich allgemein durch, auch Emittenten mit besonders gutem Kredit, z. B. Hamburg und Lübeck, nahmen diese Säte an; allerdings kamen in den letten Monaten des Jahres 1923 noch wieder neue 5 %ige Golbanleihen (z. B. Bremen, deutsche Girozentrale Berlin, Kommunalschuldverschreibungen verschiedener Hppothekenbanken) heraus. Ahnlich wie bei den Roggenanleihen war es auch bei den Beizenanleihen, vorwiegend finden wir 5 %ig verzins= liche Anleihen (z. B. Hannover, Landesbank Schleswig-Holftein), daneben kommen aber auch einzelne 6 %ige Anleihen heraus (z. B.

Aschersleben). Holzanleihen waren durchgängig mit 6 % verzinslich; eine Ausnahme bildet die 5 %ige Holzanleihe der Stadt Memmingen. Die preußische Kalianleihe und die Elektrische-Arbeit-Anleihe des Elektrizitätswerkes für den Plauenschen Grund in Freital 1 sind beide 5%ig, jedoch 6%ig die Kilowattstundenanleihe der Stadt Kaufbeuren. Frgendeine klare Entwicklung, welche ein allmähliches Abergeben von niedrigerem zu einem höheren Zinsfuß erkennen ließe, ist im Laufe des Jahres 1923 noch kaum erkenntlich; erst zu Beginn des Jahres 1924 ift an einzelnen Stellen das Streben zu beobachten, höher verzinsliche Papiere herauszubringen, z. B. 7 % Goldpfandbriefe der Hamburgischen Hypothekenbank. — Bezüglich des Emissionskurses ist an dieser Stelle nur so viel zu sagen, daß er bis zum November des Jahres 1923 zumeist nominell 100 % betrug, d. h. er sollte dem Preis des für die Anleihe maßgebenden Faktors entsprechen; einzelne Anleihen kamen allerdings auch zu anderen nominellen Kursen heraus, z. B. die Anleihe des Schleswig-Holsteinischen Elektrizitätsverbandes mit 89 %, Rhein-Main-Donau 95 %, Hamburg mit 98 % bei Zeichnung in Mark, 94 % bei Zeichnung in Devisen, ähnlich Lübeck mit 97 bzw. 94 %, Landesbank Westfalen Kohlenanleihe hingegen nominell zu 107 1/2 % und Goldmarkanleihe Eschwege zu 105 %. Jedoch erfahren diese nominellen Emissions= kurse durch Tatsachen, welche spezifisch mit der Tatsache wertbeständiger Anleihen bei schwankendem Geldwert verbunden sind, außerordentlich starke tatsächliche Abwandlungen; hierauf soll jedoch erst an späterer Stelle eingegangen werden. Nach der im November erfolgten Stabilisierung der Mark macht sich die Erscheinung geltend, daß im allgemeinen überhaupt keine Emissionskurse mehr benannt werden, sondern die Anleihen werden fortlaufend ausgegeben zu einem Kurs, der sich an vorhandene Börsenkurse anschließt; soweit doch noch Ausgabekurse fest= gesetzt werden 2, liegen diese erheblich unter Pari.

Unter dem Gesichtspunkt der Tilgung sind die meisten Anleihen als Tilgungsanleihen anzusprechen. Eine Ausnahme bilden die Roggenschuldverschreibungen der Landeskreditanstalt Hannover, verschiedene Golds und Roggenpfandbriefe und Kommunalschuldverschreibungen von Hypothekendanken sowie die langfristigen Oldenburger Roggenschulds

¹ Bezüglich der Elektrischen-Arbeit-Anleihe des kommunalen Aberlandwerkes Wittgensteins f. u.

^{2 3.} B. 60/9 Goldanleihe Berlin 900/9.

verschreibungen, bei welchen eine Tilgungspflicht prospektgemäß nicht besteht; jedoch haben die ausgebenden Stellen sich das Kündigungsrecht vorbehalten, und aus der Art, in welcher jie ihrerseits Kredite auf Grund dieser Anleihen geben, geht hervor, daß zumeist nicht die Absicht besteht, eine ewige Rente zu schaffen. Im übrigen sind die Tilgungsfätze verhältnismäßig hoch bemessen, z. B. mit 5 % jährlich bei der mecklenburgi= schen Roggenwertanleihe, ebenso bei den Anleihen der Thüringer und Anhalter evangelischen Landeskirche, mit 3½ % bei der Berliner Roggen= anleihe, sogar mit 8% bei der Goldmarkanleihe der Stadt Eschwege, und 10% bei den von der Deutschen A.-G. für Landeskultur herausgebrachten Anleihen. Niedrige Tilgungssätze (1 %) weisen die preußischen Staatsanleihen auf, sowie die Babenwerkanleihe und Neckargoldanleihe. Zumeist ist die Tilgung für 1—4 Jahre ganz ausgeschlossen, da sich für die nahe Zukunft die Entwicklung der Verhältnisse nicht übersehen läßt, so daß eine alsbaldige Tilgung den Interessen des Gläubigers wie des Schuldners erheblich widersprechen kann. Andererseits haben sich fast alle Schuldner das Recht verstärkter Tilgung, nach Ablauf von 5 bis 10 Jahren beginnend, vorbehalten. Neben der Mehrzahl der Anleihen mit fortlaufender Tilgung gibt es eine Reihe von Anleihen mit einmaliger Tilgung, nämlich fast ausschließlich diejenigen Anleihen, bei welchen ganz oder teilweise die Form der Schapanweisung gewählt ist. So sind die Dollarschatanweisungen am 15. April 1926 fällig, die Reichsgoldanleihe am 2. September 1935, die oldenburgischen Roggen= anweisungen am 1. April 1927, die 6 % Goldmarkanleihe der Landes= bank Schleswig-Holstein je nach der Serie am 30. September 1924, 1925 oder 1926. Zumeist macht sich das Streben geltend, sich in nicht zu langer Zeit von der besonderen Form der wertbeständigen Anleihe wieder zu lösen, sei es durch Festlegung einer hohen Tilgungsrate, sei es durch das Recht der verstärkten Tilgung; es ist dies durchaus verständlich, wenn man bedenkt, daß die öffentlichen Körperschaften in Deutschland bis 1923 gewohnt waren, ihre Schulden in deutscher Währung aufzunehmen.

Ein unglückliches Kapitel bilbet bei den wertbeständigen Anleihen die Frage der Stückelung, besonders bei den Roggen-, Kohlen- und Holzanleihen. Die Stückelung dis herunter zu einem oder gar einem halben Zentner Roggen (Mecklenburg), dis zu $^{1}/_{6}$ Kaummeter Holz (Hameln) oder 2 Zentner Koks (Ferngaswerk Franken-Tühringen), dazu möglicherweise bei zweimaliger Zinszahlung im Jahr, muß die aus-

gebenden Stellen mit sehr großen Verwaltungskosten für die Anleihe belasten. Bei den Goldanleihen wurde die Stückelung von Ansang an im allgemeinen nicht so weit getrieben, wobei die Rhein-Main-Donau-A.-G. ein gutes Vorbild gab; oder es wurde bei kleinen Stücken die Form der Schahanweisung ohne Zinsschein gewählt, wodurch sich die Verwaltungsarbeit beschränkt auf die einmalige Tätigkeit der Einslösung. Die weitgehende Stückelung ist verständlich aus dem Vestreben, besonders dem kleinen Sparer ein Anlageobjekt zu bieten; ferner auch aus der Tatsache, daß jedes Geld sosort angelegt werden mußte, um es vor der Geldentwertung zu schässen, und nicht etwa erst die Erssparnisse längerer Zeit zur Veschässung eines größeren Stückes zussammengelegt werden konnten. Andererseits aber werden die kleinsten Stücke eine außerordentliche Last in der Zukunst bedeuten, was bei der Verwirrung der Geldbegriffe im Jahre 1923 noch nicht überall erkannt wurde.

Betrachten wir nun noch die Frage, in welcher Art und Weise die Emission bei den wertbeständigen Anleihen sich vollzogen hat. Da stellt sich heraus, daß die feste übernahme der ganzen Anleihe durch ein Konsortium nicht vorkommt. Hier ist nur der eine Fall bekannt geworden, daß die Banken die Sälfte der Dollarschatzanweisungen des Reiches fest übernommen haben, ferner daß bei einer größeren Anzahl von Anleihen ein kleiner Prozentsatz von einem Konsortium übernommen wurde 1. Es ift erklärlich, daß die Banken vor fester Übernahme zurückschreckten einerseits wegen Kapitalmangels, andererseits wegen der ständig wechselnden und unübersichtlichen Verhältnisse, welche die Vorhersage betreffs der Aufnahme der Anleihe beim Publikum un= möglich machten. Die Regel bildete der kommissionsweise Verkauf durch ein Bankenkonsortium, und zwar zum Teil bei begrenzter Zeichnungsfrist zum Teil bei fortlaufender Zeichnung. Andererseits kam auch der freihändige Verkauf nach Bedarf vor, z. B. bei den Oldenburger Roggenanweisungen und bei den Roggenschuldverschreibungen der Hannover= schen Landeskreditanstalt; etwa seit August 1923 bildet diese Form dann die Regel bei den Anleihen der Kreditinstitute². Weiterhin ist auch die Form des "Verkaufs über den Ladentisch" gelegentlich verwirklicht, z. B. bei der Reichsgoldanleihe nach Abschluß der Zeichnungen.

¹ Nach persönlichen Mitteilungen.

² Siehe III. Die Banken als Bermittler langfristigen wertbeständigen Kredits.

II. Betrachtung unter ben spezifischen Gesichtspunkten für wertbeständige Anleihen.

a) Die Wahl bes Faktors und Art der Verbindung ber Unleihe mit dem Faktor.

Wehen wir nunmehr zur Betrachtung unter den spezifischen Gesichts= punkten der wertbeständigen Anleihen über. Zunächst die Frage: Welcher Faktor wird gewählt, und wie ist die Verbindung mit dem die Wertbeständigkeit verursachenden Faktor getätigt? Wir finden nur wenige Anleihen, bei denen der Schuldner effektiv nicht in der Währung seines Landes leisten kann, sondern in einem besonderen Gut leisten muß. Als ausländische Beispiele seien die tschechische Anleihe von 1919 in Gold, Silber, Valuten und Devisen und die österreichische Goldanleihe von 1922 erwähnt. An deutschen Beispielen sei auf die hansea= tischen Anleihen, wo die Leistung in ausländischer Währung zwar nicht für die ganze Anleihe festgelegt ift, wohl aber für diejenigen Stude, welche bei den ausländischen Zahlstellen präsentiert werden, ferner auf die Rohlenwertanleihe der kommunalen Überlandzentrale Spandau hingewiesen, bei der der Gläubiger die Leistung in Form elektrischen Stroms verlangen kann. Auch bei den oldenburgischen Roggen= anweisungen ist scheinbar die Leistung in einem effektiven Gut, nämlich Roggen, vorgesehen; jedoch ist die Bestimmung eingefügt, daß der Schuldner auch in Geld leiften kann und der Gläubiger Leiftung in Geld verlangen kann. Der Leiftung des Schuldners in einem besonderen But entspricht zum Teil eine ebensolche Einzahlung bes Gläubigers, 3. B. bei der genannten tschechischen und österreichischen Anleihe, bei ben ausländischen Zeichnungsstellen der Hansastädte, nicht jedoch aus ersichtlichen Gründen bei der Kommunalüberlandzentrale Spandau. Uber diese Fälle hinaus mußte die Einzahlung in besonderer Währung erfolgen ohne die Gegenleistung in gleicher Währung: bei den Dollar= schatzanweisungen des Deutschen Reichs (Einzahlung in hochwertigen Devisen) und bei der Bremer Dollaranleihe auch für die Zeichnungen in Deutschland (Einzahlung in Dollars, Pfunden, holländischen Gulden, Bremer Dollaranteilscheinen und Goldmark der Hamburger Bank bon 1923).

Abgesehen von den besonderen Fällen, in denen der Schuldner effektiv in besonderem Gut seine Leistung bewirken muß, kann der Schuldner im Geld der heimischen Währung seine Leistung bewirken,

wobei sich dann die Höhe der geschuldeten Geldsumme nach dem Preisstand eines bestimmten Gutes, welches wir kurz den "Faktor" der Anleihe nennen, richtet. Welche Güter sind nun als Faktoren gewählt? Da finden wir zunächst den Roggen. Zumeist wird die Preisnotierung märkischen Roggens an der Berliner Börse zugrunde gelegt; jedoch finden wir daneben auch die Preisnotierungen pommerschen Roggens an der Stettiner Börse (Anleihen Köslin und Greifswald) oder die Notierung ostpreußischen Roggens an der Königsberger Börse (Anleihe Insterburg). Eine Besonderheit enthalten die oldenburgischen Roggenanweisungen; bei ihnen ist nämlich nicht ein Börsenpreis zur Grundlage gewählt, sondern der Berliner Börsenpreis für märkischen Roggen zuzüglich Fracht von Berlin nach Oldenburg. Ferner finden wir den Weizen als Faktor, und zwar wie beim Roggen teilweise nach der Berliner Notierung (3. B. Anleihe Hannover), andererseits auch nach der Hamburger Notierung (Beizenanleihe der Landesbank Schleswig-Holstein) und der Magdeburger Notierung (Anleihe Aschersleben). Sodann ist bei einer Fülle von Anleihen die Kohle als Faktor gewählt worden, unter Be= rücksichtigung der Syndikatspreise, und zwar mit einer Unzahl von Differenzierungen; z. B. westfälische Fettförderkohle ohne Kohlen- und Umjatsteuer (Landesbank Westfalen), westfälische Fettslammnuß IV gesiebt und gewaschen einschließlich Steuer (Babenwerk, Großtraftwerk Mannheim), westfälische Fettstücksohle einschließlich Steuer (Deutsche Landeskultur A.=G.), Förderbraunkohle des Kasseler Reviers (Kommu= naler Elektrozweckverband Mitteldeutschland in Kassel), Förderbraunkohle der Görlißer Syndikatsgruppe einschließlich Steuer (Sachsen), nieder= schlesische Flammnußkohle I. Fürstensteiner Grube einschließlich Steuer (Breslau), Förderbraunkohle des mittelbeutschen Reviers (Kommunale Aberlandzentrale Spandau); dann noch ein besonderer lokaler Preis beim Ferngaswerk Franken-Thüringen: "Preis der in den sechs Monaten vor Fälligkeit hauptsächlich verwendeten Gaskohle frei Gaswerk Neustadt". Eine Reihe von Städten hat bei ihren Anleihen das Holz als Faktor gewählt, und zwar in den besonderen am Ort gewonnenen Holzarten (Baben-Baben, Böhrenbach, Heibelberg, Hameln, Guben, Plauen), nach örtlichen Preisfestjetzungen, meist auf Grund der Preise von Holzauktionen. Sodann ist in ständig wachsendem Umfang das Gold als Faktor gewählt, und zwar entweder im Anschluß an die Berliner Notiz einer als goldwertig angesehenen hochwertigen Devise, oder unter Berücksichtigung des Preises für Feingold, meist nach der Londoner

Preisfestsetzung, über die Berliner Notiz des englischen Pfundes in deutsche Währung umgerechnet. Bei den Anleihen auf Devisenbasis finden wir besonders häufig den nordamerikanischen Dollar als Kaktor (Rhein-Main-Donau A.-G., Deutsches Reich), aber daneben auch das englische Pfund (Hamburg) ober die schwedische Krone (Lübeck); für die Feingoldanleihen haben sich die Hypothekenbanken bzw. von diesen gegründete Spezialbanken, z. B. Süddeutsche Festwertbank, mit Borliebe entschieden. Die Wahl anderer Faktoren blieb die Ausnahme, 3. B. Kali auf Grund des Syndikatspreises (Preußen) oder elektrische Arbeit auf Grund des Preises des eigenen Berks (Elektrizitätswerk Plauenicher Grund in Freital, Stadt Raufbeuren, Kommunales Uberlandwerk Wittgenstein). In einzelnen Fällen kommt nun noch die Berbindung mit mehr als einem Faktor vor, z. B. Roggen und Braunkohle (Hessen), oder es kann unter bestimmten Bedingungen ein Faktor für einen anderen substituiert werden, 3. B. auf Grund einer Gold= konvertierungsklausel das Gold an Stelle der Kilowattstunde bei der Anleihe der Stadt Raufbeuren oder an Stelle von Kohlen und Roggen bei den Anleihen der Deutschen A.=G. für Landeskultur, und zwar zu= gunsten der Anleihegläubiger, oder der Breis einer bestimmten englischen Kohlenart an Stelle der bisherigen deutschen Art bei der Rohlenwert= anleihe der Provinz Westfalen, und zwar zugunsten des Anleiheschuldners. Außerdem kommt nun noch eine nur teilweise Berbindung mit einem wertbeständigen Faktor vor, und zwar in verschiedenen Formen, z. B. bei der polnischen Goldanleihe durch Teilung des Stückes in einen wertbeständigen Abschnitt, der auf ideale Blotn-Währung lautet, und einen auf polnische Mark lautenden Abschnitt. Eine andere Form teilweiser Berbindung wählten Sachsen und Plauen, nämlich ein Teil der Zinsen wird in Papiermark auf Grund des Zeichnungspreises bezahlt, daneben wird jedoch eine niedrige (2 %) Braunkohlen= bzw. Holzprämie gewährt, außerdem erfolgt die Tilgung auf wertbeständiger Grundlage. Eine andere seltsame Form wählte das kommunale überlandwerk Wittgenstein, nämlich nur die Verzinsung erfolgt im Anschluß an den gewählten Faktor, die Kapitalrückahlung in Papiermark zum Preis der Zeichnung.

Bon besonderer Bedeutung ist nun weiterhin der Zeitraum der Preisfeststellungen, welche für die Höhe der für Berzinsung und Tilgung geschuldeten Geldsumme maßgebend sein sollen. Wir finden hierbei, daß beispielsweise die Preise, welche für den betreffenden Faktor im Lause eines Jahres festgestellt werden, berücksichtigt werden, indem

aus allen diesen Preisen ein Durchschnittspreis errechnet wird, der bann für Zinsen und Tilgung zu einem bestimmten Termin maßgebend ift. Einen solchen Jahresdurchschnitt finden wir z. B. bei der Heidelberger Holzwertanleihe. Andere Anleihen berücksichtigen die Breise in dem letten halben Jahr vor dem Zins= oder Tilgungstermin (z. B. Ferngas= werk Franken-Thüringen), andere einen Bierteljahresdurchschnitt (3. B. Medlenburg) oder einen Monatsdurchschnitt (z. B. Goldanleihe Deutsches Reich), meist unter Ausschaltung einer kurzen Frist dicht vor dem Zinstermin, in welcher die Feststellung des Durchschnittspreises und die Bublikation der errechneten Geldsumme erfolgen soll. Andere Anleihen nehmen keinen Durchschnittspreis, sondern nehmen den Preis eines bestimmten Tages, 3. B. den Preis des siebenten Werktages vor dem Zins= und Tilgungstermin (Deutsche Landeskulturanleihen) ober ben Preis vom Vortage des Verfalltages (Samburg, Bremen, Lübech). Eine Ausnahme bilden dann noch die auf elektrische Arbeit gestellten Anleihen (Plauenscher Grund und Wittgenstein), sie berücksichtigen den Preis am Verfalltage.

Bei der Beurteilung der bisher genannten Tatjachen wird man zunächst unwillfürlich auf die große Mannigfaltigkeit der wert= beständigen Anleihen hingelenkt. Kaum eine einzigste Anleihe ist nach ihrem Aufbau ohne weiteres mit einer anderen vergleichbar, soweit nicht ausnahmsweise eine planmäßige Vereinheitlichung, wie bei den Anleihen der Deutschen A.=G. für Landeskultur, herbeigeführt wurde. Man kann nicht den Breis einer einzigen wertbeständigen Anleihe beurteilen, ohne sich vorher zu vergewissern, wie der maßgebende Preis des Faktors im einzelnen berechnet wird. So leicht es ehemals war, sich über die in irgendeiner staatlichen oder kommunalen Schuld= verschreibung versprochenen Leistungen zu orientieren, so schwierig ist es bei den wertbeständigen Anleihen. Zweifellos können dadurch in einer späteren Zukunft, wenn bas Wort "wertbeständig" an Glanz verloren hat, weil uns die Wertbeständigkeit einmal wieder zur Selbstverständlichkeit geworden ift, Schwierigkeiten für den Verkehr in diesen Anleihen entstehen. Zu der Schwierigkeit, überhaupt erst mal festzustellen, wie denn die einzelne Anleihe aufgebaut ist, kommt nun bei einer großen Zahl von Anleihen die mangelnde Bublizität der Preise des Faktors hinzu, welche für die Berechnung der Leistungen makgebend sind. Unter heutigen Verhältnissen, und nach der jetigen Schulung wohl auch noch auf lange Zeit hinaus, sind die Devisenkurse

weitgehend bekannt und werden durch die Presse weitgehend verbreitet. Sehr viel schwieriger wird schon die Preisfeststellung, wenn eine Anleihe auf Feingold lautet, dessen Preis sodann erst über eine andere Währung in die eigene Währung umgerechnet werden soll; möglicherweise wird sich in Zukunft eine ausreichende Publizität des Feingoldpreises bei planmäßiger Arbeit erzielen lassen, sofern die Feingoldrechnung bei Hypotheken und Anleihen sich weiter durchsett; zweifellos ist die Publizi= tät heutigentags noch gering, besonders im Berhältnis zu den Devisen= fursen. Eine weitgehende Publizität ist auch bei den Berliner Roggen= und Beizenpreisen gegeben, so daß die Bahl dieser Berechnung bei wertbeständigen Anleihen unter diesem Gesichtswinkel günstig zu beurteilen ist, während die Publizität weit geringer ist bei allen Preisnotierungen der Provinzbörsen. Anleihen, die sich auf lettere Preisfeststellungen aufbauen, werden demgemäß nur in einem engeren provinziellen Gebiet ausreichende Beurteilung finden können. Wenig günstig ist auch die Publizität der Preise des Faktors bei den Kohlen= wertanleihen zu beurteilen. Ein großer Teil der in Frage stehenden Preise wird wohl nur örtlich für die Allgemeinheit und im übrigen nur in Interessentenkreisen weiterhin publiziert. Roch geringer ist wohl die Bublizität der Preise bei den Holzanleihen, wo lokale Preisfeststellungen maßgebend sind, die selten über den engeren Rahmen der Holzinteressen= ten oder der örtlichen Bevölkerung hinausdringen. Vom Kalipreis, vom Preis der elektrischen Arbeit einzelner bestimmter Werke gilt ähnliches. Bei einer großen Zahl wertbeständiger Anleihen sehen wir danach eine verhältnismäßig geringe Bublizität der für die fortlaufende Beurteilung wesentlichen Preisfaktoren, und man fühlt sich banach zu der Frage hingedrängt, ob nicht die Grundlagen für das sogenannte "Heimweh" der Anleihen, in diesem Falle Heimweh in Richtung auf den Ort der Ausgabe einerseits und in Richtung auf den Interessentenkreis, der in irgendeiner Berbindung zu dem Faktor der Anleihe steht, andererseits, bei den wertbeständigen Anleihen in verstärktem Maße gegeben sind.

Betrachten wir nunmehr die bisher verwirklichten wertbeständigen Anleihen unter dem Gesichtswinkel, inwieweit sie nach Wahl des Faktors und nach der Art, wie ihr Preis auf die vom Schuldner zu leistenden Gelbsummen einwirkt, tatsächlich als "wertbeständig" angesprochen werden können. Die Wahl einer Devise oder des Feingoldes als Faktorknüpft nicht an die Kaufkraft im Innern, sondern an die Kaufkraft

gegenüber dem Ausland an. Das Gold wird trop der zeitweilig erheblichen Schwankungen, denen seine Kauskraft unterworfen ist, bekanntlich im internationalen Verkehr als die wertbeständigste Ware angesehen, an das sich die hochwertigen Devisen möglichst unmittelbar anschließen; ihm stehen seit langer Zeit hinsichtlich der Wertbeständigkeit der nordamerikanische Dollar, welcher ja mit besonderer Borliebe als Faktor der wertbeständigen Anleihen gewählt wurde, sowie die schwedische Krone nahe, während das englische Pfund neuerdings unerwartete Eigenbewegungen aufwies. Eine gewisse Komplikation entsteht hierbei allerdings dadurch, daß die zugrunde gelegten amtlichen Devisenkurse in Deutschland neuerdings vielfach solche Kurse sind, zu denen man Devisen nicht in ausreichendem Maße erhalten kann, so daß sie auch nicht immer als Maßstab für die Kaufkraft gegenüber dem Ausland gelten können. — Hinsichtlich der Wertbeständigkeit wird dem Gold vielfach der Roggen gleichgestellt, wobei ganz besonders die Wertbeständig= keit des Roggens über jahrzehntelange Berioden betont wird. Für den Weltmarktpreis des Roggens mag dies zugegeben werden, nicht jedoch für den innerdeutschen Preis, welcher bei wertbeständigen Anleihen zugrunde gelegt wurde. Denn die besonderen Berhältnisse auf dem deutschen Markt bewirken starke Abweichungen vom Beltmarktpreis, wobei noch besonders zu bemerken ift, daß kein fester Zusammenhang der Abweichungen mit den allgemeinen Preisverschiebungen auf dem Inlandsmarkt feststellbar ist 1. Als Beispiel seien genannt die enormen Preisverschiebungen des Roggens in einer Zeit, welche für die Berausbringung wertbeständiger Anleihen wichtig war, nämlich im Juli und August: 11. Juli 11,95 Goldmark pro Zentner markischen Roggens, 13. August 3,35 Goldmark, Julidurchschnitt 8,69 Goldmark, Augustdurchschnitt 4,92 Goldmark; der deutsche Großhandelsinder, in Gold umgerechnet, blieb in dieser Zeit fast unverändert. Diese Beränderungen in der Zeit der Ausgabe wertbeständiger Anleihen sind von besonderer Bichtigkeit, benn in dieser Zeit vollzog sich ja auf Grund bes Preises bes Faktors die Leistung des Kreditgebers, welcher wertbeständige Anleihen zeichnete. Spätere zeitweilige Veränderungen der Preise mögen

¹ Bgl. Golbmarkzusammenstellung der Roggen- und Beizenpreise pro Zentner märkischer Provenienz in der Sonderbeilage der Deutschen Allgemeinen Zeitung vom 1. Januar 1924, Papiermarkpreise über Berliner Dollarnotierung in Goldmark umgerechnet. Ferner den deutschen Großhandelsinder in der Zeitschrift Birtschaft und Statistik sortlausend veröffentlicht.

beispielsweise nur eine einmalige Zinszahlung, einen verhältnismäßig kleinen Tilgungsbetrag beeinflussen, ohne damit die Gesamtsumme aller in der Anleihe versprochenen Leistungen wesentlich zu beeinflussen. Bei den Preisschwankungen des Faktors in der Zeit der Ausgabe wird aber der Ausgabekurs der Anleihe davon betroffen, so daß der Ausgangs= punkt, auf den gewissermaßen alle späteren Leistungen zu beziehen sind, verändert wird. Uhnliches ist beim Beizen festzustellen. Beim Roggen und Weizen ist außerdem noch das besondere Moment gegeben, daß ihr Preis im Inland gang wesentlich von der Höhe der Getreidezölle beeinflußt werden kann, und daß eine etwaige Wiedereinführung von Getreidezöllen die Bertbeständigkeit der Roggen- und Beizenpapiere ganz wesentlich beeinflussen kann. Außer dem Berliner Roggen= und Weizenpreis sind nun, wie oben ausgeführt, auch die Hamburger, Stettiner und andere Provinznotierungen als Magstab gewählt, die Preise dieser Provinzborfen nabern sich den Berliner Preisen so fehr, daß wesentliche Abweichungen hinsichtlich der Wertbeständigkeit für die betreffenden Anleihen nicht daraus resultieren. — Die Möglichkeit sehr starker Abweichungen von der Wertbeständigkeit — sowohl unter dem Gesichtspunkt der Rauftraft im Innern wie auch der Raufkraft gegenüber dem Ausland — ist bei den Holzwertanleihen durch die Wahl lokaler Holzarten als Faktor und lokaler Preise gegeben, wobei das Fracht= moment eine erschwerende Rolle spielt. — Auch bei den verschiedenen Kohlenpreisen, welche für die Kohlenwertanleihen maßgebend sind, zeigen sich sehr ftarke Eigenbewegungen, welche die Wertbeständigkeit der betreffenden Anleihen beeinträchtigen — sowohl unter dem Gesichts= punkt der Raufkraft im Innern wie auch der Kaufkraft gegenüber dem Ausland. Besonders im Jahre 1923, also der Zeit, wo die meisten Kohlenanleihen herauskamen, stand die Preisbewegung infolge der Ruhrbesetzung unter völlig einzigartigen Bedingungen; der Goldmarkpreis betrug zeitweilig das Mehrfache vom Friedenspreis, andererseits blieb er auch gelegentlich infolge verspäteter Abanderung im Zusammen= hang mit der behördlichen Regulierung hinter dem Friedenspreis zurück. Wie beim Roggenpreis die Zölle, spielt bei den Kohlenpreisen nun noch die Kohlensteuer eine erhebliche Rolle; jedoch war mit der Kohlensteuer bisher die Absicht verbunden, den deutschen Kohlenpreis dem Welt= marktpreis anzupassen, so daß hier eventuell von der Steuer bzw. von der Abanderung derselben eine die Wertbeständigkeit fördernde Wirkung ausgehen kann, sofern nicht gerade Zeiten betrachtet werden, in benen

der deutsche Kohlenpreis über dem Weltmarktpreis lag. — Bei der Beurteilung des Ralis als Faktor der Wertbeständigkeit ift zu beachten, daß der Preis desselben durch eine ganz bewußte Syndikatspolitik "gemacht" wird, so daß irgendwelche ausreichende Voraussetungen für die Wertbeständigkeit beim Kali kaum gegeben sind. Noch eigen= artiger steht es mit der elektrischen Arbeit als Faktor der wertbeständigen Anleihe; benn der Breis der elektrischen Arbeit, welcher für die Söhe der Verpflichtungen maßgebend ift, wird vom Schuldner selbst be= stimmt. — So finden wir keinen Faktor, der geeignet mare, die Wertbeständigkeit, gemessen an der Kaufkraft im Innern, zu repräsentieren. Gemessen an der Kaufkraft gegenüber dem Ausland finden wir die Wertbeständigkeit am besten repräsentiert durch das Gold oder gold= wertige Devisen, während auch beim Weizen und Roggen, für welch letteren die Wertbeständigkeit am stärksten in Anspruch genommen ist 1, starke Eigenbewegungen vorkommen und die Wertbeständigkeit der übrigen Faktoren durch besondere Momente erheblich beeinträchtigt wird. Wohlgemerkt handelt es sich hierbei um das Maß der Wert= beständigkeit, bezogen auf ein Ideal der Wertbeständigkeit, während die Tatsache der Wertbeständigkeit bei einem Bergleich mit dem schwankenden Wert des heimischen Geldes keineswegs in Frage gestellt wird 2.

Abgesehen von der Auswahl des Faktors kann nun auch noch der Zeitraum der Preissesktellungen erhebliche Abweichungen hinsichtlich der Wertbeskändigkeit bringen. Wir erwähnten oben, daß zum Teil Jahres- und Halbjahresdurchschnitte zur Berechnung des für Zinsen und Tilgung maßgebenden Preisdurchschnitts herangezogen werden. Bei Veränderungen des Wertes des heimischen Geldes kann die Berücksichtigung weit zurückliegender Preise dahin sühren, daß die danach berechnete Leistung keineswegs mehr der Kauskraft des Geldwertes ist daher ein Preisdurchschnitt, der weit zurückliegende Preise berücksichtigt, eine Quelle zur Abweichung von der Wertbeständigkeit. Anderersseits ist natürlich ein Preisdurchschnitt geeignet, zufällige kurzfristige

^{1 3.} B. Prospett der oldenburgischen Roggenanweisungen.

² Muß a. a. D. S. 388ff. kommt hinsichtlich der Wertbeständigkeit des Faktors in einigen Punkten zu etwas anderen Ergebnissen. Der Unterschied erklärt sich daraus, daß Muß sich bemühte, aus allgemeinen Überlegungen heraus Grundstäpe für die Wahl der Einheit aufzustellen, während Versasser in der Lage ist, das Tatsachenmaterial des Fahres 1923 zu verwerten.

Preisschwantungen auszugleichen; dem Jdeal der Wertbeständigkeit würde es deshalb wohl am nächsten kommen, wenn allerdings ein Preissdurchschnitt längerer Zeit genommen wird, jedoch nicht das Mittel von den Preisen in der schwankenden heimischen Währung genommen wird, sondern wenn alle einzelnen Preise in eine wertbeständige Währung, d. B. Dollar, Goldmark, umgerechnet werden und dann aus den so gewonnenen Dollars oder Goldmarkziffern das Mittel genommen wird; ein Versahren, das beispielsweise Preußen zugunsten seiner Anleihes gläubiger gegenwärtig anwendet.

b) Die spezifische Dedung.

Wir gehen nunmehr zu der Frage über, wie bei den verwirklichten Anleihen die Dedung gegeben ift, und kommen badurch zur Beant= wortung der Frage nach der Zulässigkeit dieser Anleihen unter den besonderen Gesichtspunkten der wertbeständigen Anleihen. hatten bisher die Frage nach der Deckung bzw. der Zulässigkeit dahin= gehend beantwortet, daß die wertbeständigen Anleihen genügend ge= sichert sind, wenn ihnen entsprechende wertbeständige Einnahmen gegenüberstehen, welche für die Bedeckung der mit Zinsen und Tilgung verbundenen Ausgaben verfügbar sind, und hatten noch die besonderen Anforderungen für den Fall, daß der Schuldner nicht im heimischen Weld leiften könne, festgestellt. Wir hatten sodann auf dieser Grundlage weiterhin festgestellt, daß die Borbedingungen unter anderem dann gegeben sind, wenn mit der Anleihe Anlagen geschaffen werden, welche entsprechende wertbeständige Einnahmen mit Sicherheit erwarten lassen. Wir hatten festgestellt, daß nur in wenigen Fällen die Leistung des Schuldners nicht im heimischen Geld bewirkt werden könnte; aber wir muffen uns nunmehr fragen, ob in diesen Fällen die Beschaffung des Gutes, in welchem geleistet werden muß, ausreichend gesichert ist. An sich sind zunächst einmal Gold und Devisen, welche hierbei in erster Linie in Frage kommen, börsengängige Werte, die einen großen Markt haben und deshalb voraussichtlich beschaffbar sind, wenn nicht irgend= eine Art von Zwangsbewirtschaftung dies zeitweilig verhindert. Außerdem aber betonen die Stellen, welche derartige Anleihen ausgegeben haben, daß sie über das betreffende Gut verfügen, z. B. die Hansaftädte durch die auf Devisen gestellten Hafeneinnahmen oder Osterreich durch

¹ Bgl. Frankfurter Zeitung vom 11. Dez. 1923.

Zolleinnahmen. In dem besonderen Fall der kommunalen Uberlandstentrale Spandau, wo eventuell in elektrischem Strom zu leisten ist, ist die Berfügung über den Strom durch eigene Produktion gegeben.

Soweit eine Berpflichtung zur effektiven Leiftung in einem bestimmten Gut nicht gegeben ift, genügt die Feststellung, daß Einnahmen in entsprechender Sohe gegeben sind, die zur Bededung der Ausgaben für die wertbeständigen Anleihen verfügbar sind. Man kann das Borhandensein solcher Einnahmen anzweifeln hinsichtlich der Anleihen des Deutschen Reichs, da zur Zeit der Ausgabe der beiden Anleihen den devisenwertigen Einnahmen so ungeheure devisenwertige Berpflichtungen gegenüberstanden, daß von einer "Berfügbarkeit" ent= sprechender Einnahmen kaum die Rede sein kann; den eigens für die Bedeckung der Goldanleihe eingeführten Vermögenssteuerzuschlägen konnte bei der Technik der Steuererhebung in der Zeit, in welcher die Anleihe ausgegeben wurde, der Charakter einer wertbeständigen Ginnahme nicht zugesprochen werden, ganz abgesehen davon, daß die Bermögenssteuer für andere Reichszwecke bereits bis zur äußersten Grenze wird angespannt werden mussen, so daß es fraglich bleibt, ob ein besonderer Zuschlag für den besonderen Zweck der Goldanleihe überhaupt noch wird erhoben werden können. Wir können nicht zugeben, daß bei den Anleihen des Deutschen Reichs die spezifische Deckung für wertbeständige Anleihen im Haushalt schwankender Währung gegeben ift. Wir möchten den Vorgang bei der Goldanleihe vielmehr dahin beurteilen, daß von den Grundsätzen der Deckung in diesem Falle allerdings abgewichen ist, indem darauf spekuliert wurde, daß es gelingen würde, den ganzen Haushalt auf wertbeständige Basis umzustellen, wodurch die Voraussetzungen für wertbeständige Anleihen wesentlich geändert werden (s. u.). Bei der Dollarschatzanweisungsanleihe mag zum Teil der Gedanke mitgesprochen haben, daß die Eingänge aus dieser Anleihe als Devisensonds dienen sollten, demnach bei Erfüllung ihres 3weds nicht unbedingt konsumiert werden wurden, ein Gedanke, der allerdings angesichts der derzeitigen Finanzgebarung als irrig angesprochen werden muß; eher wird man schon diesem Gedanken für die tschechische Gold-, Devisen- usw. Anleihe von 1919 folgen können.

Bei der großen Zahl wertbeständiger Anleihen, welche von deutschen Ländern und anderen öffentlichen Körperschaften ausgegeben wurden, brauchen wir die Frage nach der Verfügbarkeit einer wertbeständigen Einnahmequelle nun nicht in jedem einzelnen Fall besonders zu unter-

suchen, sondern wir sind in der Lage, die Frage nach der Verfügbarkeit solcher Einnahmequellen generell zu beantworten. Wir sehen nämlich, daß die Länder und die anderen öffentlichen Körperschaften in einer wesentlichen finanziellen Abhängigkeit vom Reich stehen, ganz besonders baburch, daß das Reich das Recht hat, Steuerquellen an sich zu ziehen ober den nachgeordneten öffentlichen Körperschaften zu überweisen, wobei es diesen Körperschaften ausreichende Steuerquellen zunächst nicht belassen hat. Das Reich ist jedoch in hohem Grade daran interessiert, daß die öffentlichen Körperschaften ihre Verbindlichkeiten erfüllen, und es ist deshalb damit zu rechnen, daß das Reich den Körperschaften die Einnahmen oder Einnahmequellen zuweist, deren sie zur Erfüllung ber Verbindlichkeiten bedürfen, wie es z. B. im Jahre 1923 wiederholt geschehen ist. Ob für die Bemessung der Sohe dieser Einnahmen und Einnahmequellen auf die Dauer die finanziell schwächste Körperschaft praktisch maßgebend sein wird ober irgendein Durchschnitt — unter besonderer Stützung der Schwächsten — das ist generell wohl nicht zu beantworten. Mit ausreichender Sicherheit aber läßt sich danach sagen, daß diejenige Körperschaft besondere Einnahmequellen verfügbar hat zur Bedeckung der mit einer wertbeständigen Anleihe verbundenen Ausgaben, welche überdurchschnittliche Einnahmen auf irgendeinem Gebiet zu erwarten hat. Man wird nun jedoch überdurchschnittliche Steuereinnahmen kaum als eine ausreichende Einnahmequelle ansehen tonnen, weil wir uns daran haben gewöhnen muffen, in der Zeit der Geldwertschwankungen die Steuereinnahmen überhaupt als einen durchaus unübersichtlichen Faktor zu betrachten. Anders steht es aber, wenn eine öffentliche Körperschaft in überdurchschnittlichem Maße über Bermögenswerte verfügt, welche ihr eine wertbeständige Reineinnahme bringen. Diese Vermögenswerte mit den aus ihnen resul= tierenden wertbeständigen Einnahmen können als Bebedung für die entsprechenden wertbeständigen Anleihen angesprochen werden, wobei dann auch gleichzeitig die Sicherung hinsichtlich der Kreditwürdigkeit gegeben ist, da ja nicht nur wertbeständige Einnahmen, sondern auch wertbeständige Vermögenswerte gegeben sind. Wohl gemerkt, dies wird nicht als "allgemeiner Grundsatz der wertbeständigen Anleihen" behauptet, sondern nur hinsichtlich der dem Deutschen Reich nachgeordneten öffentlichen Körperschaften.

Wir mussen uns nun einmal die Frage vorlegen, welche Vermögenswerte denn wertbeständige Einnahmen mit Sicherheit erwarten lassen. Schriften 166 III. Im Gegensatzu Muß 1 muß nun gesagt werden, daß eigene Produktion eines Guts keineswegs entsprechende wertbeständige Ginnahmen fortlaufend mit Sicherheit erwarten läßt. Den Einwendungen von Preper 2 gegen die Roggenrechnung gegenüber der Landwirtschaft muß in diesem Bunkte zugestimmt werden, und man kann seine Ausführungen binsichtlich der Belaftung mit Roggenrenten sinngemäß auf Bergwerke hinsichtlich der Belastung mit Kohlen- und Kalirenten ausdehnen. Die öffentlichen Körperschaften sind als Produzenten hinsichtlich der zu erwartenden Einnahmen sogar in einer gang besonders schwierigen Lage, da die Erzielung von überschüssen bei der Produktion in hohem Maße abhängig ist von der zwedentsprechenden Arbeit des Leiters des Produktionsbetriebes. Es ist bekannt, welche Schwierigkeiten die öffent= lichen Körperschaften haben hinsichtlich der geeigneten Auswahl des Leiters wie auch hinsichtlich geeigneter Interessierung desselben am Produktionserfolg. Wenn dann jedoch Preper zu einer geradezu vollständigen Ablehnung der Roggenrenten kommt, dann muß dagegem gesagt werden, daß nicht grundsätlich und allgemein, wohl aber in einer großen Zahl geeigneter Fälle mit wertbeständigen Einnahmen gerechnet werden kann. Hier ist zunächst der Fall der Meliorationen zu nennen, welche gemeinhin nicht nur eine Steigerung der Roberträge, sondern auch der Reinerträge erwarten lassen. So bedeutend nun dieser Fall war für die private Aufnahme von Roggenrenten, so un= bedeutend war er für die Aufnahme wertbeständiger Anleihen von öffentlichen Körperschaften; die Anleihen sollten nicht oder nur zum Teil den Gütern oder Bergwerken zugute kommen, auf deren Erträgnisse sie sich stüpen, sondern anderen Zwecken. Ein für die Aufnahme wert= beständiger Anleihen sehr wesentlicher Fall ist aber, daß landwirtschaft= liche Güter, welche öffentlichen Körperschaften gehören, langfristig gegen Roggenzins verpachtet sind, wobei dann also das Risiko der Produktion auf den Bächter abgewälzt ist; es ist bei dem Eigentum öffentlicher Körperschaften an landwirtschaftlichem Grund und Boden wohl als Regel zu betrachten, daß sie nicht durch eigene Produktion, sondern durch Verpachtung genutt werden. Bei den hier bekannten Roggen= und auch Weizenanleihen wird als Deckung immer wieder auf die entsprechenden Lachteinnahmen hingewiesen, welche auch der

¹ A. a. D. S. 399ff.; den gleichen Standpunkt wie Muß nimmt auch die Frankfurter Zeitung in Nr. 2 vom 2. Januar 1923 ein.

² Roggenpapiere und Roggensteuern, Jena 1923, S. 48ff. und S. 62ff.

Art ihrer Berechnung nach den mit den Anleihen eingegangenen Verpflichtungen entsprechen sollen. Als eine grundsätlich erheblich schlechtere Dedung muß demgegenüber beispielsweise die Dedung bei der preußischen Kalianleihe oder bei der Zwickauer Kohlenanleihe, bei denen auf die Deckung durch den Betrieb bzw. die Aftienmehrheit der Gruben verwiesen wird, angesprochen werden; zwedmäßig wäre in diesen Fällen das Hauptgewicht darauf zu legen gewesen, od durch Verwendung der Anleihe entsprechende wertbeständige Einnahmen geschaffen werden. Günstiger als bei landwirtschaftlichen Gütern ist im Falle eigener Produktion die Frage nach den wertbeständigen Einnahmen zu beurteilen bei Waldungen. Bei diesen sind einerseits die Nenteneinnahmen ge= sicherter als bei landwirtschaftlichen Gütern, da die jährlichen Auswendungen geringer sind im Verhältnis zum jährlich zu gewinnenden Rohertrag. Außerdem können etwaige vorübergehende Mindereinnahmen bei einer sonst ordnungsmäßigen Forstwirtschaft, die wohl bei Waldungen in öffentlicher Sand bei uns stets gegeben ift, durch verstärkte Holznutungen zeitweilig ausgeglichen werden. Es ift nun aber selbst= verständlich zu beachten, daß die jährlichen Holznutzungen Roherträge und nicht Reinerträge darftellen, und deshalb legen die Stellen, welche Holzwertanleihen ausgegeben haben, auch Wert darauf, daß die jähr= lichen normalen Holznutzungen ein Mehrfaches der für den Anleihe= dienst ersorderlichen Beträge ausmachen. — Eine ganz besondere Rolle hinsichtlich der wertbeständigen Anleihen spielt nun das Eigentum der öffentlichen Körperschaften an Betriebswerken, insbesondere Gas-, Elektrizitäts= und Wasserwerken. Das Eigentum an solchen Betriebs= werken ist bei den öffentlichen Körperschaften in Deutschland, ganz besonders den Städten, so verbreitet, daß man nicht immer, wenn solche Betriebswerke vorhanden sind, auf überdurchschnittliche Einnahmen schließen darf. Auch die Frage, ob bei diesen Anlagen in Zeiten schwankenden Geldwertes mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit überhaupt wertbeständige Einnahmen erzielt werden, wird nach den Erfahrungen der letten Jahre angezweifelt. Aber wenn auch unbedingt abgelehnt werben muß, schlechthin das Vorhandensein von Einnahmen aus Betriebs= werken als ausreichende Deckung für wertbeständige Anleihen zu erklären, so können wir auch hier geeignete Sonderfälle bestimmen, welche die verlangten wertbeständigen Reineinnahmen erwarten lassen. Der Hauptfall ist der Fall der Betriebsverbesserung — entsprechend der landwirtschaftlichen Melioration —, welche nur dank der auf-

zunehmenden wertbeständigen Anleihe zur Ausführung gelangen kann, wobei die Bermehrung der Reineinnahmen dadurch in erhöhtem Maße gesichert wird, daß bei dem tatsächlichen oder rechtlichen Monopol der meisten Betriebswerke die Einnahmevermehrung nicht durch gleiche Berbesserungen bei konkurrierenden Werken gefährdet wird. Auch hier machen wir nun eine eigenartige Entbedung: Tropbem die Frage der Betriebsverbesserung überall als brennend angesehen wird, tropdem bei fast allen öffentlichen Betriebswerken viele mögliche rentable Be= triebsverbesserungen aus Kapitalmangel zurückgestellt werden 1, troßdem wohl von fast jeder kommunalen wertbeständigen Anleihe ein mehr ober weniger großer Teil zu Betriebsverbesserungen bestimmt ift, ist es eine Ausnahme geblieben, daß wertbeständige Anleihen auf Betriebsverbesserungen schlechthin fundiert wurden; als solche Ausnahme sei die Koksanleihe der Stadt Kottbus genannt. In anderen Fällen, wo die Anleihe fast ausschließlich zu Betriebsverbesserungen Verwendung finden sollte, hat man sie auf anderem werbenden Eigentum der ausgebenden Stellen basiert, z. B. die Weizenanleihe der Stadt Hannover auf Einnahmen aus Stadtgütern. Es ist ein charakteristisches Reichen für die Vorsicht, mit welcher Länder und Gemeinden an wertbeständige Anleihen herangingen, daß sie gewöhnlich nur da Betriebs= verbesserungen als ausreichende Grundlage für eine wertbeständige Anleihe ansprachen, wo sie sich auf besondere nicht allgemein, sondern nur unter ganz besonderen Bedingungen zu realisierende Vorteile stüten konnten. So ist ein großer Teil von wertbeständigen Anleihen aufgenommen zur Schaffung von Bafferkraftanlagen 2, z. B. die Unleihen der Rhein-Main-Donau, Walchensee, Nedar, Kraftwerke Oberweser, Babenwerk A.=G., sowie der Städte Breglau, Danzig, Eschwege und Böhrenbach. Aber die Anleihe der Stadt Böhrenbach wird nicht einmal auf den Einnahmen dieser Wasserkraftanlage basiert, sondern auf dem Waldbesitz der Stadt und dementsprechend als Holzanleihe heraus= gebracht. Neben ben Wasserkraftanlagen hat auch die Ausnutzung der Vorzüge von Großanlagen, welche unter ganz besonders gunftigen Bedingungen arbeiten, Anlaß zur Aufnahme wertbeständiger Anleihen gegeben, z. B. der Anleihen des Kraftwerkes Mitteldeutschland=Kassel,

¹ Auf Grund vielfacher perfonlicher Mitteilungen.

² Siehe hierzu Muß a. a. D. S. 402, welcher wegen Fehlens eigener Kohlens produktion bei der Badenwerk-Anleihe einen "theoretischen Konstruktionssehler" sieht.

des Ferngaswerks Franken-Thüringen, des Werks Plauenscher Grund-Freital, der kommunalen Aberlandzentrale Spandau, der Großkraft= werke Mannheim und Hannover und des Landes Sachsen. Gine Besonderheit, die für die Frage der Sicherung und Zulässigkeit wichtig ist, ist bei diesen Anleihen zum Teil noch dadurch gegeben, daß nicht in allen Fällen die Form der Kohlenwertanleihe, die dadurch besonders gerecht= fertigt ist, daß bei der Produktion durch die Art der Anlage eine be= stimmte Menge Kohlen gespart wird, gewählt ist, sondern mehrsach die Form der Goldanleihe, z. B. bei der Rhein-Main-Donau-, Nedar-, Balchensee-, Kraftwerke Oberweser-, Cschweger und Danziger Anleihe. Gemeinhin wird dies dadurch erflart, daß auch die Strompreise nicht auf Basis des Kohlenpreises, sondern auf Goldmarkbasis berechnet werden, was ja selbstverständlich, wie in den genannten Fällen auch tatjächlich gegeben, nur dann möglich ift, wenn es fich um Bafferkraft= werte und nicht um Kohlenbetriebe handelt. Bei diesen Wasserkraft= werken wurde möglicherweise die Höhe des Goldmarkstrompreises und damit auch die Höhe der Reineinnahmen auf die Dauer eine Grenze finden in den für etwaige als Konkurrenz auftretende Kohlenwerke notwendigen Strompreisen; aber demgegenüber wird im allgemeinen erklärt, daß die Söhe des bei der Kalkulation in Goldmark angesetzten Strompreises so vorsichtig bemesssen ift, daß eine Konkurrenz durch Kohlenwerke auch auf lange Sicht praktisch nicht in Frage kommt. — Eine andere Art der Sicherung ist dort gegeben, wo die wertbeständige Unleihe der Erweiterung elektrischer Verteilernetze dient, z. B. die Unleihen des Schlesmig-Holfteinischen Clektrizitätsverbandes, des Kreifes Rothenburg a. d. Fulda und zum Teil diejenigen Anleihen, welche gleichzeitig dem Ausbau von Baffertraftanlagen dienen. Bei diesen Glektrizitätsneten besteht die Einnahme zumeist in einer Abgabe vom Strompreis, welche mit dem Stromverbrauch entsprechend steigt. Ahnlich wie bei den Wasserkraftanlagen sind die fortlaufenden Ausgaben niedrig im Berhältnis zu der einmaligen Ausgabe anlässig der Schaffung des Elektrizitätsnehes. Die Einnahmen tragen daher den Charakter einer Art Renteneinnahme, bei wertbeständiger Berechnung der Stromabgabe einer wertbeständigen Renteneinnahme. Bei Erweiterungen des Nepes, denen die Anleihen dienen, kommt nun noch der Tatbestand hinzu, daß die Neuauswendungen vielsach verhältnismäßig gering sind, weil vorhandene Hauptleitungen für die Stromzuführung mit benutt werden können. Man kann daher wohl in diesen Erweite=

rungen eine geeignete Sicherheit für wertbeständige Anleihen sehen, und zwar für eine Goldanleihe, wenn auch die Stromabgabe auf Goldbassis erhoben wird, für eine Kohlenanleihe, wenn auch die Stromabgabe auf Kohlenbassis erhoben wird. Seltsamerweise ist nun jedoch auch für diesen Zweck eine Roggenanleihe herausgegeben, nämlich vom Kreis Kothenburg a. d. Fulda, während die Stromabgabe auf Goldbassis erhoben wird. Dhne an der sonst vortrefslichen Deckung dieser Anleihe zu zweiseln, muß doch gesagt werden, daß hier zweisellos ein Verstoß gegen die Hauptsätze wertbeständiger Deckung vorliegt, besonders da der Kreis über irgendwelche nennenswerte Roggeneinnahmen nicht verfügt.

Wir muffen nun hinsichtlich der Deckung der wertbeständigen Unleihen noch eine besondere Tatsache berücksichtigen, welche in den außer= ordentlich schwankenden Verhältnissen des für die Ausgabe wertbeständiger Anleihen besonders wichtigen Jahres 1923 begründet ist. Diese schwankenden Berhältnisse bewirkten, daß die Realisierung irgendwelcher Projekte, welche aus den Mitteln einer solchen Anleihe erfolgen sollte, zweifelhaft wurde, so daß möglicherweise die Anleihebelastung eintrat, ohne daß nennenswerte wertbeständige Einnahmequellen durch die Anleihen erschlossen wurden (f. II c.); jede Kalkulation konnte illusorisch werden dadurch, daß infolge der besonderen Verhältnisse nur die Sälfte, ein Viertel oder noch weniger von dem betreffenden Brojekt zur Durchführung kam. Dieses Risiko mußte irgendwie berücksichtigt werden und ist auch stets berücksichtigt worden. Wir sehen, daß keine einzige wert= beständige Anleihe, mit Ausnahme der Anleihen des Deutschen Reichs, von einer Stelle ausgegeben wurde, welche nicht bereits über wert= beständige Einnahmen verfügte. Soweit die Anleihen überhaupt auf vorhandenen wertbeständigen Einnahmen basiert wurden, wie fast alle Roggen- und Holzanleihen, ist dies von vornherein klar; aber auch in allen übrigen Fällen läßt sich dies ohne Schwierigkeit aufzeigen. Nehmen wir beispielsweise die Anleihen des Badenwerkes, der Rhein= Main=Donau=A.=G., der Stadt Breslau oder der Glektrizitätsverbände, überall finden wir den Nachweis geführt, daß bereits sehr bedeutende wertbeständige Einnahmen, denen keine entsprechenden Lasten gegenüber= stehen, vorhanden sind. Die Forderung, daß bereits vor Berwirklichung bes Anleiheprojektes wertbeständige Einnahmen zur Deckung bes Zinsen= und Tilgungsdienstes in einem mehr ober weniger großen Maße vorhanden sein mußten, ist für das Jahr 1923 und die derzeitigen deutschen

Berhältnisse zweisellos berechtigt. In wie hohem Maße diese Deckungsmittel aber bereits vorhanden sein mußten, das läßt sich zweisellos nur nach Lage des Einzelfalles sagen, denn man darf nicht vergessen, daß die Aussichrung vieler in Frage stehender Werke bereits in hohem Maße gesichert war, entweder indem sie überhaupt bereits weit gefördert waren, zumeist unter Zuhilsenahme von kurzstristigen Papiermarkkrediten, welche aus dem Erlös der wertbeständigen Anleihe abgedeckt werden sollten, oder aber durch geeignete Abkommen über die Herstellung der Anlage, indem z. B. Firmen sich bereit erklärten, sich in wertbeständiger Anleihe bezahlen zu lassen, und dergleichen.

Wir haben bisher dargelegt, welche wertbeständigen Einnahmen bzw. welche Vermögenswerte geeignet erscheinen, als Deckung für eine wertbeständige Anleihe zu dienen, und welche besonderen Rücksichten hinsichtlich der Dedung durch erst neu zu schaffende Anlagen zu nehmen find. Wir können uns nun noch fragen, ob es genügt, daß die wert= beständigen Einnahmen überhaupt die regelmäßigen Auswendungen für Zinsen und Tilgung beden, oder ob barüber hinaus eine höhere Dedung vorhanden sein muß. Die Frage ist insofern von besonderer praktischer Bedeutung, als das preußische Ministerium des Innern in Gemeinschaft mit dem Finanzministerium als Genehmigungsinstanz für Inhaberanleihen durchgängig verlangte, daß die wertbeständigen Einnahmen das Dreifache der durch den Zinsen- und Tilgungsdienst verursachten wertbeständigen Verpflichtungen ausmachte 1. Wir können hieran wieder sehen, mit welcher ungemeinen Vorsicht dem Reich nachgeordnete Körperschaften an die wertbeständigen Anleihen herangingen. Der leitende Gedanke hierbei war, daß die Entwicklung der Berhält= nisse für die nächsten Jahre bei Ausgabe der Anleihen noch völlig unübersichtlich war. Man dachte an die landwirtschaftliche Krise, welche nach der irgendwann erfolgenden Stabilisierung eintreten würde, an Rückgang des Elektrizitätsverbrauchs, an Absatschwierigkeiten für Holz, und dergleichen. Ob einmalige ober mehrfache Deckung erforderlich war, darüber ließ sich in jenen schwierigen Zeiten kaum urteilen, und es war sicherlich das Wesentlichste, daß zunächst mal überhaupt ein Entschluß gefaßt wurde, auch wenn infolge zu hoher Deckungsansprüche die eine oder andere Anleihe nicht zur Entstehung kam. Als übermäßig allerdings muffen wir die Deckungsforderung bezeichnen, wenn in der gemein-

¹ Nach persönlicher Mitteilung.

samen Verfügung des preußischen Ministeriums des Innern und des Finanzministers vom 9. Januar 1924 betreffend wertbeständige Ansleihen der Gemeinden und Gemeindeverbände 1 noch die dreisache Deckung für Sachwertanleihen gefordert wird, während Goldanleihen überhaupt ohne spezielle wertbeständige Deckung genehmigt werden sollen (s. unten).

c) Die spezifischen Roften.

Wir hatten oben von den Kosten der wertbeständigen Anleihen kurz die Binsfate und Emissionskurse betrachtet. Wir kommen nun dazu, die Rostenfrage unter den spezifischen Gesichtspunkten der wertbeständigen Anleihen zu betrachten. Wir finden hier nun ganz außerordentliche Abweichungen hinsichtlich der tatsächlichen Kosten solcher Anleihen, welche begründet sind vor allem in den besonderen Berhältnissen, unter benen die Mehrzahl der Anleihen an den Markt kam. Man muß zunächst daran denken, daß ebenso wie die Verpflichtungen des Schuldners einer wertbeständigen Anleihe vom Preis des Faktors beherrscht werden, auch die Leistung des Gläubigers in Beziehung steht zu dem betreffenden Breis. Und nun erinnern wir uns daran, was wir oben über die Wertbeständigkeit der in Frage stehenden Faktoren sagten, über die außer= ordentlichen Schwankungen, welche diese Preise durchgemacht haben, benen gleiche Schwankungen des allgemeinen Preisniveaus nicht gegenüberstehen. Stand der Preis, welcher dem Ausgabekurs einer Anleihe zugrunde gelegt wurde, gerade verhältnismäßig niedrig, so erhielt der Schuldner aus diesem Grunde möglicherweise erheblich weniger, als er erwartete; eine Tatsache, durch die alle aufgestellten Kostenberechnungen erheblich abgewandelt werden konnten. Außer diesen kurzfristigen Schwankungen ist an Preisverschiebungen über längere Perioden zu denken. Nehmen wir beispielsweise einmal die Goldanleihe der Rhein-Main=Donau=A.=G., welche auf Dollarbasis im April 1923 ausgegeben wurde. Die Kaufkraft des Dollars in Deutschland war derzeit, gemessen am Großhandelsinder, größer als in der Vorkriegszeit2, ein Verhältnis, das zweifellos nicht andauern konnte; es war also mit erheblicher Sicher=

¹ Ministerialblatt für die preußische innere Berwaltung, Jahrg. 1924, Nr. 3, S. 49.

² Großhandelsinderzahlen des Statistischen Reichsamts auf Dollarbasis umgerechnet 89,5, s. Zeitschrift Wirtschaft u. Statistik, wo die Veröffentlichung fort- laufend erfolgt.

heit damit zu rechnen, daß Verzinsung und Rückzahlung unter Berücksichtigung der Kaufkraft "entwertet" erfolgen könnten. Nehmen wir ferner z. B. die Breslauer Kohlenwertanleihe; sie wurde, wenn man den derzeitig gültigen Preis von über 120000 Mf. für die Tonne Kohle und den Ausgabekurs von 60000 Mk. berücksichtigt, tatsächlich zu 50 % ausgegeben, die Verzinsung beträgt also tatsächlich nicht 6, sondern 12 %, wozu bann noch die Differenz zwischen dem 50 %igen Ausgabe= turs und dem 100 %igen Tilgungsturs täme. Die Anleihe würde dem= nach für den Schuldner ungeheuer teuer. Jedoch ist hier etwas anderes zu bedenken, nämlich: die Kohlenpreise waren derzeit sehr hoch infolge der anormalen Verhältnijje, welche durch die Ruhrbesetzung verursacht waren. Trop des Kurses von 50 % erhielt Breslau immerhin auf diese Weise, in Gold umgerechnet, noch rund 75 % des Vorkriegspreises für eine Tonne der betreffenden Kohle, und die Rauffraft dieses Preises war zur Zeit der Ausgabe dieser Anleihe (April 1923), gemessen an dem in Gold umgerechneten Großhandelsinder, zweifellos größer als in der Borfriegszeit. Mußte Breslau damit rechnen, daß das im April bestehende Verhältnis des Kohlenpreises zu den übrigen Warenpreisen bestehen bleiben würde und injolgedessen alle zufünftigen Verpflichtungen aus dieser Anleihe beeinflussen wurde, dann wurde die Anleihe allerdings als außerordentlich teuer anzusprechen sein. Konnte aber Breslau damit rechnen, daß das nicht der Fall sein wurde, dann kommen wir zu einem wesentlich anderen Urteil.

Aber hiermit sind die spezisischen Kostenmomente nicht erschöpft. Wie der relative Preis des Faktors zur Zeit der Festsexung des Ausgabe-kurses sich stellte, war von großer Wichtigkeit, aber immerhin ein Moment, das man noch in seinen Entschließungen berücksichtigen konnte. Das Tempo der sortschreitenden Gelbentwertung brachte neue Momente, denen man sich durch neue Formen anzupassen mühte, aber durch die es trozdem zu schweren Schädigungen der Anleiheschuldner gekommen ist. Es handelt sich hier hauptsächlich um zwei Punkte. Erstens: Der Schuldner mußte das von den Zeichnern der Anleihe einzuzahlende Geld unentwertet zu seiner Berfügung erhalten, und zwar unentwertet gegenüber dem Geldwert, mit welchem bei Festsexung des Ausgabe-kurses gerechnet wurde. Und zweitens. Der Schuldner mußte das Geld unentwertet dem Berwendungszweck zuführen. Dies letztere war nun offensichtlich bei Arbeiten, welche sich über einen langen Zeitraum erstreckten, vielsach nicht möglich, wenn man das einkommende Geld

in Papiermark bis dahin liegen ließ; infolgedessen kam es darauf an, inzwischen eine wertbeständige Zwischenanlage ohne Verluste durch Gelbentwertung durchzuführen 1.

Wenden wir uns nunmehr der erstgenannten Frage zu, das Geld von den Zeichnern unentwertet hereinzubekommen. Es ging zuerst verhältnismäßig gut. Die erste Ausgabe der medlenburgischen Roggenanleihe erfolgte zum Preise von 10000 Mf. für den Zentner Roggen= wert, Zeichnungsfrist war vom 1. bis 9. Dezember 1922, die Einzahlung mußte bis zum 31. Dezember 1922 erfolgen; nach dem am Einzahlungs= tag geltenden Dollarstand machten diese 10000 Mf. 5,8 Goldmark aus. Beitere Ausgaben wertbeständiger Anleihen in den Monaten Februar bis April 1923 profitierten von der derzeitigen Stabilisierungsaktion. Mit Aufhören dieser Attion aber setzten die Schwierigkeiten ein. Insterburg hatte seine 6 %ige Roggenwertanleihe noch in der Zeit der Stabili= sierung aufgelegt, die Zeichnungsfrist lief vom 5. bis 15. April 1923, Einzahlungstermin war der 30. April, und bis dahin hatte das Geld sich so weit entwertet, daß der Zentner Roggenwert nur noch 5 Goldmark brachte. Es kam bald noch schlimmer. Die erste Ausgabe der 5 %igen preußischen Roggenanleihe, welche vom 11. bis 18. Mai zur Zeichnung auflag, deren Einzahlungstermin der 28. Mai 1923 war, brachte nur 3,8 Goldmark für den Zentner Roggenwert; ebenso erging es bei der noch im gleichen Monat erfolgten weiteren Ausgabe. Der Juni brachte ganz besonders schwere Schläge: Die Berliner Roggenwertanleihe ergab 2,6 Goldmark für den Zentner Roggenwert, die 6 %ige Roggen= wertanleihe der Thüringer Landeskirche 2 Goldmark, die 5 %ige Weizen= wertanleihe der Stadt Hannover 3,8 Goldmark, die 5 %ige Dresdener Roggenanleihe im Juli brachte 2,1 Goldmark 2. Es ist klar ersichtlich, im Berhältnis zu dem, mas die Anleihen brachten, waren sie außer= ordentlich teuer.

Man versuchte, diesen Schwierigkeiten zu entgehen. Es kam darauf an, die Zeit zwischen Festsetzung des Ausgabekurses und dem Einzahlungstermin auf ein Minimum zusammenzuschieben. Interessant ist hierbei zunächst die Form, die Göttingen wählte: es setzte sest, daß der Magistrat den Preis, zu dem ausgegeben wird, jederzeit ändern konnte,

¹ über diesen zweiten Punkt sollen im folgenden keine detaillierten Aussführungen gemacht werden, da hierüber nur vertrauliche Nachrichten vorliegen.

² Nach dem Mittel des Dollarkurses vom Bor- und Nachtage des Einzahlungstages berechnet, da an dem betreffenden Tage keine Devisennotierung erfolgte.

es band sich also nicht für längere Frist an einen bestimmten Preis. Eine andere Form wählte das Großtraftwerk Hannover: es verkürzte die Zeichnungsfrist für seine Kohlenwertanleihe auf zwei Tage, nämlich ben 8. und 9. August 1923. Gleichzeitig wurde die Formel eingeführt, daß gezeichnete Stücke als voll zugeteilt gelten und sofort zu bezahlen find. Immerhin kam es auch hierbei noch zu ftarken Differenzen hinsichtlich des erwarteten und des tatsächlichen Wertes der eingehenden Beträge; beispielsweise bedeutete der vom Großfraftwerk Sannover zugrunde gelegte Preis von 6900000 Mk. für die Tonne Kohlenwert am 9. August nur etwa 6 Goldmark, also weniger als die Hälfte des Vorkriegsgoldpreises für die betreffende Kohlenart. Also auch diese Form, bei der schließlich doch der Ausgabekurs mehrere Tage festlag, entsprach den unglaublich schnellen Bewegungen auf dem Devisen= und Warenmarkt vom August ab nicht mehr. Der Ausgabekurs mußte gleitend gestaltet werden, und hier hatte die Rhein=Main=Donau=A.=G. bereits im April ein vortreffliches Beispiel gegeben, indem sie bestimmte, daß der Zeichnungskurs jeden Tages sich nach dem Dollarstand des Tages vor der Zeichnung richten sollte. Ahnlich verfuhr man nunmehr bei den Goldanleihen und bei Roggenanleihen, also bei solchen Anleihen, wo täglich oder annähernd täglich Preisnotierungen für den Faktor veröffentlicht wurden. Schwieriger war es natürlich bei anderen Anleihen, wie z. B. Holzanleihen, bei denen die Notierungen nur in großen Abständen herauskommen. Zedoch wußte man sich auch hier zu helsen, indem man einen Goldmark- bzw. Dollargrundpreis festsetzte, der täglich über ben Berliner Dollarkurs in Papiermark umzurechnen war, so daß auch hier die täglichen Geldwertänderungen berücksichtigt wurden. Von der Ausgabe größerer Kohlenanleihen wurde in der kritischen Periode des weiteren Absinkens des Geldwertes anscheinend abgesehen.

Aber auch bei dieser Form kam es noch zu großen Schädigungen des Anleiheschuldners. Am bekanntesten sind wohl die Borgänge bei der Reichsgoldanleihe geworden, wo die Spekulation in großem Stil an solchen Tagen, an denen der Dollar erheblich gestiegen war, zum niedrigeren Kurse des Bortages zeichnete und dann die zugeteilten Stücke sosort wieder veräußerte zu einem Kurse, der sich bei der derzeitigen Jagd nach wertbeständigen Anlagen dem Kurs desselben Tages näherte, wenn er ihn wegen dieser spekulativen Machenschaften auch nicht erreichte. Soweit nicht die eingehenden Beträge wie beim Keich in den bodenlosen Abgrund der Desizitwirtschaft einströmten, sondern

soweit die eingehenden Beträge vom Anleiheschuldner in wertbeständige Anlagen bzw. Zwischenanlagen umgewandelt werden sollten, ergab sich natürlich bei der Bahl bes Vortagskurses, daß die auf Grund des Dollarfurses des gleichen oder gar erst des folgenden Tages zu erwerbenden Berte ihrem Goldwert nach hinter dem Bert der hingegebenen Anleihe zurücklieben. Man mußte den Kurs des Vortages verlassen und wählte den Kurs des Tages der Zeichnung, und zwar noch mit der Begrenzung, daß nur bis 12 Uhr eingehende Zeichnungen, wo also eine Wiedereindedung noch am gleichen Tage möglich war, zum Kurs desselben Tages gezeichnet werden konnten, während später eingehende Zeichnungen zum Kurs bes folgenden Tages berechnet wurden, so z. B. Danzig, Hamburg, Lübeck. Es berührt erstaunlich, wenn etwa zur gleichen Zeit eine Anleihe wie die 6 %ige Beizenanleihe der Stadt Apolda herauskommt, bei welcher nicht der Kurs vom Tage der Zeich= nung, nicht der Kurs vom Bortag, sondern der Rurs vom zweiten Werktag vor dem Zeichnungstag zugrunde gelegt wird. Daß hierdurch ein außerordentlicher Anreiz zur Zeichnung gegeben wird, ist zweifellos; aber gleichzeitig geht die betreffende Stadt ein Risiko ein hinsichtlich des einkommenden Wertes des Anleiheerlöses, das mit einer gesunden Finanzführung kaum vereinbar ist.

Die unentwertete Hereinbringung des Anleihebetrages war durch die Form, welche Danzig, Hamburg und Lübed mählten, allerdings gesichert; aber es kam eine Zeit, etwa von Anfang November ab, wo es völlig in Frage gestellt war, ob man für den eingehenden Betrag auch wieder wertbeständige Zwischenanlagen erwerben könnte, bzw. wo diese Zwischenanlagen in Gold völlig überwertet waren. Die Geldentwertung, welche selbst erst das Entstehen der wertbeständigen Unleihen verursacht hatte, begann durch ihr rasendes Tempo die Ausnutung dieses Kreditmittels wieder unmöglich zu machen. Die wenigen größeren Anleihen, welche damals noch zur allgemeinen Zeichnung auflagen, z. B. die Hamburger Anleihe und die Lübecker Schwedenkronenanleihe, wurden für Papiermarkeinzahlung geschlossen und blieben nur für Deviseneinzahlung offen. Rach der gegen Ende November erfolgten Stabilisierung des deutschen Geldwesens verminderten sich diese Schwierigkeiten, da nicht mehr mit der Entwertung der eingehenden Beträge in gleichem Maße wie bisher gerechnet werden brauchte, und da gleich= zeitig von den Banken ein Beg geschaffen wurde, Gelber zeitweilig geschützt gegen Entwertung anzulegen.

Wenn am Anfang des Jahres 1924 an einzelnen Stellen nachgeprüft wurde, was durch die Anleihe an goldwertigen Anlagen hereingebracht wurde, dann wird an mancher Stelle festgestellt sein, daß die Anleihe fehr teuer war. Allerdings konnte auch an einzelnen Stellen festgestellt werden, daß die Anleihe im Bergleich zu den damit geschaffenen oder erworbenen Werten billig war. Nun muffen wir an diefer Stelle noch ein weiteres modifizierendes Moment anführen, durch welches das Unleiheergebnis in den verschiedensten Fällen zwar nicht geändert wird, wohl aber in ein anderes Licht gerückt wird. Dieses Moment ist der Laviermarkfredit, durch welchen bekanntlich in den letten Jahren die Ergebnisse wirtschaftlicher Tätigkeit sehr stark beeinflußt wurden. Es ift einer Anzahl von Stellen, welche wertbeständige Anleihen herausgaben, gelungen, im hinblid auf den erwarteten Anleiheerlös Papier= marktredite in großem Umfange zu bekommen, so daß sie tatsächlich schon vor dem Einzahlungstermin über einen Teil verfügen konnten. Andererseits war auch eine Reihe von Anleihen dazu bestimmt, zur Abbedung von größeren schwebenden Papiermartschulden zu bienen, mit denen die geplanten Bauten in mehr oder minder großem Umfang bereits vollendet waren, so daß bei einem Vergleich einer Anleihe mit dem insgesamt realisierten Objekt das Urteil über die Anleihe ein anderes werden kann. Immerhin ist zu bedenken, daß es sich gerade bei einem Teil der "teueren Anleihen" um sehr große Summen handelte, die nicht leicht aufzubringen waren, und daß, je mehr bas Jahr vorschritt, der Papiermarkkredit an Umfang verlor. Es find auch Fälle vorge= kommen, wo die Gemeinde, welche eine Anleihe ausgab, dank geeigneter Anleihevertragsbedingungen zum unfreiwilligen Kreditgeber in Papier= mark für eine längere Frist geworden ist 1 und badurch um einen großen Teil des Anleiheerlöses gebracht wurde. Man wird verstehen, daß in diesen wie auch in manchen anderen Fällen die Erinnerung an diesenigen Banken, welche zum Teil die kritischen Bedingungen durchgesett haben, und welche irrtumlich für den durchaus sachkundigen Berater gehalten wurden, etwas getrübt ift.

III. Die Banken als Vermittler langfriftigen wertbeständigen Rredits.

Die Form, daß Gemeinden oder Gemeindeverbände nicht selbst Anleihen herausbrachten, sondern daß sie langfriftigen Aredit von

^{1 3.} B. Bernburg, siehe Industrie- und Handelszeitung Nr. 173 v. 28. Juli 1923.

Bankinstituten erhielten, welche dann ihrerseits durch Ausgabe geeigneter Anleihepapiere die erforderlichen Mittel beschafften, hat schon vor dem Ariege eine große Rolle, besonders für die Areditbedürfnisse kleinerer Gemeinden gespielt 1; hauptsächlich Landesbanken und Hypothekenbanken wirkten in dieser Richtung. Bei den wertbeständigen Anleihen hat diese Form der mittelbaren Kreditbeschaffung eine erhebliche Kolle gespielt, zunächst schon beshalb, weil die Leiter verschiedener Landesbanken besser die Situation auf dem Geldmarkt überschauten als der normale Finanzbezernent und deshalb auch eher geneigt waren, neue Wege einzuschlagen, welche die Lage auf dem Kapitalmarkt erforderte. Insbesondere war ja die staatliche Areditanstalt Oldenburg unter ihrem verdienstvollen derzeitigen Leiter Oberfinanzrat Stein bahnbrechend für die Durchsetzung der wertbeständigen Anleihen gewesen, und es ist der intensiven Arbeit dieser Anstalt gelungen, den ganzen langfriftigen Rreditbedarf des Landes wie auch der Gemeinden sowie den Realfreditbedarf Oldenburgs zu befriedigen, so daß andere oldenburgische Anleihen nicht herausgebracht sind. Unter den übrigen Landesbanken seien besonders die Landesbank Westfalen und die schleswig-holsteinische Landesbank genannt. Als Kreditgeber für Gemeinden und Gemeinde= verbände traten auch die Roggenrentenbank in Berlin sowie die Landes= freditanstalt Hannover auf, diese beiden jedoch unter gleichen Be= dingungen bezüglich der dinglichen Sicherheiten, wie fie für den Kredit an private Rreditnehmer gefordert wurden. Später folgte dann als Spezialbank die Süddeutsche Festwertbank, eine Gründung süddeutscher Sypothekenbanken, sowie die Gemeinschaftsgruppe deutscher Sypotheken= banken, eine Zusammenfassung hauptsächlich mitteldeutscher Hypothekenbanken, welche beide Goldschuldverschreibungen herausbrachten und Rredite an öffentlich-rechtliche Körperschaften oder unter Bürgschaft derselben, insbesondere zur Schaffung und zum Ausbau werbender Anlagen gaben. Die Deutsche Girozentrale und ihre Zweiganstalten, welche sich während bes größten Teils des Jahres begnügt hatten, Gemeinden und Gemeindeverbände bei der Herausbringung ihrer wertbeständigen Anleihen fachgemäß zu beraten und diese Anleihen zu vertreiben, brachten im Spätherbst die Deutsche Kommunalanleihe auf Gold-, Roggen- und Kohlenbasis heraus, wofür sie die Genehmigung

¹ Siehe Sartorius, Die Kosten ber kommunalen Kreditbeschaffung, Finanzarchiv 1921, S. 481ff.

bis zur Höhe von 200 Millionen Goldmark erhalten haben ¹. Auch mehrere einzelne Hypothekenbanken brachten etwa zu gleicher Zeit Kommunalschuldverschreibungen heraus.

Es sprachen wichtige sachliche Gründe dafür, nicht selbst wertbeständige Anleihen herauszubringen, sondern den Kredit solcher Bankinstitute Die Gründe lagen in der Zeit sinkenden Geldwertes weniger in der Absahmöglichkeit kleiner wertbeständiger Anleihen, sondern sie lagen einerseits im Kurs und andererseits in der Frage der vorher besprochenen spezifischen Kosten, durch welche der höhere Binsjat, welcher eventuell an das betreffende Kreditinstitut zu leisten war, zum Teil ohne Schwierigkeit auszugleichen war. Zunächst allerdings war äußerlich kein besonderer Unterschied vorhanden; die Landesbanken verkauften ihre Anleihestucke und führten den Erlös den kreditsuchenden Stellen zu. Aber hierbei hatten die Areditnehmer zumeist einen großen Borteil, nämlich fie erhielten von der Bank einen Zwischenkredit, so daß sie schon früher über das Geld verfügen konnten, und sie konnten den Gesamtbetrag sutzessive erhalten 2. Als für solche Zwischenkredite die Mittel der Banken nicht mehr ausreichten bzw. als diese Kredite sehr teuer wurden, bildete sich eine Form heraus, welche aus ganz anderen Gründen auch vorm Kriege schon eine Rolle gespielt hatte, nämlich die Areditnehmer erhielten die Anleihestücke in natura zur eigenen Verwertung. Wesentlich war hierbei, daß die betreffende Anleihe bereits an einer Börse notiert wurde, da durch das Vorhandensein eines Kurses der Abjatz auch für diejenigen Teile der Anleihe, welche etwa noch nicht an der Börse eingeführt waren, außerordentlich erleichtert wurde und der Kurs für solche Anleihen zum Teil erheblich besser war. Der Kredit= nehmer war nun des ganzen großen Kisikos der Umlegung des Anleihe= betrages in eine Zwischenanlage enthoben. Er veräußerte die ihm übergebenen Anleihestücke in dem Mage und zu dem Zeitpunkt, zu welchem er das Geld gebrauchte. Vorübergehende Schwankungen der Kurskonstellation betrafen ihn nur in dem Umfange, als er gerade einen kleinen Teil der Papiere in solchem Zeitpunkt veräußerte. Es war auch vielfach möglich, direkt Zahlungen in solchen Anleihestücken zu bewirken und dabei sogar günstigere Preise für die zu kaufenden Materialien bewilligt zu erhalten. Solche erschreckenden Schläge, wie

¹ Ministerialblatt für die Preußische Innere Berwaltung, Jahrg. 1924, Nr. 3, S. 51.

² Nach verschiedenen persönlichen Mitteilungen.

sie bei Ausgabe eigener Anleihen erlitten sind, sind bei der Ausnutzung des Kredits einer geeigneten Bank anscheinend nicht vorgekommen.

In ein neues Stadium trat die Frage der mittelbaren Kreditbeschaffung für die öffentlichen Körperschaften nach der im November 1923 erfolgten Stabilifierung. Wie weiter unten barzulegen sein wird, wurde es unmöglich, die bisherige Festsetzung der Emissionskurse aufrechtzuerhalten; beispielsweise war es völlig unmöglich, zum jeweiligen Roggenpreis etwa von Dezember ab noch neue Roggenwertanleihen unterzubringen, man hätte schließlich auf 50-60 % dieses Preises herunter= gehen muffen, und die ausdrudliche Benennung eines solchen Emissions= kurses ist zweifellos fatal. Es war in diesem Falle erheblich angenehmer, an einen vorhandenen Börsenkurs für eine gleiche Anleihe anknüpfen zu können, was bei den genannten Bankinstituten insofern gegeben war, als die in Frage stehenden Anleihen bereits an der Börse notiert wurden. Es tam hinzu, daß nach der Stabilifierung für den Anleiheschuldner ein neues Risito aufgetaucht war, das man als "Börsenkursrisiko" bezeichnen kann. Die Kurse stehen weit unter Pari, die Kursbewegung für die nächsten Wochen erscheint sehr schwer im voraus bestimmbar, die Möglichkeiten für Kursbewegungen sind zweisellos recht groß. Es ist in solchem Kalle zweifellos vorsichtiger, die Anleihebeträge jeweils nach eigenem Bedarf zu veräußern, anftatt einen größeren Unleihebetrag, der die Bedürfnisse eines längeren Zeitraums beden soll, auf einmal zum Berkauf zu stellen; der erste Weg erscheint bei der Ausgabe einer eigenen neuen Anleihe kaum gangbar, da der Absatz im geeigneten Moment zweifelhaft ist, während der jeweilige Absat erheblich besser gesichert ist, wenn es sich hierbei um kleinere Teilbeträge einer großen, bereits börsengängigen Anleihe handelt. Außerdem erscheint die Wahrscheinlich= keit, zu einem niedrigen Kurse Anleihebeträge zwecks Tilgung der Schuld zurückaufen zu können, größer im Falle der mittelbaren Kreditbeschaffung, weil die Umfage in einem solchen Papier entsprechend der Größe der gesamten Anleihe größer zu sein pflegen als bei einer kleineren Anleihe einer einzelnen Gemeinde und daher Rückfäufe einzelner Schuldner den Rurs weniger beeinfluffen. Gegenüber den genannten Borteilen sind selbstverständlich die Verwaltungskostenbeiträge bzw. die Risikoprämie, welche das in Frage stehende Kreditinstitut fordert, zu berücklichtigen; ein Vergleich mit den verschiedenen Kostenbeträgen, welche die Verwaltung einer eigenen Anleihe einer öffentlichen Körperschaft bringen würde, läßt sich heute noch nicht geben, ganz besonders

nicht in Hinblick auf die Kosten, welche durch die kleine Stückelung der Anleihen hervorgerufen werden.

Wir hatten oben festgestellt, daß einer wertbeständigen Anleihe wertbeständige Einnahmen entsprechen sollen. Im Falle der hier behandelten mittelbaren Kreditbeschaffung ist die Anleihe des Kredit= instituts zunächst gebeckt durch gleichartige Forderungen gegen diejenigen Stellen, welche den entsprechenden Kredit der Bank in Anspruch nehmen, nämlich in der Hauptsache gegen landwirtschaftliche Areditnehmer und gegen öffentliche Körperschaften. Man könnte nun die Frage aufwerfen, ob im Falle dieses mittelbaren Rredits die Deckung für die Schuldverpflichtungen der öffentlichen Körperschaften auch in gleicher Weise gegeben ist wie im Falle eigener Anleihen derselben, was wir oben vorwiegend untersucht haben, oder ob in diesem Falle etwa die Kredit= würdigkeit der in Frage stehenden öffentlichen Körperschaften weniger scharf geprüft ist. Man kann hierauf antworten, daß die Wahrscheinlich= keit dafür spricht, daß die Kreditwürdigkeit mit ebenso strengen Maß= stäben geprüft ist. Einerseits spricht dafür, daß die Kreditinstitute aus eigenem Interesse darauf angewiesen sind, eine scharfe Brüfung ihrer Anleiheschuldner vorzunehmen, andererseits spricht dafür, daß auch solche Anleihen der Genehmigung bedürfen, und daß eine gewisse Gleichartigkeit der Gesichtspunkte, unter welchen die Genehmigung er= teilt wird, sich bei den verschiedenen Genehmigungsinstanzen innerhalb eines Landes auszubilden pflegt 1.

IV. Die Unterbringung und Rursgestaltung der wertbeständigen Unleihen.

Als die ersten wertbeständigen Anleihen an den Markt kamen, waren sie eine völlig neue Erscheinung. Man könnte daher denken, daß sie sich nur langsam und mit Mühe ihr Absahseld erobert hätten. Aber tatsächlich ging es ganz anders vor sich. Als kurz nacheinander die oldensburgischen Roggenanweisungen, die Roggenrentenbriese und die mecklensburgische Roggenwertanleihe an den Markt kamen, war durch geeignete Diskussion der ganzen Frage in den Tageszeitungen, Fachschriften und in landwirtschaftlichen Berbänden der Boden so vortrefslich vorbereitet, daß diese Papiere glatt untergebracht wurden. Sie kamen auch anscheinend gleich in die richtige Hand, d. h. sie wurden nicht zu Spekulationszwecken, sondern zu Anlagezwecken übernommen, wenigstens ist dies

4

¹ Rach persönlichen Mitteilungen. Schriften 166 III.

daraus zu schließen, daß die Umfätze in diesen Lapieren in den ersten Monaten nach der Ausgabe nur gering waren 1. Anders war der Borgang bei den bald danach herauskommenden Kohlenanleihen. Zwar wurden diese auch glatt abgesett, aber besonders die Badenwerk-Anleihe scheint start in die Bande der Spekulation gekommen zu sein, welche in der Zeit der Markstabilisierung Februar bis April mit einem dringenden Angebot an den Markt kam, so daß der Kurs zeitweilig erheblichen Schwankungen unterworfen war 1, und so daß die weiteren Kohlenanleihen, nämlich die Breslauer, die Spandauer und die westfälische, schleppend abgingen. Man kann diesen Stellen allerdings auch nicht den Vorwurf ersparen, daß sie ihre Propaganda vor allem nur in den Banken betrieben, und daß sie in ihren Lublikationen wesentliche Momente, welche für die Beurteilung der Anleihen wichtig waren, nicht zur Geltung brachten 2. Die Goldanleihen der Rhein-Main-Donau-A.=G. wie auch der Neckar=A.=G., welche der erstgenannten bald folgte, also die ersten normalen Anleihen auf Goldwertbasis³, wurden ebenfalls glatt untergebracht, wobei die vorzügliche Propaganda mitgewirkt haben mag; hierbei ist besonders zu erwähnen, daß die Zeichnung der Rhein-Main-Donau-A.-G.-Goldanleihe noch in die Zeit der Markstabilisierung fiel.

Im Laufe des Sommers war die Aufnahme zum Teil stürmisch, zum Teil ruhig. Stürmisch war die Aufnahme in all den Fällen, wo die Emissionskurse infolge der gewählten Form ihrer Berechnung weit unter Pari lagen; am auffälligsten wohl bei der Berliner Roggenwertanleihe, bei der von 100 sacher Überzeichnung gesprochen wird. Im übrigen wurden die Anleihen gut untergebracht, wenigstens ist über Anleihemißersolge nichts bekannt geworden; auch kleinere Anleihen wurden ersolgreich untergebracht. Die Reichsgoldanleihe brachte in den ersten vier Wochen der Zeichnung 75 Millionen Goldmark 4, wodurch die Höchstgrenze von 500 Millionen Goldmark noch nicht annähernd erreicht war. Erst im weiteren Ablauf der Gelbentwertung, als die Goldanleihe sich als wertbeständiges Ersatzgeld einbürgerte bzw. als Deckung für Notgeld

¹ Nach Mitteilungen verschiedener Banken.

² Bgl. Auffat bes Berfassers: Die Kommunen als Weder bes Sparsinns, Dtsch. Allg. Ztg. Nr. 234/35, 25. Mai 1923.

³ Wegen der deutschen Dollarschatzanweisungsanleihe, für welche infolge des Zwangs zur Einzahlung in Devisen besondere Verhältnisse bestanden, siehe unten.

⁴ Borwärts Nr. 433 vom 16. November 1923.

bestimmt wurde, wurde die Nachstage stürmisch, ohne daß ihr in auszeichendem Maße entsprochen werden konnte. In den letzten Wochen der Markkatastrophe wird das wenige Material an wertbeständigen Anleihen, das noch gegen Papiermarkeinzahlung ausgegeben wird, schon bei der Ausgabe vielsach weit über Kurs abgenommen. Nach der im November 1923 ersolgten Markstadilisierung hingegen wurde die Unterbringung von neuen Anleihen sehr schwierig, wenn man nicht sagen will: auf Wochen zunächst aussichtslos.

Schwierig war die Lage in den Fällen, wo Ginzahlung in Devisen verlangt wurde, in der Hauptsache also bei der deutschen Dollarschatanweisungsanleihe. Das erste Zeichnungsergebnis derselben belief sich auf $12\frac{1}{2}$ Millionen Dollar², erreichte also bei weitem nicht die 200 Millionen Goldmark, die das Reich verlangte, von denen die Banken die Hälfte fest übernommen hatten. Durch geeignete Einwirkung auf devisenbesitzende Kreise wurde erst allmählich die ganze Anleihe untergebracht. Bei der Hamburger Pfundanleihe wurde später, als die Zeichnung gegen Papiermark gesperrt war, zeitweilig ein großer Erfolg hinsichtlich Zeichnung gegen Devisen erzielt. Jedoch beruht bieser Erfolg durchaus darauf, daß dadurch den Devisenbesitzern eine bessere Berwertung ihrer Devisenin der Zeit der Niedrighaltung der nominellen Devisenkurse ermöglicht wurde; man zeichnete Hamburger Pfundanleihe gegen Devisen und veräußerte die Pfundanleihe sodann gegen Papiermark, und zwar zu einem Kurs, der sich dem Weltmarktkurs fürs Pfund annäherte und den amtlichen deutschen Kurs weit überstieg 3.

Im Ausland haben die deutschen wertbeständigen Anleihen nur schwache Aufnahme gesunden. Wenn vorher einige Papiermarkanleihen im Ausland gezeichnet wurden, dann war das für die ausländischen Zeichner eine Spekulation in der deutschen Mark. Bei den wertbeständisgen Anleihen, die bei einem eventuellen Steigen des Wertes der deutschen Mark voraussichtlich sinken mußten, lag dieses spekulative Interesse nicht vor. Hinzu kam, daß der Zinssat von 5—6%, mit welchem die wertbeständigen Anleihen ausgestattet waren, viel zu niedrig war, um dem Ausland einen Anreiz zu bieten. Es ist ja nur zu bedenken, daß auf ausländischen Kapitalmärkten ganz erstklassige Anlagepapiere mit

¹ Nach vielfachen persönlichen Mitteilungen.

² Deutsche Allg. Zeitung, Reichsausg. Nr. 178 vom 19. April 1923.

³ Staatsrat Lippmann auf der Hamburger Tagung des Bereins für Kommunalwirtschaft und Kommunalpolitik, 13. Dezember 1923.

höherer Berzinsung vorhanden sind, welche kaum den Paristand erreichen 1. Den größten Ersolg hinsichtlich der Hereinbringung außzländischer Zeichnungen hat nach allgemeiner Ansicht Hamburg bei seiner Pfundanleihe gehabt; jedoch sollen auch diese Zeichnungen, wie Staatkrat Lippmann auf der Hamburger Tagung des Bereins für Kommunalwirtschaft und Kommunalpolitik mitteilte, zum großen Teil von solchen Leuten stammen, welche in persönlicher Beziehung zu Hamburg stehen.

Gehen wir nunmehr zu der Frage über, wie sich der Kurs der werts beständigen Anleihen in der bisherigen Zeit gestaltet hat. Eine einsache Darstellung der Kurse einzelner Anleihen in Papiermark vermag uns keinen irgendwelchen Aufschluß zu geben, da durch die Geldentwertung ständig wechselnde Ziffern erscheinen, deren Bedeutung nicht ohne weiteres erkannt werden kann. Durch geeignete Bearbeitung müssen die Ziffern erst für das Berständnis aufgeschlossen werden. Im nachsfolgenden soll zunächst die Bearbeitung durch das Statistische Keichsamt zugrunde gelegt werden.

Das Statistische Reichsamt stellt die Kurse der wertbeständigen Ansleihen in der Weise dar, daß die einzelnen Tageskurse mit dem jeweiligen Dollarstand auf Goldmark gebracht und diese mit dem Jahresdurchschnittspreis 1913 des der Anleihe zugrunde liegenden Sachwertes verglichen wurden. Danach läßt sich die Kursbewegung in Goldprozenten des Vorkriegswertes des zugrunde liegenden Faktors darstellen, und es erzgeben sich dann folgende Tabellen³: (siehe Seite 53).

Zunächst einige kritische Bemerkungen: Es fehlen die zwei wichtigsten Goldanleihen, nämlich die Dollarschaßanweisungsanleihe und die Goldanleihe des Deutschen Reichs, und zwar mit Recht. Denn in beiden Papieren hat eine freie Kursbildung nicht stattsinden können, da sie einen Zwangskurs erhielten, und ferner haben sie zum Teil überhaupt den Charakter der Anleihe versoren, indem sie als Ersaßgeld benußt wurden. Immerhin wird vergleichsweise an geeigneten Stellen auf ihre Kursbewegung einzugehen sein. Über ihre Kursbewegung kann

 $^{^1}$ Direktor der Deutschen Girozentrale Stadtrat a. D. Jursch verlangte auf der Hamburger Tagung des Bereins für Kommunalwirtschaft und Kommunalspolitik $7-8\,^0\!/_{\rm o}$ ige Berzinsung, um überhaupt irgendwelche Teile der Anleihen im Ausland unterbringen zu können.

² Wirtschaft und Statistif 1924, S. 90ff.

³ Wirtschaft und Statistik 1924, S. 92.

Roggenwertanleihen März 1923 bis Januar 1924. (Vorfriegsgoldwert 1 = 100.) Tabelle 1. Kursbewegung der

100,84 79,12 81,86 151,71 65,51 89,36 88,26 295,71 90,32 74,98 82,40 162,49 74,73 — — — — — 147,52 54,86 80,85 73,65 220,14 — — — 164,55 58,57 87,28 80,12 243,07 — — — — 57,26 87,77 85,43 248,64
74,98 82,40 162,49 74,73 -
1 11
1

1 Roggenvorkriegspreis 8,22 Mt. (50 kg)

Rursbewegung von Festwertanleihen. (Borkriegsgoldwert = 100.)

Tabelle 2.

(n : 4	Vorkriegs=		1924			
Bezeichnung	goldwert Ma rt	Sept.	Đŧt.	Nov.	Dez.	Januar
a) Gold und Dollar				1		
5% ige Preußische Boden= fredit=Komm 5% ige Frankfurter Pfand=	2,79		87,81	259,79	62,56	56,12
hriefbank	2,79		_	-	65,99	60,61
5% ige Meininger Hypothe= tenbank	2,79	_			60,93	58,24
5% ige Berliner Hypotheken=	2,79		_	_	66,47	65,62
5% ige Nordbeutsche Grund= freditbank	2,79			_	68,26	61,99
5% ige Schlesische Bodenkres bitbank	2,79		_	_	71,36	61,91
5% ige Westdeutsche Boden= treditbant	2,79	_	_	<u> </u>	66,64	62,56
5% ige Leipziger Hypotheken= bank	2,79	_	_	_	68,91	63,71
5% ige Preußische Zentral= bodenkredit	1,00	_		-	63,60	63,73
6 % ige Zuckerkreditbank 5 % ige Rhein=Main=Donau.	4,20 4,20	_		<u> </u>	98,91 77.09	76,95 61,64
5% ige Nectar	4,20				51,69	55,53
Durchschnitt	_	_	87,81	259,79	68,53	62,38

Kursbewegung von Festwert anleihen. (Vorkriegsgoldwert = 100.)

Tabelle 3.

Vorkriegs=		1924			
Mark	Sept.	Oft.	Nov. Dez.		Januar
12,00 2,50 13,75 2,20 2,20 17,10 14,25 13,70	178,44 194,80 177,93 203,71 233,11 —	165,61 126,57 149,78 133,15 130,03 74,39 100,78	646,87 686,36 538,02 670,88 733,14 281,44 545,66 375,37	162,61 127,64 136,20 157,27 160,86 74,85 120,10 86,26	107,77 126,65 97,39 117,87 119,63 70,84 93,33 58,84 99,04
	12,00 2,50 13,75 2,20 2,20 17,10 14,25	12,00 178,44 2,50 194,80 13,75 177,93 2,20 203,71 2,20 233,11 17,10 14,25 —	golbwert Mark Sept. Oft. 12,00 178,44 165,61 2,50 194,80 126,57 13,75 177,93 149,78 2,20 203,71 133,15 2,20 233,11 130,03 17,10 — 74,39 14,25 — 100,78 13,70 — 1	golbwert Mark Sept. Oft. Nov. 12,00 178,44 165,61 646,87 2,50 194,80 126,57 686,36 13,75 177,93 149,78 538,02 2,20 203,71 133,15 670,88 2,20 233,11 130,03 733,14 17,10 — 74,39 281,44 14,25 — 100,78 545,66 13,70 — 375,37	golbwert Mark Sept. Oft. Nov. Dez. 12,00 178,44 165,61 646,87 162,61 2,50 194,80 126,57 686,36 127,64 13,75 177,93 149,78 538,02 136,20 2,20 203,71 133,15 670,88 157,27 2,20 233,11 130,03 733,14 160,86 17,10 — 74,39 281,44 74,85 14,25 — 100,78 545,66 120,10 13,70 — 375,37 86,26

(Borkriegsgoldwert = 100.) Tabelle 4.

	Vorkriegs=		1924			
Bezeichnung	goldwert Mark	Sept.	Oft.	Nov.	Dez.	Januar
c) Kali 5%ige Preußen	6,20	80,61	85,80	277,57	87,61	53,26

Kursbewegung von Festwertanleihen. Tabelle 5.

Monatsdurchschnitt	Roggen	Golb	Rohle	Rali	Durch= schnitt	Zahl der Papiere
1923 März April Mai Juni Juli Juli August September Ottober	91,37 95,58 77,05 82,13 155,64 63,53 87,54 77,50		 197,60 125,76	 80,61 85,80	91,37 95,58 77,05 82,13 155,64 63,53 126,35 104,00	1 2 2 2 2 5 6 14 21
November	258,26 76,65 58,63	259,79 68,53 62,38	559,72 128,22 99,04	277,57 87,61 53,26	359,62 85,97 68,72	24 35 36

hier so viel gesagt werden, daß beide Papiere nach anfänglichen Schwanskungen bald die Dollarparität erreichten, daß die Dollarschaßanweisungen diese Parität überstiegen und einen Zwangskurs wenige Punkte über Dollarparität erhielten, daß aber das Angebot nur ganz gering war und regelmäßig bis Ende Februar hinter der Nachstrage zurücklieb. Die Goldanleihe wurde nach Erreichung der Dollarparität auf diesem Kurs sestgehalten, das Angebot blieb vielsach hinter der Nachstrage zurück, doch war es ausreichend, um größere Umsäße zu ermöglichen.

Wir sehen aus den ersten vier Tabellen, daß von Monat zu Monat eine wachsende Zahl von Anleihen der Durchschnittsberechnung zusgrunde gelegt wird. Es besteht danach die Gesahr, daß durch das Hinzustommen neuer Anleihen das Bild der Kursentwicklung in den Durchsschnittszahlen verschoben wird. Wir müssen sesstellen, daß bei den Roggenanleihen der Durchschnitt der Monate Rovember 1923 bis Januar 1924 um einige Prozent niedriger erscheint infolge Hinzukommens

ber Aur= und Neumärkischen Roggenpfandbriese und der Kommunalschuldverschreibungen der Preußischen Zentralbodenkredit=A.=G.; das gleiche Bild auch hinsichtlich der Kohlenanleihen, bei denen die Durchschnittszisser durch Hinzukommen der Breslauer und Ostpreußen=Anleihe in den späteren Wonaten zu niedrig erscheint. Der Gesamtscharakter der Kursbewegung wird in beiden Fällen jedoch nicht geändert.

Wir müssen nun einen wichtigen Punkt beachten. Die obigen Tabellen berücksichtigen die Relation der jeweiligen Kurse zum Friedens= preis des Faktors. Dies ermöglicht uns zweifellos, einige wichtige Schluffe zu ziehen, aber ohne Berudfichtigung diefer Relation immer nur über Beränderungen des Goldwertes der Anleihen von einem Monat zum andern; z. B. können wir sagen, daß im Monat Juli die Kurse in Goldprozent höher waren als im Monat April. Wir können im übrigen sagen, der Rurs der Roggenpapiere ist im Monat Juni 82,13 % bes Vorkriegsgoldpreises des Roggens. Aber wir sagen damit nicht etwa dasselbe, wie wenn man vor dem Kriege sagte, daß eine Obligation 82,13 % stand. Damals bedeutete es, daß der gegenwärtige Kursstand 82,13 % berjenigen Summe ausmachte, auf welche das betreffende Papier lautete, und deren Höhe auch die Höhe der sämtlichen durch dieses Papier verbrieften Verpflichtungen bestimmte. Eine solche festbestimmbare Summe gibt es ja aber bei den wert= beständigen Anleihen nicht, sie lauten ja beispielsweise auf den Geld= wert von einem Zentner Roggen, und der Geldwert des Zentners Roggen bestimmt ja auch die Höhe der sämtlichen durch das Lavier verbrieften Berpflichtungen. Dadurch entsteht die Frage: Mit welchem Wert des Zentners Roggen sollen wir den Kursstand einer solchen Anleihe vergleichen? Welcher Wert des Roggens oder, praktisch ausgedrudt, welcher Preis des Zentners Roggen spielt für die Bewertung des Papiers dieselbe Rolle wie die genannte feste Summe? Etwa der im Augenblick der Bewertung des Papiers geltende Roggenpreis? An sich beeinflußt er direkt höchstens nur die Sohe der nächsten Binszahlungen und eventuell nächsten Tilgungsbeträge, nicht aber die späteren Zinszahlungen und Tilgungsbeträge; aber es ist eine bekannte psychologische Tatsache, daß ein gegenwärtig herrschender Zustand, also auch ein gegenwärtiger Preis, sehr stark barauf einwirkt, was man in ber Zukunft erwartet. Andererseits spielt ja aber in unserer Zeit stark schwankender Verhältnisse der Vorkriegspreis als der ruhende Vol in der Preiserscheinungen Flucht eine große Rolle für die Erwartungen, welche hinsichtlich der zukünftigen Preisentwicklung gehegt werden. Aber schließlich existiert offensichtlich bei verschiedenen Gütern auch die Meinung, daß infolge irgendwelcher Vorkommnisse der Vorkriegspreis für die Zukunft zu hoch oder zu niedrig ist; solche Modisizierungen hinsichtlich der Einschätzungen des Vorkriegspreises müßten möglichst berücksichtigt werden. Wir können uns danach nicht einsach mit der Relation zum Vorkriegspreis, wie sie in der obigen Tabelle ausgedrückt ist, begnügen. Wir müssen vielmehr versuchen, sestzustellen, wie sich der Kursstand der wertbeständigen Anleihen zum jeweiligen Preis des Faktors verhält, und mit welchen Modisizierungen gegenüber dem Vorkriegsstand hinsichtlich der Preisentwicklung gerechnet wird.

Nun finden wir die Lage glücklicherweise sehr einsach bei den Goldanleihen. Der Borkriegsstand von 10/42 U.-S.-Dollar war gleich einer Goldmark, und wir definieren ja auch heute wieder eine Goldmark gleich 10/42 U.-S.-Dollar, so daß eine Differenz zwischen dem Borkriegspreis des Dollars und jeweiligem Preis nicht besteht. Da der Preis des Feingoldes in Dollars nur unwesentlichen Schwankungen unterworsen ist, gilt praktisch dasselbe vom Feingold. Für die Goldanleihen können wir demnach sagen, daß der in obiger Tabelle sür den Kursangegebene Prozentsat tatsächlich ganz allgemein den Prozentsat von der Summe angibt, auf welchen das Anleihestück lautet.

Schwieriger wird die Frage bei den Roggenanleihen. Wir führten oben bereits aus, daß der tatsächliche Preis des Zentners Roggen im Jahre 1923 erhebliche Schwankungen durchgemacht hat. Zum Bersgleich der Rursbewegung der Roggenwertanleihen mit dem tatsächlichen Roggenpreis sollen nun in nachfolgender Tabelle den durch Bergleich mit dem Borkriegswert in Goldprozent errechneten Kursziffern der wertbeständigen Anleihen die ebenso errechneten Preisziffern für den märkischen Roggen gegenübergestellt werden und danach die Prozentziffern errechnet werden, welche das Berhältnis der Kurshöhe der Ansleihen zur jeweiligen Preishöhe des Zentners Roggen angeben:

Siehe Tabelle 6.

Diese Ziffern werden bei den folgenden Untersuchungen zu berücksichtigen sein. Ob außerdem hinsichtlich der Preiserwartungen für die Zukunft noch Modisizierungen gegenüber dem Vorkriegsstand vorzusnehmen sind, diese Frage ist zu verneinen; und zwar ist der Roggen ein Gut, für dessen Preis der Auslandspreis in hohem Maße bestimmend ist, und dieser Auslandspreis ist allerdings mit Ausnahme zeitweiliger

Tabelle 6.

Monat	Kursziffer der Roggen= anleihen im Berhält= niszum Vorfriegswert des Roggens	Märkischen Roagens	anleihen im Verbält=
1928 März Upril Mai Juni Juli	91,37 95,58 77,05 82,13 155,64	90,4 97,6 81,5 71,7 105,7	101,1 97,9 94,5 114,6 147,2
Auguft September	63,53 87,54 77,50 258,26 76,65	59,9 70,9 78,0 110,5 91,0	106,1 123,5 99,4 233,7 84,2
1924 Januar	58 ,6 3	85,2	6 8,8

Schwankungen höher als in der Vorkriegszeit. Jedoch wird diese Diffezenz durch Wegfall der deutschen Einfuhrzölle hinsichtlich der Wirkung auf den deutschen Preis aufgehoben.

Für die Kohlen= und Kalianleihen können wir eine gleiche Tabelle nicht aufstellen, denn wir können für Kohle und Kali einen brauchbaren Monatsdurchschnitt nicht berechnen, solange die Preise noch in Papiermark sestgeset waren. Insolge der Geldentwertung sanken z. B. die Kohlengoldmarkpreise während der Geltung eines gleichbleibenden Papiermarkpreises ganz enorm. Aber der niedrige Preis kann gar nicht berücklichtigt werden, da es nicht möglich war, nun auch tatsächlich auf dieser niedrigen Basis Käuse zu tätigen. Wir wollen statt der Ausstellung von Durchschnittszissern deshalb nur einige markante Zissern bezüglich der Kohlenpreise aufsuchen. Der Syndikatspreis für westsälische Fettslammnuß IV einschließlich Steuer, welcher beispielsweise der Badenwerk-Anleihe zugrunde gelegt ist, und dessen Vorkriegsgoldwert 13,75 Mt. betrug, erreichte solgende Zissern: 1. April 1923 wurde er auf zirka 30 Goldmark efestgeset, 16. Mai: zirka 18 G.-Mt., 25. Juni: zirka 25 G.-Mt., 17. Juli: zirka 30 G.-Mt., 20. August: zirka 45 G.-Mt.,

¹ Berechnet auf Grund ber Preisangaben für märkischen Roggen, Sondersbeilage der Deutschen Allg. Zeitung vom 1. Januar 1924, für Dezember 1923 und Januar 1924 auf Grund der täglichen Notierungen.

² Bis 17. September wird der Preis in einer Papiermarksumme, nachher in Goldmark vom Syndikat festgesetzt.

17. Sept.: 36,66 G.=Mf., 24. Sept.: 50,21 G.=Mf., 15. Oft.: 32,54 G.=Mf., 18. Dez.: 26,90 G.=Mf.

Stellen wir nun noch einigen von den in der Tabelle des Statistischen Reichsamts berücksichtigten Vorkriegskohlenpreisen, denen gegenüber die Kohlenanleihen im Januar 1924 einen Kursstand von 99,04 % aufwiesen, die im Januar 1924 geltenden Syndikatspreise gegenüber:

Tabelle 7.

Kohlenwert der Anleihe	Vorfriegsgoldwert für die Tonne	Goldmarkpreis Januar 1924 für die Tonne
5% ige Westfälische Provinz	12,00 2,50 13,75 17,10 14,25 13,70	20,60 5,45 26,90 25,80 28,00 18,80

Wir haben im Januar 1924 also wesentlich höhere Ziffern als den Vorkriegspreis. Wir müssen außerdem berücklichtigen, daß doch wohl auch für die Zukunft mit höheren Kohlenpreisen als vorm Kriege gerechnet wird schon im Hindlick auf den Preis für ausländische Kohle; so kostete Durham-Gaskohle im Sommer 1922, also unter verhältnismäßig normalen Umständen, an der deutschen Seeküste (Lübeck) zirka 60 % mehr, infolge der Ruhrbesetzung dann zeitweilig 150 % mehr, und dann weiterhin dis Ende Januar 1924 zirka 75 % mehr als vor dem Kriege 2.

Betrachten wir nun einmal die Zusammenhänge des Anleihekurses mit dem jeweiligen Preis des Faktors. Das Ziffernmaterial läßt den Schluß zu, daß solche Zusammenhänge offensichtlich bestehen. Ganz besonders deutlich wird das an den Kursen der Roggen- und Kohlen-anleihen der letten Monate beim Vergleich mit dem Kurs der Gold-anleihen, für welche ja ein Unterschied zwischen jeweiligem und Vorskriegspreis des Faktors nicht besteht. Während der Roggenpreis im Januar 1924 unter die Friedensparität sinkt, sinkt auch der Kursstand

¹ Ohne Berudsichtigung der Sächsischen Anleihen wegen der bei diesen vor-liegenden besonderen Berhältnisse.

² Nach persönlichen Aktenermitklungen. Für Kali sollen die entsprechenden Untersuchungen nicht angestellt werden, da sich insbesondere hinsichtlich der Preiserwartung keine irgendwie besriedigende Antwort geben läßt.

der Roggenwertanleihen in Prozent des Vorkriegspreises des Faktors unter den Stand der Goldanleihen; hingegen stehen die Kohlenanleihen in Prozent des Borkriegspreises des Faktors über dem Stand der Goldanleihen entsprechend dem höheren jeweiligen Preis des Faktors. Auch bei einzelnen Anleihen ist dies ersichtlich: unter den Kohlenanleihen stehen in Prozent des Vorkriegspreises des Faktors am niedrigsten die Breslauer und Ostpreußen-Anleihe, deren Faktoren gegenüber dem Vorkriegspreis erheblich geringere Steigerungen ausweisen als die Faktoren der übrigen Kohlenanleihen. Wir sehen jedoch andererseits, daß der jeweilige Preisstand des Faktors den Stand der Anleihen nicht unbedingt beherrscht; die Abweichungen der Kursbewegungen der Koggen= und Kohlenanleihen von der Kursbewegung der Goldanleihen entsprechen nicht in vollem Maße den Abweichungen des jeweiligen Preises des Faktors vom Vorkriegsgoldwert.

Suchen wir nun aus dem Ziffernmaterial selbst weitere Schlüsse zu ziehen. Wir sehen zunächst auf Grund der Tabelle des Statistischen Reichsamts folgende allgemeine Bewegung: Im März/April wird die Parität fast erreicht. Nach kleinen Rückschlägen in den Monaten Mai und Juni wird im Juli erstmalig ein Höhepunkt erreicht. Nach neuen Rudichlägen im August, September und Oktober wird im November eine fabelhafte Kurshöhe erreicht, nach der jedoch im Dezember und Januar ein scharfer Kursabstieg einsett bis weit unter das Niveau der Frühjahrsmonate. Das Ziffernmaterial ist insofern unvollständig, als für die ersten Monate nur die Bewegung der Roggenpapiere zugrunde gelegt ist. Aber wir können es in einigen Bunkten ergänzen. Im April wurde die Rhein-Main-Donau-Goldanleihe zu 95 % ausgegeben, dieselbe wurde sodann im Freiverkehr gehandelt, und zwar zunächst mit einem Abschlag gegenüber der Dollarparität. Im Juli wurde die Parität überschritten, im August sette wieder ein Rückschlag ein. Wir haben also die gleiche Bewegung wie bei Roggenanleihen. Bei den Kohlenanleihen lassen sich für die Badenwerk-Anleihe einige frühere Ziffern geben, nämlich: Im April war der Kurs etwa $100\,\%$ des Vorkriegsgoldpreises der zugrunde gelegten Kohlenart 1, im Juli überschritt der Freiverkehrswert 200 %, ging im August sodann wieder etwas zurud; die folgenden Monate sind in der Tabelle enthalten; also auch hier eine ähnliche Bewegung, insbesondere hinsichtlich der

¹ Nach eigenen Feststellungen.

Kurshöhe im Juli. Berücksichtigen wir nun außer dem Verhältnis zum Preis des Faktors. Für die Goldanleihen ergibt sich, wie ausgeführt, keine Anderung. Für die Roggenanleihen zeigt unsere Tabelle, welche den jeweiligen Preis des Roggens berücksichtigt, fast genau dasselbe Bild wie beim Vergleich mit dem Vorkriegswert, nur mit dem Unterschied, daß fast alle Schwankungen an Stärke verlieren, unter anderem, daß der Absturz für Januar 1924 nicht so schroff wird wie aus der Tabelle I. Hinsichtlich der Kohlenanleihen sehen wir, daß die Kursziffern der Tabelle mit Ausnahme des Novembers noch keineswegs die Steigerung erreichen, welche der jeweilige Kohlenpreis im Verhältnis zum Vorkriegsgoldpreis erreicht hat; im letzen Monat bleibt dann der Kursstand der Kohlen=anleihen weit hinter dem gleichzeitigen Kohlenpreis zurück.

Wie sind diese Bewegungen zu erklären? Zunächst die zwei Höhepunkte. Im Juli und November wurden die Devisenkurse bekanntlich künstlich niedrig gehalten; alle übrigen Kurse hatten jedoch die Tendenz, sich der Weltmarktparität des Dollars anzupassen. In der kritischen Zeit des Novembers kam hinzu, daß die Markkatastrophe zu einer wahnssinnigen Markslucht führte, bei welcher alle Preise und Kurse maßlos übersteigert wurden. Die gleichen Höhepunkte wie dei den wertbeständisgen Anleihen sinden wir auch beim Aktieninder.

1923: März		6,66	1923: September	$22,\!56$
April		8,61	Oftober .	28,47
Mai		8,38	November	39,36
Juni		13,44	Dezember	26,89
Juli		16,03	1924: Januar .	35,76
August		11,22		

Wir wollen hierbei die Frage offen lassen, ob die Abersteigerung der wertbeständigen Anleihen im November tatsächlich so erheblich stärker war als die der Aktien, oder ob sich die scheinbaren Unterschiede nicht vielmehr auß der Wahl der Tage, deren Kurse berücksichtigt sind, ersklären.

Betrachten wir dann weiter die Kurshöhe der Anfangsmonate im Vergleich mit der Kurshöhe in den Endmonaten. Ganz klar sehen wir

¹ Aftieninder in Goldprozent, in der Zeitschrift "Birtschaft und Statistit" fort- laufend veröffentlicht.

die Bewegung bei den Roggenanleihen: während im März und April die Parität fast erreicht wird, bleibt der Kursstand im Dezember weit zurück und erreicht im Januar 1924 nicht mehr 60 %; etwas besser wird das Berhältnis für die Endmonate bei Berücksichtigung des jeweiligen Breises. Ahnlich vollzieht es sich bei den Goldanleihen, wenn wir die früheren Ziffern der Rhein-Main-Donau-Goldanleihe mit berücksichtigen. Bei den Kohlenanleihen ift die Bewegung nicht so klar. Berücksichtigen wir das, was oben über die Badenwerk-Anleihe gesagt wurde, dann war der Ausgangspunkt im April 1923 etwa 100 %; die gleiche Höhe wird im Januar 1924 wieder erreicht; aber wir muffen hierbei bedenken, daß, wie oben ausgeführt, im April eine ausgesprochene Deroute auf dem Markt der Rohlenanleihen herrschte. Der Kursstand im April war anormal niedrig; dies erklärt, daß nicht das gleiche Berhältnis des Kursstandes vom April 1923 zum Kursstand vom Januar 1924 bei den Kohlenanleihen in Erscheinung tritt, welches wir bei Roggen= und Goldanleihen betrachten können. Aber wenn wir den Kursstand der Kohlenanleihen im Januar 1924 mit dem gleichzeitigen Breis des Faktors vergleichen, finden wir in dieser Hinsicht wieder dasselbe Bild wie bei den Roggen= und Goldanleihen. Auch die Kali= anleihe zeigt in den letten Monaten die gleiche Bewegung 1. Alles in allem sehen wir das starke Absinken der wertbeständigen Anleihen in den letten Beobachtungsmonaten.

Bur Erklärung dieser Erscheinung wollen wir zunächst wieder mit dem Aktieninder vergleichen. Der Aktieninder zeigt keineswegs die gleiche Bewegung; zwar auch hier der Rückgang gegenüber der November-höhe, aber einerseits vom Dezember dis Januar noch wieder ein Aufstieg, andererseits ein viel höherer Stand als im Sommer 1923, ganz besonders ein Mehrsaches des Standes vom März und April. Es ist also klar ersichtlich, daß der Aktieninder eine aufsteigende Bewegung zeigt in der gleichen Periode, in welcher der Index der wertbeständigen Anleihen eine absteigende Bewegung zeigt. Auch in den Monaten zwischen Juli und November, wo der Index der wertbeständigen Ansleihen vorübergehend unter die März-April-Parität fällt, macht sich bereits beim Aktieninder die aufsteigende Bewegung geltend. Die

¹ Den Kurs der Kalianleihe, zu welchem sie im Mai und Juni untergebracht wurde, können wir nicht berücksichtigen, da durch die Gelbentwertung der Kurs niedriger geworden ist und eine starke überzeichnung stattsand.

Biffern des Aftieninder selbst zeigen nun ja, in welcher starken Beise die Aftien unterbewertet werden im Berhältnis zu ihrer Borkriegs= bewertung. Ob allerdings diese Vorkriegsbewertung den heute tatsächlich vorhandenen Goldwerten und den Rentabilitätsmöglichkeiten der in Frage stehenden Gesellschaften entspricht, das wird schwer zu entscheiben sein. Feststellbar ist nur, daß allgemein auch jest noch nach ber ftarken Steigerung der Aktienkurse die Anschauung vorherrscht, daß die Aftien noch weit unter ihrem tatfächlichen Wert im Kurse stehen, ein Zustand, der wegen des stark fühlbaren Kapitalmangels noch weiter besteht, und welcher bei den Aktien für die Zukunft die Wahrscheinlich= keit eines größeren Kursgewinnes entstehen läßt. Demnach können wir feststellen, daß nach der allgemeinen Anschauung bei den Aktien zur Zeit dasselbe vorliegt wie bei den wertbeständigen Anleihen, nämlich daß sie unter "pari" stehen. Die gegenwärtige niedrige Bewertung der wertbeständigen Anleihen ift daher aus diesem Grunde nicht auffällig; beachtenswert ist vielmehr die im Verhältnis zu den Aktien hohe Bewertung der wertbeständigen Anleihen im Sommer 1923. Erflärung für diesen Tatbestand haben wir zweifellos barin zu suchen, daß bei den Attien die Millionen= und Milliardenziffern der Rurse zu= nächst noch völlig die Erkenntnis der Unterbewertung verschleierten, und daß erst die allmählich fortschreitende Durchsetzung der Goldrechnung die Höherbewertung herbeiführte; hingegen war bei den wertbeständigen Unleihen von Anfang an ein gewisser Vergleichsmaßstab gegeben, und zwar in den jeweils geltenden Preisen des Faktors der Anleihe, woraus die verhältnismäßig hohe Bewertung der wertbeständigen Anleihen im Sommer 1923 erklärlich wird.

Beiterhin wollen wir versuchen, die Kursbewegung zu verstehen aus den jeweils geltenden Zinssäßen. Bir hatten bereits oben ausgeführt, daß der Zinssuß der wertbeständigen Anleihen im Jahre 1923 zweisellos niedrig war im Berhältnis zu den Zinssäßen dei Papiermarkanleihen; und nicht nur langfristige Papiermarkkredite, auch kurzfristige Kredite dieser Art, wie aus den derzeitigen Säßen für tägliches Geld zur Genüge hervorgeht, bedangen im Jahre 1923 weit höhere Zinssäße. Aber diese Zinssäße lassen einen Bergleich nicht zu, denn in ihnen steckt zum größten Teil eine hohe Risikoprämie für wahrscheinliche Geldentwertung. Eine kurzfristige Unterdringung privater Gelder durch Ausleihen auf wertbeständiger Grundlage war im größten Teil des Jahres 1923 nur vereinzelt möglich, es waren hauptsächlich nur

einige wenige Spezialbanken, welche sich damit befaßten 1. Gine langfristige Unterbringung war nach dem Geset über wertbeständige Sypotheken möglich, ein einheitlicher Zinssat bildete sich jedoch bis jest nicht aus 2; außerdem ist der Bergleich mit den Hapothekensätzen jetzt weniger möglich als in der Borkriegszeit, weil jeder mehr als früher bemüht ist, seine verfügbaren Kapitalien in einer leicht realisierbaren Form zu erhalten, um sich den schwankenden Verhältnissen anpassen zu können, so daß die Kapitalien, welche sich der Anlage in wertbeständigen Anleihen zuwandten, zumeist nicht für die Hypothekenanlage in Frage kamen. Alle die verschiedenen Zinsfäße, welche in der Zeit der Geldentwertung herrschten, lassen einen Vergleich mit den Zinssätzen der wertbeständigen Anleihen nicht zu. Wir können daher einen geeigneten Bergleich erft finden, und andere Zinsfätze können auch einen Einfluß auf die Kursbewegung der wertbeständigen Anleihen erst gewinnen von dem Augen= blick ab, wo eine kurzfristige Unterbringung privater Gelder ohne die Gefahr der Geldentwertung möglich wird, was praktisch und in ausreichendem Umfang wohl erst etwa seit Dezember 1923 der Fall ist. Offensichtlich ist nun der Zinssatz hierbei weit höher als derjenige der wertbeständigen Anleihen; die Banken bieten höhere Zinsfätze an bei Festlegung auf längere Zeit auch trop Übernahme des Geldentwertungs= risikos: die Säte für tägliches Geld sind noch erheblich höher. Die Rücksicht auf die gegenwärtigen Zinssäte läßt offensichtlich eine Unter= bewertung der niedrig verzinslichen wertbeständigen Anleihen erklärlich erscheinen, während man sich vor der Möglichkeit solcher andersgearteter Rapitalanlagen, d. h. praktisch vor der Stabilisierung, mit dem verhältnismäßig niedrigen Zinsfuß der wertbeständigen Anleihen begnügte. Man kann hieraus für den Sommer des Jahres 1923 den wichtigen Schluß ziehen, daß der sogenannte Kapitalmangel, von dem derzeit so viel gesprochen wurde, offensichtlich nicht auf allen Gebieten vorhanden war, daß er für wertbeständige Anleihen im Grunde nicht existierte.

Betrachten wir nun noch einige Einzelheiten hinsichtlich ber Kursbewegung. Wir sehen im wesentlichen noch keine klare Entwicklung hinsichtlich der Differenzierung; es ist hierbei allerdings zu bedenken,

¹ Bum Beispiel Deutsche Standardbank hamburg.

 $^{^2}$ Es hat den Anschein, als ob es sich bei vielen wertbeständigen Hypotheken, deren Zinssätze $5-6^0/_0$ betragen, um Resttaufgelder handelt, bei denen natürlich niedrigere Zinssätze herauskommen können als dei solchen Hypotheken, welche ohne solche Borbedingung hereingebracht werden sollen.

daß die Rahl der beobachteten Papiere und der Beobachtungszeitraum für einen größeren Teil der Papiere im Grunde genommen auch zu klein ist, um einwandfreie Schlüsse zuzulassen. Vorläufig ist noch nicht beutlich erkennbar, daß die höher verzinslichen Bapiere entsprechend bessere Kurse erzielten; einige der höher verzinslichen Roggenpapiere werden beispielsweise von einigen 5 %igen Papieren übertroffen. Jedoch läßt dies noch nicht den Schluß zu, daß die Höhe der Berzinsung unberücksichtigt bleibt; es sprechen ja auch andere Momente für die Bewertung mit, wie die Einschätzung des Schuldners und bergleichen. Wo die Borbedingungen im übrigen einigermaßen dieselben sind, tritt der Unterschied der Verzinsung auch im Kurse hervor. So zeigen die neu herausgebrachten 7 %igen Goldpfandbriefe der Hamburger Sypo= thekenbank (Ende Februar) einen Kursstand von 90 %, der weit über dem Kursstand der übrigen an der Borse notierten 5 %igen Goldpfandbriefe liegt. Auffallend ift der neuerdings verhältnismäßig hohe Stand der Oldenburger Roggenanweisungen; bei dem Stand der Papiere unter Pari ift dieser verhältnismäßig hohe Stand durchaus erklärbar angesichts der baldigen Einlösung dieser Anweisungen. Im übrigen bildet sich langsam im Januar und Februar 1924 eine besondere Diffe= renzierung heraus. Wir sehen, daß alle diejenigen Obligationen, von denen noch fortlaufend neue Teilbeträge herausgegeben werden, und zwar auf dem Wege der Areditgewährung an kommunale Schuldner oder auf Grund dinglicher Sicherheiten, niedriger stehen als die anderen; so stehen fast alle Anleihen der Länder und Gemeinden verhältnismäßig hoch, während die Papiere der verschiedenen Bankinstitute niedrig stehen, denn deren Kredit wird ständig in Anspruch genommen, während die Länder und Gemeinden sich im allgemeinen scheuen, mit eigenen Anleihen bei den niedrigen gegenwärtigen Kursen herauszukommen oder sie neu an die Börse zu bringen. Überragt aber werden die übrigen Goldanleihekurse bei weitem von dem Kursftand der Reichsgoldanleihe, eine Erscheinung, die wir auf den Geldersatz-Charatter der Goldanleihe und auf Eingriffe des Reichs zurückzuführen haben.

Die Kursentwicklung der wertbeständigen Anleihen seit der Stabilisierung hat in weiten Kreisen "enttäuscht". Aber zweisellos teilen die wertbeständigen Anleihen hier nur das Schicksal, das alle niedrig verzinsbaren Anlagepapiere in Zeiten des Kapitalmangels erleiden, in denen ihr Zinssuß den Verhältnissen auf dem Kapitalmarkt nicht mehr entspricht.

Shriften 166 III. 5

D. Die Umstellung des öffentlichen Haushalts in Deutschland auf Goldmark und sie Folgerungen für die Aufnahme wertbeständiger Anleihen.

In einem Anfang September 1923 geschriebenen Auffat 1 hat Berfasser darauf hingewiesen, daß wir hinsichtlich der wertbeständigen Anleihen einem neuen Zustand entgegengingen; wir müßten infolge bes ganglichen Aufhörens des Papiermarkfredits damit rechnen, daß in Kürze auch solche öffentlichen Körperschaften wertbeständige Anleihen aufnehmen müßten, welche über besondere wertbeständige Einnahmen zur Deckung der Anleiheverpflichtungen nicht verfügten. mußte ganz besonders zur Aufrechterhaltung einer gesunden Kredit= politik gefordert werden, daß das ganze Einnahmewesen in kurzester Frist auf wertbeständige Grundlage gestellt werde, um durch die Struftur des Gesamthaushalts die fehlende besondere Dedung für die wert= beständige Anleihe zu ersetzen. Der damals vorauszusehende Zuftand hinsichtlich des Rreditwesens ist denn auch tatsächlich eingetreten, und zwar früher eingetreten, als die neuen Grundlagen für die weitere Unleihepolitik geschaffen werden konnten. Bei der kritischen Lage, in welche der öffentliche Haushalt nach der im November 1923 erfolgten Stabilisierung geriet, konnte die vorherige Schaffung der erforderlichen Grundlagen für Anleihen nicht abgewartet werden, es mußten vielmehr in der Anleihefrage sofort neue Entschlüsse gefaßt werden, und die als Grundlage für diese Entschlüsse erforderlichen Maßnahmen wurden gleichzeitig so schnell als möglich in die Wege geleitet, da dieje Magnahmen nicht nur für das Anleihewesen wichtig waren, sondern überhaupt die Grundlage für die Gesundung des öffentlichen Haushalts bildeten. Den neuen Standpunkt Breußens in der Anleihefrage ent= widelte Ministerialdirektor Mulert vom Preußischen Ministerium des Innern auf einer Tagung des Bereins für Kommunalwirtschaft in Hamburg am 13. Dezember 19232, und die Grundsätze wurden bald darauf in einer Berfügung des preußischen Ministers des Innern und des Kinanzministers vom 9. Kanuar 1924 betreffend wertbeständige An-

Der wertbeständige Kredit, Zeitschr. für Kommunalwirtschaft, Jahrg. 1923, Rr. 20, S. 758ff.

² Bortrag veröffentlicht in der Zeitschr. für Kommunaswirtschaft, Jahrg. 1924, Nr. 3.

leihen der Gemeinden und Gemeindeverbände 1 zusammengefakt. hiernach foll in Zukunft die Genehmigung für Goldanleihen auch erteilt werden, wenn besondere goldwertige Einnahmen zur Deckung nicht vorhanden sind, während für andere sachwertige Anleihen wie Roggenund Rohlenanleihen die früher verfolgten Gesichtspunkte hinsichtlich der Dedung auch weiterhin maggebend sein sollen, d. h. es wird weiterhin eine besondere Deckung durch Einnahmen, welche in gleicher Weise variieren wie die Anleiheverpflichtungen, gefordert. Hinsichtlich der Goldanleihen wird unter Betonung des Umstandes, daß die Abgaben nunmehr ausnahmslos in Gold umgestellt sind, auf die Deckung durch das gesamte Einnahmewesen verwiesen, wobei der Grundvermögenssteuer eine ganz besondere Bedeutung beigemessen wird. "Eine solche vollkommene Sicherheit erscheint gegeben, wenn der Zins= und Tilgungs= bienst nicht mehr als etwa 20 % des Aufkommens der Grund= und Gebäudesteuer im Jahre 1913 beansprucht. Dabei seten wir voraus, daß die Grundvermögenssteuer bereits in einer den Friedensverhält= nissen entsprechenden Beise auch jett wieder angespannt ift." 2 Alles in allem wird als Hauptpunkt auf den Ausgleich zwischen Einnahmen und Ausgaben im gesamten Haushalt hingewiesen.

Es soll nunmehr in der Gesamtstruktur des Haushalts die Grundlage für wertbeständige Anleihen, und zwar für Goldanleihen, gesucht werden; zwar ist in odiger Verfügung insbesondere auf die Grundvermögenssteuer hingewiesen, jedoch nicht etwa in dem Sinne, daß dieselbe als Spezialdeckung für wertbeständige Anleihen dienen sollte, sondern nur in dem Sinn, daß ein praktisch anwendbarer Maßstab für die Höchstelastung mit wertbeständigen Anleihen gegeben werden soll, und als Ausdruck der Bedeutung, welche der Grundvermögensteuer gegenwärtig als Haupteinnahmequelle zukommt. An früherer Stelle dieser Untersuchung haben wir sestgestellt, wann in der Gesamtstruktur des Haushalts die Grundlage für wertbeständige Anleihen gegeben ist, nämlich wenn derselbe Variationsfaktor, welcher die Höhe der aus der wertbeständigen Anleihe resultierenden Verpslichtungen beherrscht, auch für die Bewegungen im Einnahmez und übrigen Ausgabez wesen der betressenden öffentlichen Körperschaft maßgebend ist; denn

Ministerialblatt für die Preußische Innere Berwaltung, Jahrg. 1924, Nr. 3,
 46sf.

² a. a. D. S. 49.

³ B II.

dann würden sich bei Geldwertänderungen oder bei sonstigen Anderungen bes Preisstandes des Faktors zwar andere absolute Zahlen auf der Einnahme= und Ausgabeseite ergeben, das Verhältnis der Größen auf beiden Seiten bliebe jedoch unverändert. Daß dies bei den sachwertigen Unleihen wegen der eigenen Preisbewegungen des Faktors nicht der Kall sein kann, ist oben 1 bereits ausgeführt, und die genannte preußische Regelung läßt deshalb für solche Anleihen den alten Zustand bestehen. Es handelt sich demnach hier nur um die Frage der Goldanleihen, und zwar ist zu prüfen, ob durch die Umstellung auf Gold der gesorderte Zustand hinsichtlich der Gesamtstruktur des Haushalts eingetreten ift. Wir muffen uns darüber flar sein, daß wir damit in das Kernproblem bes deutschen öffentlichen Haushalts in der Gegenwart eintreten. Es ist selbstverständlich, daß im Rahmen dieser Arbeit eine solche Untersuchung nur in großen Zügen geführt werden kann; aber die Untersuchung muß an dieser Stelle durchgeführt werden, einerseits, weil sie für die Frage nach der Zulässigkeit wertbeständiger Anleihen unter den jegigen Berhältnissen ausschlaggebend ift, andererseits, weil eine einheitliche Meinung über diese Frage sich noch nicht ausgebildet hat bzw. tveil vorhandene allzu optimistische Außerungen nicht einfach übernommen werden können. Wir wollen die Frage untersuchen an dem Beispiel Breufens und seiner Gemeinden und Gemeindeverbände: da die Magnahmen zur Umstellung des Haushalts auf Gold in den verschiedenen Ländern verschieden sind, und da auch die verschiedenen Einnahme= und Ausgabeposten im Saushalt Preußens und der preußi= ichen Gemeinden bzw. Gemeindeverbände anderer Art sind als beispiels= weise im Reichshaushalt, kommen wir hierdurch nicht zu einem allgemein gültigen Urteil über die Folgerungen, welche aus der Umstellung des Haushalts auf Gold zu ziehen sind, wohl aber zu einer klareren Einsicht darein, wann die Vorbedingungen tatsächlich gegeben sind, um die genannten Folgerungen hinfichtlich der Aufnahme wertbeständiger Anleihen ziehen zu können. Wir muffen uns mit diefem Ergebnis begnügen, da es sich bei der "Umstellung des Haushalts auf Gold" keineswegs um einen eindeutig festgelegten Tatbestand handelt, sondern um eine Summe von Magnahmen, welche an verschiedenen Stellen in verschiedener Weise und außerdem nach Maßgabe der tatsächlichen Voraussetzungen mit verschiedenem Ergebnis zur Durchführung gebracht werden.

¹ B II.

Wir mussen uns nun zunächst fragen, mit welchem Variationsfaktor wir denn bei Goldanleihen im Falle der Goldwertanderung zu rechnen haben. Bei einer tatjächlich wertbeständigen Anleihe, wie sie etwa durch die Lübeder Anleihe verwirklicht ist, wo die Zins= und Tilgungs= beträge auf Grund des Devisenkurjes vom Tage vor Fälligkeit der betreffenden Zahlungen errechnet werden, variieren die Berpflichtungen aus der Anleihe unmittelbar mit den aus den Devisenkursen ersichtlichen Geldwertänderungen. Bei anderen Anleihen, wo für die Errechnung der Zins- und Tilgungsbeträge die Kursbewegung eines mehr oder weniger langen Zeitraums berücksichtigt wird, weicht der Variations= faktor möglicherweise von der Geldwertanderung ab, und zwar ift der Bariationsfaktor kleiner als die Geldwertänderung, wenn in dem zur Berechnung herangezogenen Zeitraum der Devisenkurs durchschnittlich niedriger war als im Augenblick der Fälligkeit der Zins= und Tilgungs= beträge 1, und er ist größer als die Geldwertanderung, wenn in dem zur Berechnung herangezogenen Zeitraum der Devisenkurs durchschnitt= lich höher war als im Augenblick der Fälligkeit der Zins- und Tilgungsbeträge 2; jedoch ist in diesem letteren Fall das Risiko eines solchen höheren Bariationsfaktors dadurch zu beseitigen, daß die in Frage stehenden Beträge bereits in dem betreffenden Zeitraum in Geld heimischer Bährung umgelegt werden, jo daß das Risiko einer Geldwertsteigerung von diesem Zeitraum bis zum Zahltag beseitigt wird. Bir dürfen daher die Möglichkeit der Steigerung des Bariationsfaktors über das Maß der Geldwertveränderung praktisch unberücksichtigt lassen: wir muffen uns jedoch bewußt sein, daß wir die Voraussetzung einer auf Risikoverminderung bedachten Finanzpolitik machen. Wir dürfen ferner wohl bavon ausgehen, daß bei den Golbanleihen der nordamerikanische Dollar, welcher auch allgemein ber Berechnung der Geldwertänderung zugrunde gelegt wird, als Faktor gewählt wird, bzw. ein solcher Faktor gewählt wird, welcher gegenüber dem Dollar praktisch keine nennens= werten Eigenbewegungen aufweist (z. B. Feingold), so daß aus der Auswahl des Faktors keine Komplikationen entstehen. Wir können dann also praktisch damit rechnen, daß der Bariationsfaktor nicht größer ift als die Goldwertanderung; wir können praktisch nicht damit rechnen,

¹ Dieser Fall ist praktisch bedeutungsvoll bei fortschreitender Entwertung bes heimischen Gelbes.

² Dieser Fall ist prattisch bedeutungsvoll bei fortschreitender Wertsteigerung bes heimischen Geldes.

daß der Bariationsfaktor notwendig kleiner ist als die Geldwertänderung, da dies nur unter den ganz besonderen oben gekennzeichneten Bedingungen der Fall ist. Wir können deshalb für unsere weitere Untersuchung davon ausgehen, daß der Bariationssaktor der Geldwertsänderung gleich ist. In dem auf Goldmark basierten Haushalt kommt dies in der Weise zur Geltung, daß für den Zinsens und Tilgungsdienst der Anleihe ein bestimmter Goldmarkbetrag eingesett wird; dieser Bestrag wird unter der obengenannten Bedingung unterschritten, so daß ein Restbetrag gegenüber dem Etatansah verbleiben kann, während die Gesahr der Überschreitung angesichts der Möglichkeit einer Geldwertsteigerung durch die oben bezeichnete Finanzpolitik vermieden werden muß.

Betrachten wir nun die Frage zunächst hinsichtlich der Ausgabenseite bes Haushalts. Nachdem Löhne und Gehälter durchgängig auf Goldmark umgestellt sind, nachdem Materialien und ähnliche Ausgabeposten durchgängig in Goldmark berechnet werden, dürfen wir zunächst davon ausgehen, daß mit der Geldwertanderung auch die in dem heimischen Geld für diese Ausgaben erforderlichen Beträge variieren, daß wir also bei den übrigen Ausgaben durchgängig denselben Bariations= faktor haben wie bei den wertbeständigen Anleihen. Bei Aufstellung bes Goldmarkhaushaltes wird auch tatjächlich hiervon ausgegangen, indem auch für diese Ausgabeposten bestimmte Goldmarkbeträge ein= gestellt werden. Allerdings besteht erfahrungsgemäß hinsichtlich der Materialien und ähnlicher Ausgabeposten, deren Breishöhe auf vertraglicher Basis beruht und nicht einseitig vom Staat ober einer sonstigen öffentlichen Körperschaft festgesett wird, die Gefahr, daß im Falle der Gelbentwertung die Grundpreise heraufgesett werden und infolge= dessen die vorgesehenen Goldmarkbeträge überschritten werden, d. h. daß ein höherer Bariationsfaktor für diese Ausgabeposten wirksam werden kann 1. Sier entsteht demnach eine Störungsmöglichkeit für den Fall, daß im übrigen Einnahmen und Ausgaben sich der Geldwertänderung angleichen; ber Zustand einer gleichmäßigen Anderung aller haushaltsposten wird in diesem Falle nicht verwirklicht. Nun ist ja allerdings das Risito der Veränderung der Grundpreise ein Risito, das jederzeit, auch in Zeiten stabilen Geldwertes, gegeben ist; jedoch ist

¹ Daß nach allgemeiner Durchsetzung der Goldmarkrechnung noch die Möglichskeit des Zuruchleibens der in Goldmark berechneten Erundpreise bestände, kann wohl verneint werden.

erfahrungsgemäß das Ausmaß der möglichen Veränderungen der Grundpreise bei schwankendem Geldwert erheblich größer — man denke nur an die deutschen Vorgänge im November 1923 —, so daß von dieser Störungsmöglichkeit nicht einfach abgesehen werden tann. Allerdings könnte man nun ja annehmen, daß dieser Fall gerade im Hinblick auf die hier geführte Untersuchung irrelevant ist, weil in diesem Kalle ja die durch die Goldanleihe verursachten Ausgaben gegenüber den so gesteigerten Ausgaben kleiner und leichter tragbar erscheinen; aber demgegenüber muß darauf hingewiesen werden, daß wir jest eine Dedung für die Anleiheverpflichtungen in der Gesamtstruktur des Haushalts suchen und demgemäß solche Momente, welche diese Gesamtstruktur ftören, auch für die Grundlagen der Golbanleihen von Wichtigkeit find. — Erwähnt sei baneben eine zweite Störungsmöglichkeit, nämlich baß die Geldwertanderung irgendwelche Störungen im Wirtschaftsleben hervorruft, daß durch Einwirkung auf die soziale Lage irgendwelcher Bevölkerungsteile neue Ausgaben für die öffentliche Körperschaft entstehen, welche im Haushalt nicht ober nicht in entsprechender Höhe vorgesehen waren.

Nachdem wir in dieser Weise die bei Geldwertänderungen vor sich gehenden Veränderungen des Ausgabewesens charakterisiert haben, gehen wir nunmehr zur Betrachtung des Einnahmewesens über. Wir finden nun bei den öffentlichen Körperschaften hauptsächlich zwei Arten von Einnahmen, welche einzeln betrachtet werden muffen, nämlich: 1. Steuern und Abgaben, 2. Ginfünfte aus Erwerb und Vermögen. Untersuchen wir nun zunächst die erste Art unter dem Gesichtspunkt, wie sich diese Einnahmeposten bei Anderungen des Geldwertes verhalten. Wir mussen hierbei wieder zwei verschiedene Teilarten unterscheiben, nämlich 1. solche Steuern und Abgaben, welche ber eigenen Regelung durch die in Frage stehenden öffentlichen Körperschaften, hier also Preußen und seine Gemeinden und Gemeindeverbände, unterliegen, und ferner solche Steuern und Abgaben, welche vom Reich ge= regelt und dementsprechend auch zumeist vom Reich erhoben werden, aus beren Ertrag sodann ben Ländern und Gemeinden Steuerüberweisungen zufließen.

Betrachten wir nun diejenigen Steuern und Abgaben, welche der eigenen Regelung der hier in Frage stehenden öffentlichen Körperschaften unterliegen. Bei der Betrachtung dieser Regelung können wir uns auf die Untersuchung der diesbezüglichen Landesgesetze bzw. Ber-

ordnungen beschränken, weil Preußen die Frage zwingend auch für die Gemeinden und Gemeindeverbände geregelt hat. — Gine unvolltommene Regelung hatte das Gesetz zur Anpassung der Steuergesetze an die Gelbentwertung vom 31. Juli 1923 1 und die nachfolgende gleichnamige Verordnung vom 1. September 1923 2 gebracht. Jedoch bringt dann die Landesauswertungsverordnung vom 7. November 1923 3 und die Goldabgabenverordnung vom 18. Januar 1924 4 die Regelung, welche bestimmt ist, die in Frage stehenden Einnahmen der Geldwertanderung automatisch anzupassen. "Während die Landesauswertungsverordnung auf Papiermark lautende Abgaben zum Gegenstand hat und die Frage regelt, wie derartige Abgaben auf ihren Goldwert zurückzuführen und danach zu zahlen sind, hat die Goldabgabenverordnung auf Goldmark lautende Abgaben zum Gegenftand." 5 Durch § 5 Absat 1 der Goldabgabenverordnung wird für alle öffentlichen Abgaben, die von Gemeinden und Gemeindeverbänden erhoben werden (z. B. auch für die Umlagen der Provinzen, der Bezirks= verbände und Landkreise), die Bewertung der Bemessungsgrundlagen bzw. die Festsetzung der Abgabensätze in Goldmark vom 1. April 1924 ab als zwingend vorgeschrieben — in ähnlicher Beise verfährt das Land Breußen hinsichtlich seiner eigenen Abgaben —, so daß der Goldabgaben= verordnung für die Zukunft erhöhte Bedeutung zukommt gegenüber der Landesaufwertungsverordnung.

Wie weit nun infolge ber genannten Verordnungen die Höhe ber betreffenden Einnahmen unmittelbar der Geldwertänderung folgt, dafür ist zunächst der Goldumrechnungssatz, nach welchem die Umrechnung der Abgaben in Goldmark und die Bewertung der geleisteten Zahlungen erfolgt, maßgebend. Als Goldumrechnungssatz wird der für die Reichsfteuer geltende Umrechnungssatz bestimmt, welcher sich nach der bischerigen Handhabung dem Dollarkurs des Vortages anschließt. Um bei der Umrechnung der Steuerschuld in Goldmark die Gesahr etwaiger Abweichungen durch Goldwertänderungen zu vermeiden, bestimmt die Landesauswertungsverordnung in § 2 Absatz, daß der Goldmarksbetrag der zu leistenden Zahlung sich nach dem Zeitpunkt der Ents

¹ Preußische Gesetziammlung 1923, Rr. 44, S. 361 ff.

² Preußische Gesetzlammlung 1923, Nr. 51, S. 415ff.

³ Preußische Gesetziammlung 1923, Nr. 68, S. 517ff.

⁴ Preußische Gesetsammlung 1924, Nr. 7, S. 40ff.

⁵ Ministerialblatt der Preuß. Inneren Berivaltung 1924, Nr. 9, S. 175ff.

stehung der Schuld richtet; der Zeitpunkt der Entstehung der Schuld wird sodann in § 3 in solcher Beise bestimmt, daß das angestrebte Ersgebnis auch tatsächlich erzielt wird. Um bei der Umrechnung der in Goldmark berechneten Steuerschuld in den in deutscher Bährung zu zahlenden Betrag etwaige Abweichungen durch Geldveränderung zu vermeiden, bestimmt die Goldabgabenverordnung in § 1 Absatz, daß der am Tage der Zahlung geltende Goldumrechnungssatz maßgebend sein soll, wobei der Tag der Zahlung des näheren so bestimmt ist, daß dieser Tag mit demjenigen Tag, an dem die zuständige Finanzkasse den Betrag zu seiner Versügung erhält, möglichst zusammenfällt.

Eine Schwierigkeit tritt nun jedoch in dem Augenblick ein, wenn eine Steuer nicht an einen zu einer bestimmten Zeit bestehenden ober eintretenden Tatbestand anknüpft, sondern an eine Summe von Tatbeständen, welche im Laufe eines längeren Zeitraums verwirklicht werden, z. B. die Steuer vom Gewerbeertrag. Reine Schwierigkeit würde dann eintreten, wenn die bei der Berechnung des Betrages berücksichtigten Bücher ebenfalls auf Goldmarkgrundlage geführt würden. Ift dies jedoch nicht der Fall, dann werden Entnahmen aus bem Gewerbebetrieb, g. B. zum Zwede bes Berbrauchs der Gefell= schafter oder zu Kapitalinvestitionen, welche im Laufe des Geschäftsjahres erfolgt find, nicht mit dem Goldmarkbetrage erscheinen, welchen sie zur Zeit der betreffenden Entnahmen ausmachten, sondern mit dem Goldmarkbetrag, welcher auf Grund bes Geldwertes am Ende bes Geschäftsjahres errechnet wird. Diese Schwierigkeit besteht in gleicher Beise wie bei der Steuer vom Gewerbeertrag auch bei der Einkommen= und Körperschaftssteuer — mit Ausnahme der Steuer von den vom Lohnabzug erfaßten Einkommen —, eine Regelung dieser Angelegenheit steht noch aus. Es ist vielmehr hinsichtlich der Steuer vom Gewerbeertrag ebenso wie hinsichtlich der Einkommen- und Körperschaftssteuer nur eine Regelung der Vorauszahlungen erfolgt, bei welchen die genannten Schwierigkeiten nicht bestehen 1.

Wir können danach sagen, daß die bisherige Regelung allerdings bewirkt, daß die Steuereingänge bei den Finanzkassen sich den Geld-

¹ Siehe Ergänzungsverordnung zur Verordnung vom 23. November 1923 über die vorläufige Neuregelung der Gewerbesteuer (Pr. Gesetsamml. S. 519), vom 16. Februar 1924 (Pr. Gesetsamml. 1924, Nr. 14, S. 109ff.); ferner zweite Steuernotverordnung und Durchführungsbestimmungen über die Vorauszahlungen, Reichsministerialblatt 1924, Nr. 7.

wertänderungen unmittelbar anpassen, wobei wir allerdings bemerken müssen, daß die endgültige Regelung hinsichtlich einer sehr wesentlichen Steuer, nämlich der Gewerbesteuer, noch aussteht und Schwierigkeiten hierbei zweisellos vorhanden sind. Wir hatten bei Betrachtung der Ausgabenseite oben bemerkt, daß die Ausgaben durch Veränderung der Grundpreise bei Geldwertänderungen möglicherweise Veränderungen erfahren, und daß neue Ausgaben in Verbindung mit den durch die Geldwertänderung hervorgerusenen Störungen des Wirtschaftslebens eintreten; analog müssen wir hier die Gesahr erwähnen, daß infolge von Störungen des Wirtschaftslebens bei Geldwertänderungen mögslicherweise die den Steuern zugrunde gelegten Tatbestände in geringerer Zahl oder in geringerer Höhe eintreten, so daß dadurch die Eingänge nicht in gleicher Weise variieren wie der Geldwert. Diese Störungssmomente hinsichtlich der Variation der Einnahmen sind festzuhalten.

Wir hatten bisher diejenigen Steuern und Abgaben betrachtet, welche der eigenen Regelung Breußens oder der ihm nachgeordneten Körperschaften unterliegen. Bir kommen nunmehr zur Betratung berjenigen Einnahmen, welche aus Steuern und Abgaben des Reichs infolge Überweisung den Ländern und Gemeinden zufließen. Nachdem die grundsätliche Betrachtung, inwieweit die Steuereinnahmen sich ber Geldwertanderung anpassen, bei den preußischen Steuern durchgeführt ift, soll die Regelung, die vom Reich hauptsächlich in der zweiten Steuernotverordnung getroffen ift, nicht im einzelnen untersucht werden. Es fei nur darauf hingewiesen, daß bei den Steuerüberweisungen der Anteil an der Einkommen= und Körperschaftssteuer eine besondere Rolle spielt, für welche eine endaültige Regelung bisher nicht getroffen ist. Wir wollen hinsichtlich der Steuerüberweisungen nun jedoch ein neues Störungsmoment betrachten, dem eine überragende Bedeutung beizumessen ift. Dies besteht in folgendem: Angenommen, daß die Finangkassen, bei denen die in Frage stehenden Steuern zunächst eingehen, diese Steuer in einer Höhe erhalten, welche sich den Geldwertanderungen unmittelbar anpast, dann gilt dieser Zustand doch nur hinsichtlich des Eingangs bei den genannten Raffen. Aus diefen Eingängen erhalten dann die Länder und Gemeinden ihren Anteil erst nach einer Reihe von Tagen, der vielsach in den vergangenen Monaten den Zeitraum von zwei Wochen überschritten hat 1. Geldwertänderungen, die in diesem Zeitraum vor sich gehen, bis die betreffende öffentliche Körperschaft

¹ Nach verschiedenen Mitteilungen.

über die ihr zustehenden Steuerüberweisungen verfügen kann, gleichen sich diese Einnahmen nach der bisherigen Regelung nicht an. Wir müssen nun beachten, daß es sich bei diefen Steuerüberweifungen um einen außerordentlich großen Anteil an den gesamten Einnahmen der in Frage stehenden öffentlichen Körperschaften handelt; nach Angaben, welche den von der Reparationskommission eingesetzten Sachverständigen= ausschüssen übergeben sind 1, handelt es sich hierbei um etwa dieselben Beträge, wie die Länder und Gemeinden fie durch eigene Steuern und Abgaben ichätzungsweise aufbringen können. Inwieweit der Zeitraum, in welchem nach ber bisherigen Regelung diese Einnahmen sich Geldwertanderungen nicht anpassen, verfürzt werden kann, oder ob auch diese überweisungen auf Goldmark gestellt werden können, das ist eine technische Frage, auf welche eine Antwort hier nicht gegeben werden joll. Festzustellen ist nur die Frittion hinsichtlich der Goldwertigteit dieser Einnahmen bei der bisherigen Regelung. Dieser Tatbestand leitet uns nun darauf hin, daß eine ähnliche Friktion auch bei denjenigen Steuern besteht, welche der Regelung Preußens bzw. der nachgeordneten Körperschaften unterstehen. Wenn beispielsweise eine Steuer an eine Kasse zu zahlen ist, über beren Eingänge biejenige Stelle, welcher die Steuer zufließen soll, nicht unmittelbar und ohne Zeitaufschub verfügen kann, dann tritt auch hier eine Zeitspanne ein, innerhalb beren sich die Eingänge für den endgültigen Empfänger nicht unmittelbar der Geldwertanderung anpassen. Ein Beispiel: Die derzeit wichtigste preußische Steuer, die vorläufige Steuer vom Grundvermögen, ist gemäß Verordnung vom 22. Oftober 1923 2 an den Vorstand der Gemeinde zu entrichten, in welchem das Grundstück liegt. Durch diese Regelung wird allerdings die Gemeinde in die Lage versett, über den infolge des Gemeindezuschlages der Gemeinde zustehenden Steueranteil unmittelbar zu verfügen, ohne daß inzwischen ein Zeitraum vergehen muß, in welchem die Einnahme sich der Geldwertanderung nicht anpaßt; welcher Zeitraum aber vergeht, ehe ber preußische Staat seinen Anteil zu seiner Verfügung erhält, welcher sich in diesem Zeitraum der Geldwertänderung nicht anpaßt?

Hinsichtlich der Einnahmen aus Erwerb und Bermögen kann hier so viel gesagt werden, daß infolge allgemeiner Einführung der Goldmark-

¹ Deutschlands Wirtichaft, Währung und Finanzen, Zentralverlag G. m. b. S. 1924, €. 78.

² Preußische Gesetziamml, 1923, Nr. 65, S. 478 ff.

rechnung für Leistungen von Betriebswerken öffentlicher Körperschaften wohl das Haupthinderungsmoment beseitigt ist, welches eine Anpassung dieser Einnahmen an die Geldwertänderung bisher verhindert hat. Allerdings bestehen hinsichtlich der Einnahmen von solchen Bermögensewerten, welche durch Berpachtung genutt werden, Schwierigkeiten insofern, als diese Pachtbeträge vielsach auf Grund eines Durchschnittspreises eines längeren Zeitraums errechnet werden, so daß sich diese Einnahmen nicht unmittelbar der Geldwertänderung anpassen.

Wir haben nunmehr aus den bisher festgestellten Tatsachen den Schluß zu ziehen, ob die Umstellung des Haushalts auf Gold, und zwar auf Grund der bisherigen Regelung diefer Frage, tatfächlich diejenige Anderung der Boraussetzungen für wertbeständige Anleihen, insbesondere für Golbanleihen, gebracht hat, welche in dem neuen Standpunkt Breukens hinsichtlich der Goldanleihen zum Ausdruck kommt. wollen hierbei unterstellen, daß andere Störungsmomente als die hier genannten nicht vorkommen. Wir muffen banach zweifellos zu bem Ergebnis tommen, daß infolge der aufgeführten Friktionen mit einer unmittelbaren Anpassung der Einnahmen an Geldwertanderungen auf Grund der bisherigen Regelung nicht gerechnet werden kann, daß infolge= bessen durch die bisher erfolgte Umstellung des Haushalts auf Gold die Grundbedingung für die Wandlung in der Anleihepolitik nicht gegeben ift. Dieses Urteil fagt, daß grundsätlich in einer fo gearteten Umftellung bes Saushalts auf Gold die Grundlage für Goldanleihen nicht gefunden werden fann. Es läßt jedoch die Möglichkeit offen, daß eine anders geartete Umstellung des Haushalts auf Gold, bei welcher die genannten oder andere Störungsmomente nicht eintreten, tatfächlich die Grundlage für Goldanleihen bilden kann. Es ist mit diesem Urteil auch keineswegs ein Urteil gesprochen über die tatsächlich erfolgte preußische Regelung der Anleihefrage; denn bei einer solchen politischen Handlung kann in Fällen, wo eine augenblickliche Notlage besteht, eine zwar noch nicht vollendete, jedoch in ihren Grundzügen ersichtliche Entwicklung berücksichtigt werden, in diesem Falle die Entwicklung, welche darauf hinzielt, in immer vollkommenerer Beise die Einnahmen den Geldwertanderungen anzupassen.

E. Schluß.

Wenn man im Frühjahr 1923 ein Urteil über die Bedeutung der wertbeständigen Anleihen abzugeben hatte, dann erschien bereits die Annahme optimistisch, daß die wertbeständigen Anleihen berufen seien, in der Zeit schwankenden Geldwertes die Grundlage zu bilden für eine großzügige aktive Wirtschaftspolitik öffentlicher Körperschaften. Wenn wir heute darüber zu urteilen haben, dann wissen wir, daß jene Annahme nicht zu weit ging. Die wertbeständigen Anleihen haben es besonders ermöglicht, eine großzügige Politik hinsichtlich der Ausnutung der vorhandenen Wasserkräfte und der Elektrifizierung weiter Wirtschafts= gebiete auch im Jahre 1923 zu betreiben. Sie haben große Kapital= beträge bedeutungsvollen produktiven Anlagen zugeführt, während die Beträge sonst mahrscheinlich einem unproduktiven Ronsum zugeflossen wären. Aber die wertbeständigen Anleihen haben darüber hinaus eine nicht zu erwartende Bedeutung erhalten: sie sind Begbereiter und Rüchalt eines neuen Geldes geworden, welches Deutschland seit der zweiten Hälfte des November eine neue Stabilität des Geldwesens gebracht hat, Begbereiter und Rückhalt der Rentenmark. Denn was sind die Rentenbriefe, welche die Deckung der Rentenmark bilden, anders als eine Goldwertanleihe; und die Erfahrungen, welche vorher mit den wertbeständigen Anleihen gemacht waren, ließen diese Dedung als brauchbar erscheinen, so daß tatsächlich das Vertrauen in das neue Geld groß genug werden konnte, um die Verminderung der Umlaufs= geschwindigkeit herbeizuführen, welche die Voraussetzung war für das Gelingen des ganzen Experiments. Und außerdem haben die wertbeständigen Anleihen eine weitere Bedeutung gewonnen. Man hatte sie für eine Übergangslösung gehalten, neben der bei der nächsten Stabilifierung des Geldwesens sofort wieder die bekannte, auf Bährungs= geld lautende Anleihe erscheinen würde. Es ist nun festzustellen, daß auch nach der im November 1923 erfolgten Stabilisierung die Papier= markanleihe keinen Boden mehr gewonnen hat, daß vielmehr die wert= beständige Anleihe heute als Anleiheform ausschließlich in Frage kommt. Sicherlich werben die öffentlichen Körperschaften nach einer endgültigen Stabilisierung des Geldwesens bemüht sein, wieder zur Währungsgeldanleihe überzugehen; ob aber nicht auch dann die Beifügung irgendeiner

Goldklausel, welche die Anleihe tatsächlich zu einer wertbeständigen Anleihe stempelt und die Anleihegläubiger vor dem Nachkriegsschicksal der Obligationenbesitzer schützen soll, notwendig sein wird, um außereichende Areditquellen zu erschließen, das mag der Zukunst überlassen bleiben.